

Kovács Enikő Ágnes

## A szuverén vagyonalapok szerepe a nemzetközi pénzügyi rendszerben

*A korábban passzív pénzügyi befektetőkként tevékenykedő szuverén vagyonalapok manapság a tőkepiacok egyre aktívabb résztvevői. Folyamatosan növekvő eszközállományukkal megvan rá a lehetőségük, hogy jelentős hatást gyakoroljanak mind az egész pénzügyi szolgáltató ágazatra, mind a nemzetközi tőkeáramlásra. E tanulmány átfogó képet kíván nyújtani a vagyonalapoknak a hitelválságban betöltött szerepéről, a gazdasági és pénzügyi rendszerre gyakorolt hatásokról, majd felmerül az átláthatóság, azaz a transzparencia hiánya, mely probléma abból ered, hogy az alapok működésükkel, befektetéseikkel kapcsolatban meglehetősen kevés információt szolgáltatnak, végül pedig a szuverén vagyonalapokkal kapcsolatos nemzetközi szintű kezdeményezésekről lesz szó.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kód:** E58, F21, F30, G15

**Kulcsszavak:** szuverén vagyonalapok, sovereign wealth funds (SWFs), állami befektetési alapok, nemzetközi tőkeáramlás, nemzetközi pénzügyi rendszer, hitelválság.

A szuverén vagyonalapok, ahogy azt okkal állítják is, nem felelősek a globális pénzügyi válság kialakulásáért. Éppen ellenkezőleg, a következmények enyhítésében, a válság kezelésében kiemelkedő szerepet játszottak. „Ezek az alapok a likviditási problémákkal vagy csődhelyzettel szembesült pénzügyi közvetítőkben történő részesedés-szerzéssel rövid távon hozzájárultak a pénzügyi válság terjedésének megakadályozásához, a csúcspontosság mérsékléséhez” (Losoncz 2008a:19). Felhalmozott vagyonukkal lehetőségük volt arra, hogy segítséget nyújtsanak a likviditáshiány betöltésében, s meg is tették ezt. Olyan nagy bankokat mentettek meg a csődtől, mint például a Citibank vagy a Merrill Lynch. Szerepvállalásuk nélkül a válság „fertőző” tovaterjedése még súlyosabb lett volna. Hozzá kell tennünk azt is, hogy ezen befektetések kezdeményezői nem a szuverén vagyonalapok voltak. Az érintett pénzintézetek vezetői fordultak személyesen a vagyonalapokhoz, részvételüket kérve az újratőkésítésben. Mind ez idáig egyik vagyonalap sem kívánt aktív részt vállalni a pénzintézetek vezető testületében, pedig a befektetéseik mértéke feljogosítaná őket rá (Demarolle–Johanet 2008).

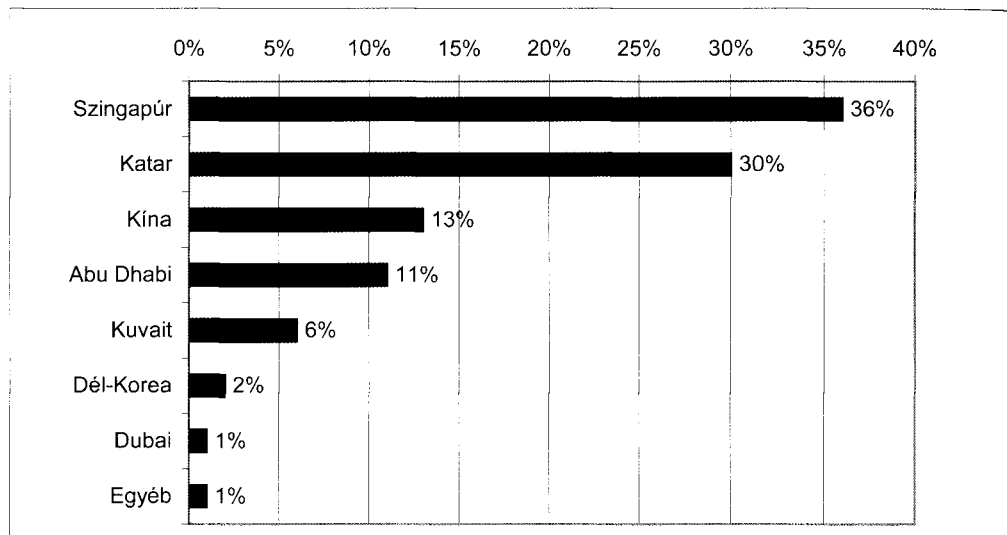
## A szuverén vagyonalapok és a hitelválság

A hitelpiaci válság kezdete óta 2007–2008-ban az állami vagyonalapok közel 83 milliárd dollárt<sup>1</sup> fektettek be a megrendült nyugati pénzügyi intézményekbe, leggyakrabban átváltható kötvények formájában. Viszonyításképpen, 2006-ban a vagyonalapok nyugati pénzintézetekbe történő befektetéseit mindössze 1,7 milliárd dollárra értékelték. A *Deutsche Bank Research* (2008) is kiemeli, hogy a válság kapcsán a gyengélkedő pénzintézetekbe történő befektetések igen nagy hangsúlyt képviseltek. Ez az új tendencia jelentős torzulást váltott ki a szuverén vagyonalapok által eszközölt befektetések szerkezetében: ágazati szinten a pénzügyi szektor felé, területi szinten pedig az Egyesült Államok irányába történő koncentráció jellemzi a válság kezdete óta – különös tekintettel 2007 novemberétől 2008 júliusáig – tartó időszakot.

*Blancheton–Jégourel* (2009) tanulmányában rendszerezi a szuverén vagyonalapok nyugati pénzintézetekbe eszközölt befektetéseit 2007–2008-ban. Megállapítható, hogy a nyugati pénzintézetek tőkeemelésében leginkább 7 ország alapjai vettek részt. A két legaktívabb ország Szingapúr és Katar volt. Szingapúr például – két alapja révén – a befektetések teljes összegének 36 százalékát kitevő nagyságú tőkét juttatott a fejlett világ megrendült pénzintézetei számára (1. ábra).

1. ábra

### A pénzintézeteknek nyújtott tőke országok szerinti eredete, 2007–2008 (az egyes országok alapjai által nyújtott tőke/összesen nyújtott tőke)



Forrás: Blancheton–Jégourel (2009:7)

<sup>1</sup> Blancheton–Jégourel (2009) felhívja arra a figyelmet, hogy előfordulhatnak olyan műveletek, melyeket nem hoztak nyilvánosságra, így valószínű tehát, hogy a 83 milliárd dollár egy alulbecsült adat.

Érdekes, hogy a befektetések célpontjai a legtöbb esetben amerikai, brit, illetve svájci pénzügyintézetek voltak. A német, francia, spanyol vagy olasz bankok kimaradtak a szuverén vagyonalapok „bevásárlásaiból”, pedig ezen európai bankoknak is szükségük lett volna alaptőke-emelésre. Felmerül a kérdés, hogy a vagyonalapok talán tudatosan a célozták-e meg a legjövődelmesebb nyugati pénzügyintézeteket? Az efféle stratégia ugyanis inkább a vagyonalapok opportunistá viselkedéséről tanúskodik, s elsősorban nem egyfajta nemzetközi bankrendszert megváltó elhatározás húzódik meg mögötte. Az alapok motivációjától eltekintve azonban kijelenthetjük, hogy szerepvállalásukra mindenképpen szükség volt, s annak stabilizáló hatása egyértelmű (*Blancheton–Jégourel 2009*).

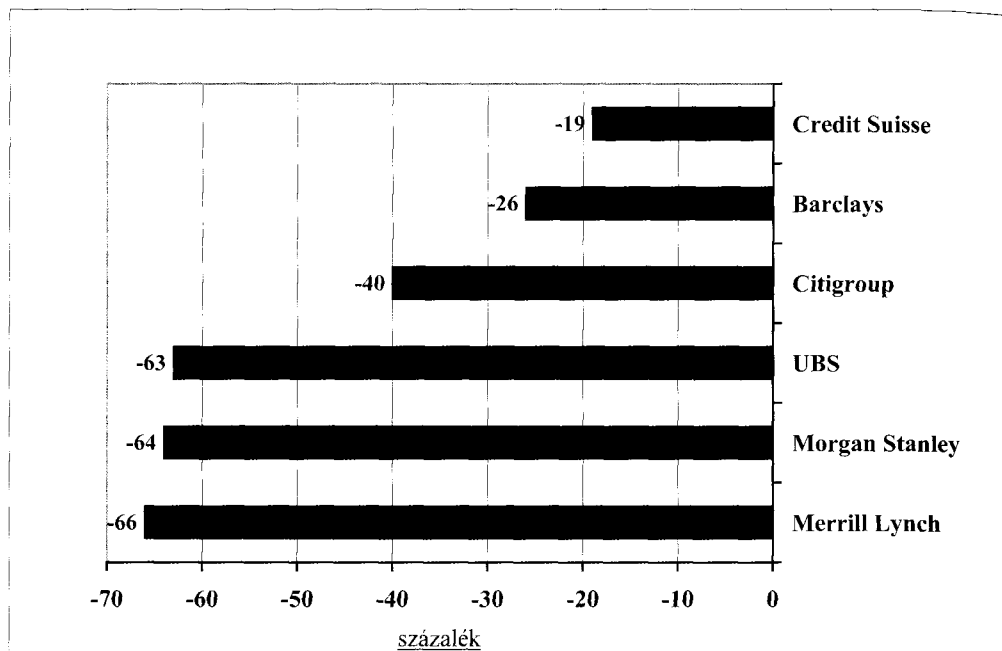
Habár – ahogy arról már szó esett korábban – a pénzügyintézetekbe történő befektetések kezdeményezői nem feltétlenül a vagyonalapok voltak, azért az a tény, hogy ilyen komoly részt vállaltak a likviditáshiány betöltésében, arról tanúskodik, hogy nekik is érdekükben állt efféleképpen cselekedni. Vegyük tehát sorra azokat a tényezőket, amelyek hozzájárultak ahhoz, hogy a válság idején a pénzügyi szektorba irányuló befektetések ilyen kiemelkedő szerepet kaptak (*Deutsche Bank Research 2008:9*):

- Eltekintve a válság kapcsán felmerült piaci körülményektől, a pénzügyi szektor sokáig vonzó befektetési célpontot jelentett. 2006-ban az amerikai bankok részvényeinek hozama átlagosan 12,3% volt, míg az EU-25 országaiban 16,9%. Még a válság kezdeti kibontakozásakor is úgy vélték, hogy a legnagyobb bankok közép- és hosszú távon jelentős növekedési potenciállal rendelkeznek.
- A pénzügyi „zürzavar” kedvező – habár meglehetősen volatilis – körülményeket teremtett a vagyonalapok számára, ugyanis a bankok és pénzügyintézetek részvényeinek árai 2007 közepétől jelentős mértékben csökkentek, így relatíve olcsó befektetésekké váltak.
- Ha stratégiai oldalról közelítünk, azt mondhatjuk, hogy a nagy, jó hírnevű pénzügyintézetekben történő részesedésszerzés mindenképpen előnyt jelenthet a későbbiekben. A befektetés akár jó alapul szolgálhat egy szorosabb üzleti kapcsolat kialakulásához, amely kedvező lehet mind a vagyonalap országának bankszektora, mind ipara számára.
- Végül pedig a válság hatásainak enyhítésében való aktív közreműködés kifejezetten jó színben tüntette fel a szuverén vagyonalapokat, melyekkel – különösen a befektetéseik mögött meghúzódó szándékokkal – szemben a nyugati világ igen erős ellenérzéseket táplált.

A szuverén vagyonalapok befektetései ugyan enyhítették a likviditáshiányt, de nem oldották meg a problémát. A válság elmélyülésével több neves pénzügyintézetnek – mint például a Merrill Lynchnek vagy a Citigroupnak is – hatalmas veszteségeket kellett leírniuk. Ahogy a részvényárak tovább csökkentek, a nyugati bankokba való befektetések üteme is lassult, s nem egy kezdeményezés bukott meg. Például a koreai vagyonalap (*Korea Development Bank*) és a Lehman Brothers közötti tárgyalás is még a befektetési bank fizetéseképtelenné válása előtt meghiúsult. A bankvilág egyik legrégebbi és legmegbízhatóbbnak tartott pénzügyintézetének bedőlésével aztán 2008 őszén betetőzött a válság. Mint sok más befektető, a szuverén vagyonalapok is nagyot buktak a pénzügyintézetekbe eszközölt befektetéseiken. A 14. ábra mutatja a főbb nagybankok részvényárainak százalékos változását.

2. ábra

**A nyugati nagybankok részvényárainak százalékos változása**  
(az SWF-k által eszközölt befektetés időpontja és 2008. 10. 16. között)



Forrás: Deutsche Bank Research (2008:11)

A Nyugaton elszenvedett veszteségek következtében a szuverén vagyonalapok módosították befektetési stratégiájukat, s egyre inkább saját nemzeti projektjeik finanszírozására koncentrálnak. Persze nem állt le teljesen a Nyugat felé irányuló érdeklődés sem, példa erre a *Qatar Investment Authority* két nyugati bankba – Crédit Suisse és Barclays – történő 2008. végi befektetése. Bár az is igaz, hogy a közel-keleti alap magas pénzügyi követelményeket támasztott: piaci értékük alatt vásárolta meg a kötvényeket, és különösen kedvező kamatlábat harcolt ki magának (Szentkirályi 2008; Blancheton–Jégourel 2009).

### A transzparencia kérdése

A szuverén vagyonalapok irányítását, eszközállományát, stratégiáját illetően nincsen egységes, nyilvános közzétételt kötelezővé tevő intézmény. Sok esetben az intézményes rendelkezéseket, a befektetési stratégiákat, az elszámolási kötelezettségeire, valamint a működésre vonatkozó szabályokat nyilvánosan nem közlik az alapok. Habár az alapok egyértelműen fontos szerepet játszanak az adott nemzet gazdaságpolitikájának alakulásában, néha mégis nagyon nehéz megállapítani, hogyan is integrálódnak a gazdaságpolitikai keretrendszerbe, illetve milyen hatást gyakorolnak a makroökonómiai adatsorokra. A szuverén vagyonalapok tevékenysége jelentősen befolyásolhatja a soron következő generációk életét, a jövedelem eloszlását, a fogyasztói magatartást, a hazai megtakarítást, s

ilyen módon fontos lenne, hogy kellő ismerettel rendelkezünk működésükről. Információ hiányában akár az is könnyen előfordulhat, hogy a gazdaságpolitikusok, valamint egyéb piaci szereplők téves következtetéseket vonnak le egy adott ország gazdasági teljesítményéről, különösen, ha olyan nagy alapokról van szó, mint az *Abu Dhabi Investment Authority*, mely több mint 600 milliárd dollárnyi eszközállománnyal rendelkezik. Jelenleg az állami vagyonalapokról szóló statisztikák meglehetősen hiányosak. Bizonyos országok, mint Norvégia vagy Kanada esetében efféle problémák nem merülnek fel. Ezen alapok a transzparens működés példaképei, amelyek rendszeresen részletes jelentésben számolnak be befektetéseikről (IMF 2008).

A Carl Linaburg és Michael Maduell által a Sovereign Wealth Fund Institute intézetnél kifejlesztett *Linaburg-Maduell transzparencia index* lehetővé teszi, hogy a szuverén vagyonalapokat a transzparencia függvényében rangsoroljuk. A mutatószám tíz alapelvre épül, melyek mindegyike a transzparens viselkedés egy-egy ismervét jelenti. Minden egyes ilyen alapelv, annak teljesítése esetén 1-1 pontot ér, így az index maximális értéke 10. Ahhoz hogy a *Sovereign Wealth Fund Institute* megfelelően transzparensnek minősítsen egy alapot, 8 pontot kell elérni. A besorolás változhat, ha egy alap a működését illetően újabb információkat bocsát ki. Jelenleg Norvégia nyugdíjalapját (*Government Pension Fund-Global*) tartják a „legtisztább” alapnak a befektetési szándékokat, valamint a transzparens működést illetően, így az index megalkotásakor, az alapelvek felállításakor ezt az alapot vették figyelembe.

Az alacsony értékkel rendelkező alapok befektetéseivel kapcsolatban méltán merülnek fel aggodalmak, különösen akkor, ha a részesedésszerzés mögött nemcsak gazdasági, hanem politikai, stratégiai célok is megbújni látszanak. Megemlítve néhányat a nagyon „titokzatosnak” vélt alapok közül (indexértékeikkel együtt), ilyenek például a következők: Abu Dhabi Investment Authority, Egyesült Arab Emírségek (3); State Administration of Foreign Exchange, Kína (2); Revenue Regulation Fund, Algéria (1).

Ezzel szemben a méretüket, hozamukat, portfóliójukat illetően részletes információkat közlétező alapok befektetéseit a vállalatok szívesebben fogadják, s kevésbé gyanakvóak. A transzparens működés néhány példaképe: Government Pension Fund-Global, Norvégia (10); Temasek Holdings, Szingapúr (10); Alaska Permanent Fund, Egyesült Államok (10).

3. ábra

### A Linaburg–Maduell-transzparenciaindex alapelvei

1. Az alap információkat közöl a történetét illetően, beleértve a megalapítás célját, a vagyon eredetét és tulajdonosi struktúráját.
2. Az alap rendszeresen közöl független könyvvizsgáló által felülvizsgált éves beszámolót.
3. Az alap közli a különböző cégekben vállalt részesedésének százalékos értékét, illetve részesedéseinek földrajzi helyét.
4. Az alap közli teljes portfóliójának piaci értékét, hozamát, valamint információt biztosít a menedzsment díjazását illetően.
5. Az alap irányelveket állít fel az erkölcsi, etikai szabványokat, befektetési politikát illetően, valamint ezeket érvényre is juttatja.
6. Az alap világos stratégiával és célokkal rendelkezik.

7. Ha szükséges, az alap kiegészítő információt közöl, valamint világosan azonosítja a tulajdonában levő vállalkozásokat és kapcsolatait.
8. Ha szükséges, az alap bemutatja a külső alapkezelőket.
9. Az alap saját, önálló internetes oldalt működtet.
10. Az alap közli székhelyének címét, illetve egyéb, a kapcsolatfelvételt lehetővé tevő információt, mint például telefon- és faxszámot.

Forrás: Sovereign Wealth Fund Institute<sup>TM2</sup>

Vajon mitől függ az, hogy egy alap mennyire transzparens? Egyes alapok miért közölnek több információt működésükről, mint mások? Első gondolatunk az, hogy nyilvánvalóan az alap menedzsmentje felelős azért, hogy milyen jellegű kommunikáció valósul meg az alap és a külvilág között. Azonban tudjuk, hogy a menedzsment általában csak az „ügynök” szerepét tölti be, ki tehát a „megbízó”? A megbízó, azaz a tulajdonos a vagyonalapok esetében pedig mindig az állam. Így a transzparencia kérdése visszavezethető egészen odáig, hogy milyen az állam intézményrendszere. Ez utóbbi vajon támogatja-e az információk nyilvános közzétételét, s fontos-e a kormány számára, hogy polgárainak elszámoljon az állam pénzével? Demokratikus berendezkedésű államoknál ez követelmény, amely a vagyon felelősségteljes kezelésére ösztönöz, s rendszeres számadást követel meg.

A 4. ábra az alapok működésének átláthatósága és a demokratikus intézmények fejlettsége közötti kapcsolatot mutatja. Mielőtt rátérnénk a kapott eredmény elemzésére, szölok néhány szót az ábra elkészítéséről. Két változónk van: a *transzparencia* és a *demokratikus intézmények fejlettsége*. A dolgozat elején található Sovereign Wealth Fund Institute rangsorában szereplő alapokkal dolgozunk... (hivatkozva az alábbi oldalra, ahol ez a rangsor megtalálható <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>), mégpedig úgy, hogy minden alaphoz a két változó egy-egy megfelelő értékét rendeljük hozzá. A transzparencia változó értéke minden alap esetében a fentebb említett rangsor (Sovereign Wealth Fund Rankings) utolsó oszlopában található Linaburg-Maduell transzparenciaindex, melyet egy 1-től 10-ig terjedő intervallumon értelmezünk. A *demokratikus intézmények fejlettsége* változó pedig a Worldwide Governance Indicator<sup>3</sup> egyik alindexének (*Voice and Accountability*, azaz „Hangadás és elszámoltathatóság”) megfelelő értéke, melyet a [-2,5;2,5] intervallumon értelmezünk. Ez az alindex tulajdonképpen a demokratikus intézmények fejlettségének fokát jelzi egy adott országban.

Láthatjuk, hogy a demokratikus berendezkedésű országok alapjainak transzparenciaindexé általában az 1-től 10-ig terjedő intervallum felső felében helyezkedik el. Ezzel ellentétben pedig a demokratikus intézmények fejlettségére alacsony pontot kapó országok alapjainak zöme a transzparens működést illetően is alacsony pontot ért el. Egyértelműen összefüggés fedezhető fel tehát az alapok működésének átláthatósága és a társadalmi berendezkedés

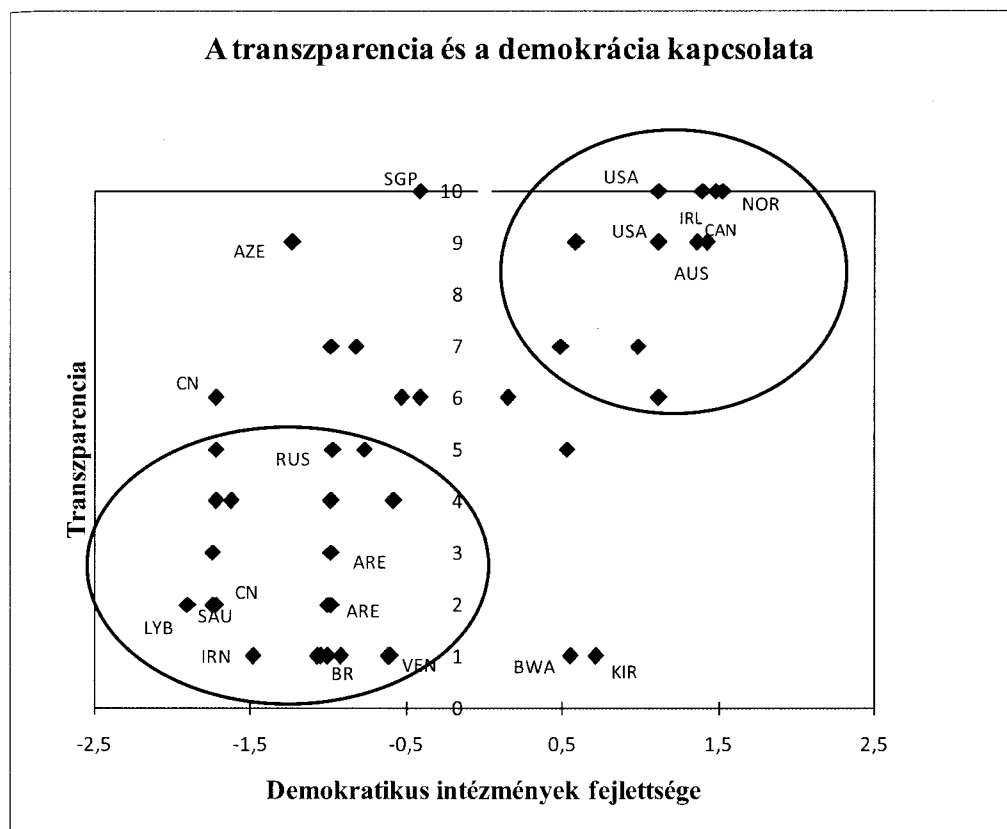
<sup>2</sup> <http://www.swfinstitute.org/research/transparencyindex.php>

<sup>3</sup> A Kaufmann, Kraay és Mastruzzi által kidolgozott Worldwide Governance Indicator mutatószám az egyes nemzetek kormányainak jellemzésére szolgál. A mutatószám hat alindexből épül fel, melyek mindegyike egy -2,5-től 2,5-ig terjedő skála tetszőleges értékét veheti fel. A magasabb érték jobb teljesítményt jelez. Az alindexek az egyes országok kormányzásának kulcsdimenzióit ragadják meg. Miután egy országot minden komponens szempontjából megvizsgálunk, össze-sítik a pontokat és a hat alindex átlaga egy aggregált értéket ad, amit a szerzők nyomán „KKM governance average”-nek nevezünk. A 6 alindex: (1) hangadás és elszámoltathatóság, (2) politikai stabilitás és erőszakmentesség, (3) a kormány hatékonysága, (4) a szabályozás minősége, (5) a törvény szabályozó ereje, (6) a korrupció kontrollálása (Aizenman-Glick 2008). A témáról bővebben lásd: Kaufmann et al (2009), <http://www.govindicators.org>.

között. Ez aggodalomra adhat okot, mivel ha az alapok befektetéseit illető információhiány gyenge demokratikus intézményrendszerrel párosul, akkor nagyobb az esélye annak, hogy az állam a vagyonalapját felhasználva stratégiai célokat érvényesítsen (Beck–Fidora 2008).

4. ábra

### A transzparencia és a demokrácia kapcsolata



Forrás: A Sovereign Wealth Fund Institute™ és a Worldbank adatai alapján<sup>4</sup>

### A szuverén vagyonalapok hatása a nemzetközi gazdasági és pénzügyi rendszerre

Láttuk tehát, hogy a szuverén vagyonalapok a pénzügyi piacok egyre aktívabb szereplői, így mindenképpen fontos kérdés, hogy milyen hatással vannak a nemzetközi gazdasági és pénzügyi rendszerre. Azt azonban szem előtt kell tartanunk, hogy habár méretük folyamatos növekedést mutat, eszközállományuk a nemzetközi pénzpiaci rendszerben található összes pénzügyi eszköz értékéhez viszonyítva egyelőre csekély<sup>5</sup>. A vagyonalapok tevékenységével

<sup>4</sup> <http://www.swfinstitute.org/funds.php>, <http://info.worldbank.org/governance/wgi/pdf/wgidataset.xls> Voice and Accountability alindex 2008-as értékei. Letöltve: 2009.c09.c15.

<sup>5</sup> Az International Financial Services London becslése szerint az intézményes befektetők összes eszközállománya a szu-

kapcsolatban felmerülő pozitív, illetve negatív hatások hozzájárulnak ugyan a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilizálásához vagy épp destabilizálásához, de a rendszer egészének működését azonban sok más egyéb tényező is befolyásolja.

A szakirodalom úgy véli, hogy a szuverén vagyonalapok egyfajta stabilitást biztosítanak a nemzetközi pénzügyi piacok számára, ugyanis olyan hosszú távon gondolkodó befektetőkről van szó, akik a rendelkezésükre álló likviditással jelentős pénzügyi forrást tudnak biztosítani szükség esetén. Mivel rendszerint nem folyamodnak leverage használatához, a piaci trendek nem befolyásolják olyan közvetlenül őket. Recesszió idején – a befektetők nagy többségével ellentétben – nem kényszerülnek befektetéseik visszaszorítására a megfelelő likviditás hiányában. Így a piaci mélypontok idején befektetéseikkel segíthetik a körülmények stabilizálását. A 2007–2008-as pénzügyi válság kapcsán is láthattuk, hogy jelentős szerepet játszottak a sokkhatások enyhítésében, a likviditáshiány betöltésében (Gieve 2008).

További pozitívumként említhető, hogy a vagyonalapok komoly érdeklődést mutatnak a feltörekvő piacok iránt, s ezzel a magatartással nagyban elősegítik a fejlődő országok globális pénzügyi rendszerbe, valamint világgazdasági kapcsolatrendszerekbe történő integrációját, tőzsdéik megerősödését (Balin 2008).

A vagyonalapok befektetési stratégiáját napjainkban a széles körű diverzifikáció jellemzi. Portfóliójukban egyre inkább csökken a kisebb kockázatú, alacsonyabb hozamú állampapírok részaránya, ugyanakkor egyre gyakrabban fektetnek be különböző kockázatosabb eszközosztályokba. Ha a korábban az állampapírpiacokon befektetett pénzekkel most a részvénytőzsdéken lépnek fel, úgy a világ részvénytőzsdéinek likviditása növekedni fog. A tőzsdéken jegyzett vállalatok részvényei iránti kereslet nagyobb lesz, ami magasabb árakat von maga után. A szuverén vagyonalapok nagyobb kockázatvállalási hajlandósága különösen kedvező lesz a kockázatosabb cégek számára, melyek így könnyebben jutnak majd finanszírozási forráshoz. Ezzel szemben a kevésbé kockázatos vállalatok, állami szervek számára némiképp megnehezedik a forrásszerzést (Balin 2008).

Ugyanakkor, ha a nagyobb hozam reményében egyre több piaci szereplő eszközöl kockázatos befektetéseket, akkor az egységnyi kockázatos befektetésre jutó hozam csökkenni fog, így a részvények kockázati prémiuma<sup>6</sup> is kisebb lesz. A Morgan Stanley becslése alapján a szuverén vagyonalapok térnyerésével a részvények kockázati prémiuma 80–110 bázisponttal csökken az elkövetkezendő tíz évben. Mindezzel párhuzamosan, ahogyan az államkötvények iránti kereslet csökken, úgy nő majd azok hozama (De Nederlandsche Bank 2008:19).

A szuverén vagyonalapok térnyerésében a nyersanyagárak növekedése, illetve a világgazdaságban kialakuló nagy gazdasági egyenlőtlenségek jelentős szerepet játszanak. Gieve (2008) kiemeli, hogy a vagyonalapok a gazdasági rendszer kiegyensúlyozatlanságának eredményei, ugyanakkor az egyensúly helyreállítói is egyben. Az alapok azon döntése ugyanis, hogy az olcsó megtérülésű – főleg amerikai – államkötvények helyett egyéb jövedelmezőbb befektetési lehetőség után néznek, annak a kifejeződése, hogy ezek a feltörekvő gazdaságok nem kívánják tovább finanszírozni a fejlett országok fizetésimérleg-hiányát. Az államkötvények iránti kereslet csökkenésével a kamatlábak emelkednek, ami

verén vagyonalapokkal együtt 70,3 billió dollár. A szuverén vagyonalapok kezelése alatt álló 3,9 billió dollár ennek csak 5,5 százalékát képviseli (Maslakovic 2009:1).

<sup>6</sup> A kockázati prémium a részvény várható hozama és a kockázatmentes hozam (az állampapír hozama) közötti különbség



az iparosodott országok nemzeti valutájának leértékelődéséhez vezet. A megemelkedett kamatláb drágábbá teszi az államkötvényt kibocsátó gazdaság számára a külső finanszírozás lehetőségét, a leértékelődött valuta pedig megdrágítja az importot. Ez összességében a megnövekedett hazai kereslet csökkentésére ösztönzi az érintett deficitese gazdaságot, s így a folyamat a globális gazdasági egyensúlytalanságok feloldásához vezet. Az egyensúlyhoz azonban az is szükséges, hogy a másik oldalon a többlettel rendelkező államok növeljék a hazai keresletet, s kicsit rugalmasabb árfolyampolitikát folytassanak.

Ezen pozitív makroökonómiai hatásokkal szemben azonban néhányan úgy vélik, hogy a vagyonalapok, még ha csak átmeneti jelleggel is, de meg tudják zavarni a pénzügyi rendszer stabilitását. Ennek a gyökere pedig a transzparencia hiányára vezethető vissza. Ahogy azt már láttuk, a vagyonalapok befektetési stratégiái általában nem ismertek. Márpedig ha valamit nem tudunk bizonyossággal, akkor kalkulációkkal dolgozunk. A piaci szereplőknek a szuverén alapokra vonatkozó helytelen várakozásai nyomán azonban számos kedvezőtlen hatás jelentkezhethet, például az ún. *mispericing*, azaz a téves ármegállapítás. A piac volatilitását fokozhatják ezenkívül a piaci szereplők bizonytalan információkon nyugvó reakciói. Ha például úgy vélik, hogy egy vagyonalap egy bizonyos szektorban részesedést akar szerezni, a következmény könnyen az lehet, hogy az ezen szektorban levő vállalatok részvényeinek ára megemelkedik. És ha az előbbi intuíció nem igazolódik be, az árak gyorsan összeomlanak. Az ilyenféle kockázatokat csakis egy nagyobb fokú transzparenciával védhetjük ki (*De Nederlandsche Bank* 2008).

A tevékenységükkel kapcsolatban felmerülő aggodalmak másik része politikai színezetű. Sokan úgy vélik, hogy a szuverén vagyonalapok befektetései mögött nem kizárólag csak a vagyonomaximalizálás – mint gazdasági cél – húzódik meg, hanem esetenként politikai megfontolások is megbújnak. Növekvő térnyerésük félelmet kelt, ha arra gondolunk, hogy piaci erejüket stratégiai célokra, politikai befolyásszerzésre is felhasználhatják, amely egyúttal még nagyobb bizonytalanságot szülne az egyébként sem túl stabil pénzügyi rendszerben. Nem is beszélve arról, hogy ilyen fajta viselkedésükkel könnyen protekcionista intézkedéseket<sup>7</sup> válthatnak ki a befektetéseik célszágait jelentő gazdaságokban, mely a nemzetközi áru- és szolgáltatás-kereskedelmet is negatívan érintené. A stratégiai fontosságú iparágak, illetve vállalatok szuverén vagyonalapok felvásárlásaival szembeni védelme jogos, amikor a külföldi befektető tevékenysége veszélyezteti a nemzetbiztonságot vagy káros hatással van a hazai versenyre. Egyes országokban a protekcionista viselkedés antiglobalizációs eszmékkel is párosul. Ugyanitt meg kell jegyeznünk, hogy pozitívan értékeljük mindazon alapok tevékenységét, melyek befektetései során tisztán csak gazdasági szempontok érvényesülnek, mivel ezek az alapok racionális döntéseikkel globális szinten javítják a források allokációját (*Aizenman–Glick* 2008; *Lyons* 2007).

A szuverén vagyonalapok jelenléte és erősödése tulajdonképpen a nemzetközi gazdasági és pénzügyi kapcsolatokat érintő két forradalmi változásra hívja fel a figyelmünket. Egyfelől egy nagymértékű nemzetközi vagyonátrendeződésnek vagyunk szemtanúi. Míg korábban a nemzetközi pénzügyek területén az iparosodott, fejlett gazdaságoknak – mint például

<sup>7</sup> Például a Dubai Ports Worldnek le kellett mondania arról, hogy felvásárolja a P&O kikötő- és hajózási vállalat amerikai kikötőit, mivel nemzetvédelmi szempontból az amerikai kongresszus nem tartotta biztonságosnak. Ezenkívül az állami tulajdonú kínai olajtársaság CNCCO (China National Offshore Oil Corporation) azon szándéka is megbukott 2005-ben, hogy felvásárolja az Egyesült Államok kilencedik legnagyobb kőolaj- és földgáztermelő vállalatát, az Unocalt. (*Lyons* 2007, *Foxnews.com*: China's Unocal Bid Raises Political Red Flags <http://www.foxnews.com/story/0,2933,160656,00.html> Letöltve: 2009. 09. 13.)

az Egyesült Államoknak – volt meghatározó szerepe, addig napjainkban egyre inkább a feltörekvő országok befolyása jellemző. Másfelől pedig a szuverén vagyonalapok térnyerésével erősödni látszik a vagyon magánkézből állami kézbe való áramlásának tendenciája. Ugyanis ezek az állami irányítás alatt levő intézmények a magánbefektetők vagyonát vásárolják meg. A különböző magánszektorbeli vállalatokban pozíciót szerezve gyakorlatilag részben államosítják azokat. A szuverén vagyonalapokon keresztül történő állami beavatkozás a szabadpiaci verseny torzításához, valamint az egyéni jólét maximalizálásának elvén nyugvó liberális piacgazdaság egyensúlyának megbomlásához vezethet. Ez a vagyonátrendeződés gyakorlatilag egy újfajta államkapitalizmus kialakulásának irányába mutat (Truman 2008; Losoncz 2008b).

### A nemzetközi fórumok új napirendi pontja

Az utóbbi években a nemzetközi fórumokon rendszerint napirenden szereplő téma a szuverén vagyonalapokat érintő szabályozás, az átláthatóság és a megbízhatóság fokozása. Fontos, hogy a nemzetközi piacok szereplői, valamint az érintettek biztosítva legyenek afelől, hogy a szuverén vagyonalapokat illetően gondosan kidolgozott szabályozások vannak érvényben, s hogy a befektetések mögött gazdasági, nem pedig politikai megfontolások állnak. A Nemzetközi Valutaalap és a Világbank 2007. október 19-én tartott éves gyűlése során a G7 országok pénzügyminiszterei a nemzetközi szervezetek – nevezetesen a Nemzetközi Valutaalap és az OECD – aktív közreműködését kérték a vagyonalapokat érintő nemzetközi politikák kidolgozásában (Demarolle–Johanet 2008; Losoncz 2008b).

#### *Nemzetközi Valutaalap – A nemzeti vagyonalapokra vonatkozó magatartási kódex*

A Nemzetközi Valutaalap támogatásával 2008. április 30-án létrejött a szuverén vagyonalapokkal foglalkozó nemzetközi munkacsoport (International Working Group of Sovereign Wealth Funds – IWG), melynek működésében a Nemzetközi Valutaalapon kívül 23 szuverén vagyonalap-tulajdonos ország is részt vett. A kezdeményezés célja egy globális magatartási kódex kidolgozása volt, mely irányelveket fogalmaz meg a szuverén vagyonalapok számára. Az ún. *Általánosan Elfogadott Elvek és Gyakorlatok*<sup>8</sup> – melyet 2008. október 11-én hoztak nyilvánosságra – a transzparenszműködést, valamint a szuverén vagyonalapok és a fogadó országok közötti együttműködést hivatott elősegíteni. A magatartási kódex 24 önkéntes alapon követendő alapelveket tartalmaz, melyek olyan területeket érintenek, mint az alapok irányítási/intézményi struktúrája, a kockázatkezelés, az információk átláthatósága/közzététele, valamint az elszámoltathatóság. A dokumentum az elvek mögött meghúzódó célokat is magyarázza, valamint a szuverén vagyonalapok legjobb gyakorlatait gyűjti össze, példákat hozva fel az egyes elvek alkalmazására. Az alapelvek felállításakor a következő négy fő cél érvényre juttatását szorgalmazták (IWG 2008:4):

1. Stabil nemzetközi pénzügyi rendszer, valamint nyitott befektetői környezet fenntartása.
2. A befektetés célországaiában érvényben levő szabályozói előírásoknak való megfelelés.
3. A befektetés gazdasági és pénzügyi megfontolásokon nyugodjon, a kockázat és hozamszempontok figyelembevételével.

<sup>8</sup> Generally Accepted Principles and Practices for SWFs (GAPP), rövidebb elnevezésén Santiago Principles

4. A szuverén vagyonalap transzparens és stabil szervezeti felépítésének biztosítása, amely gondoskodik a működés ellenőrzéséről, a kockázatkezelésről, valamint a beszámolási kötelezettségről.

A magatartási kódex egyrészt támpontot nyújt az újonnan alakuló vagyonalapoknak tevékenységüket illetően, másrészt elősegíti, hogy szélesebb körben elfogadottá és megbízhatóvá váljon a szuverén vagyonalapok működése. Ezáltal nagyban hozzájárulhat a protekcionista intézkedések megakadályozásához, valamint a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzéséhez. Az önkéntes jelleg ellenére a GAPP-alapelvek nagy előrelépést jelentenek. A Nemzetközi Valutaalap ahelyett, hogy egyoldalúan állított volna fel szabályokat ezen állami befektetőkre vonatkozóan, bevonta őket a munkacsoportba, megadva ezáltal a lehetőséget, hogy az alapok maguk is részt vegyenek az őket érintő politika kialakításában. Az alapelvek elkészítésében az OECD, a Világbank és az Európai Unió is érintettek voltak (*Deutsche Bank Research 2008; Hammer et al 2008*).

### *OECD – A külföldi befektetéseket fogadó országok legjobb gyakorlatai*

A külföldi tőkebeáramlást és befektetéseket illetően minden országnak megvannak a saját szabályozásai, legyen az mennyiségi vagy minőségi korlátozás, valamilyen tőkebeáramlást ellenőrző mechanizmus, vagy akár a külföldi tőke közvetlen kitiltása a gazdaságból. Nagyon sok országban a külföldi befektetők magas belépési korlátokkal szembesülnek, amely az értékes tőkéhez, ismerethez való hozzájutást gyakran megakadályozza, s a növekedési lehetőségek határán belülre kényszeríti a nemzetgazdaságot. Az ilyenfajta megszorítások gyakran politikai megfontolások eredményei, melyek a gazdasági racionalitást, valamint a külföldi befektetőket háttérbe szorítják. A szuverén vagyonalapok befektetéseinek átláthatatlansága, kiszámíthatatlansága is sok esetben óvatosságra, protekcionista viselkedésre készíti a fogadó országokat. Nehezíti a szabad befektetői légkör biztosítását, hogy nincsen nemzetközileg elfogadott megállapodás, amely iránymutatást adna a nemzeti kormányoknak a külföldi befektetésekkel szembeni korlátok megfelelő alkalmazását, illetve lebontását illetően (*Deutsche Bank Research 2008*).

2007 őszén a G7 arra kérte fel a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezetet<sup>9</sup>, hogy a nyílt befektetői környezet biztosítása és fenntartása érdekében határozza meg a szuverén vagyonalapok befektetéseinek fogadásával szembeni legjobb gyakorlatokat, alapelveket. Mivel az OECD már régebb óta foglalkozik a külföldi befektetésekkel kapcsolatos korlátozások, valamint a protekcionizmus problémájával, a megbízás lényegében a kérdéskör szuverén vagyonalapokra való kiterjesztését jelenti a szervezet számára.<sup>10</sup> Válaszként az OECD Investment Committee (Befektetésekért Felelős Bizottság) 2008 áprilisában egy előzetes jelentést tett közzé „*Szuverén Vagyonlapok és a fogadó országok politikái*” címmel (*Sovereign Wealth Funds and Receptient Country Policies*).

<sup>9</sup> Organization for Economic Co-operation and Development, a továbbiakban OECD

<sup>10</sup> Az OECD ezt a kérdést a már folyamatban levő „Freedom of Investment, National Security and »Strategic« Industries” (Befektetési szabadság, Nemzeti biztonság és Stratégiai iparágak) projekt szerves részeként kezeli. Az OECD Investment Committee 2006-ban indította el ezt a kezdeményezést, melynek célja, hogy nemzetközi szinten, kormányközi fórumokon véleményserére adjon lehetőséget azt illetően, hogy a nemzetgazdaságok kormányai hogyan tudják összehangolni a nyílt befektetési környezet megteremtését és fenntartását, valamint a külföldi befektetésekkel szembeni nemzetbiztonsági megfontolásokat, tőkekorlátozásokat, különös tekintettel a stratégiai iparágakban (OECD [2008a]).

Ezzel útmutatást kívánnak nyújtani a fogadó országok kormányainak abban, hogy milyen politikát alkalmazzanak a szuverén vagyonalapok befektetéseivel szemben. Az OECD célja, hogy a fogadó országok csak a nemzetgazdaság védelme érdekében valóban szükséges protekcionista intézkedéseket hozhák meg, elkerülve a felesleges vagy a befektetéshez képest aránytalan mértékű korlátozásokat. A munkában részt vett a 30 OECD-tagország, 14 nem OECD-tag, akik csatlakoztak a projekthez, valamint az Európai Bizottság. Ezenkívül az üzleti, társadalmi élet különböző szereplőivel és a vagyonalapokkal folytatott konzultációk is nagyban hozzájárultak az eredményességhez (OECD 2008b).

A jelentésben a bizottság kiemelte a vagyonalapok befektetéseinek előnyeit mind a hazai gazdaságra, a fogadó ország gazdaságára, valamint a nemzetközi pénzügyi rendszerre nézve, s megerősítette, hogy a már eddig érvényben levő eszközök alkalmasak arra, hogy a szervezet támogassa a fogadó országokat a szuverén vagyonalapokkal kapcsolatos kihívások kezelését illetően. A külföldi befektetőkkel való igazságos bánásmód érdekében a projekt résztvevői egyetértettek abban, hogy az alábbi alapelveket minden tagállamnak tisztelnie kell a külföldi befektetések szabályozásakor (OECD 2008b:5):

- *diszkriminációmentesség*: a hasonló befektetőket hasonló módon kell kezelni,
- *transzparencia és kiszámíthatóság*: a korlátozásokról szóló információkat elérhetővé, valamint a lehető legátláthatóbbá kell tenni,
- *arányosság*: a befektetéseket érintő korlátozások mértéke nem lehet nagyobb annál, mint ami a nemzetbiztonsági érdekek megvédéséhez szükséges,
- *elszámoltathatóság*.

A bizottság feladata tehát, hogy ezeket az elveket érvényre juttassa a szuverén vagyonalapokat illetően is, valamint hogy minden alapelvre vonatkozóan kidolgozza a legjobb gyakorlatot. A felállított keretrendszer mind az alaptulajdonos-, mind a fogadó országok számára kölcsönösen előnyös szituációt teremthet, ahol a vagyonalapok a fogadó országok piacain igazságos bánásmódban részesülnek, s bizalmat szavazva nekik kevésbé szembesülnek protekcionista intézkedésekkel. A projekt zárójelentését 2009 márciusában publikálták.<sup>11</sup>

### *A szuverén vagyonalapokkal kapcsolatos európai uniós politika*

A szuverén vagyonalapok térnyerésével, befektetéseikkel, s azok motivációival kapcsolatos aggodalmak az Európai Unió országaiban is felszínre kerültek az utóbbi években. Attól tartanak ugyanis, hogy ezek az állami tulajdonban levő alapok politikai befolyásszerzésre használják majd fel megerősödött gazdasági hatalmukat. Az esetleges stratégiai célú befektetések kivédése érdekében több ország saját politikai válaszlépés érvénybe léptetésén gondolkodik. A tagországok közül különösen bizalmatlan Franciaország, valamint Németország, mely utóbbi például törvényi eszközökkel próbálja megvédeni ipari-technológiai vállalatait az unión kívüli külföldi befektetők felvásárlásaitól. A tagállamok egyéni, eltérő reakciói azonban könnyen az egységes piac töredezettségéhez vezethetnek. Az Európai Unió, melynek egyik alapelve a tőkeáramlás szabadsága melletti elkötelezettség, a továbbiakban is biztosítani kívánja piacai nyitottságát (Csabai 2008; Európai Bizottság 2008b).

<sup>11</sup> OECD [2009]: *Building Trust and Confidence in International Investment. Report by countries participating in the „Freedom of Investment” process*. OECD, March 2009. <http://www.oecd.org/dataoecd/18/47/42446942.pdf> Letöltve: 2009.09.17.

Az Európai Bizottság elnöke, José Manuel Barroso kijelentése szerint: „Európának a jövőben is nyitottnak kell maradnia a külföldi befektetések előtt. A nemzeti vagyonalapok nem mumusok: új tőkét hoznak és hozzájárulnak a pénzügyi piacok stabilitásához. Olyan megbízható, hosszú távú befektetéseket kínálhatnak, amelyekre vállalatainknak szükségük van” (*Európai Bizottság 2008a:1*).

Ugyanakkor az Európai Unió is azon az állásponton van, hogy az alapok működésének átláthatóságát, kiszámíthatóságát mindenképpen javítani kell, ha el akarjuk kerülni a piaci szereplők protekcionista intézkedéseit. A bizottság 2008 februárjában a szuverén vagyonalapokra vonatkozóan egy közös uniós megközelítés érvényre juttatását javasolta. Ezen közös politika szükségességét az Európai Közösségek Bizottsága több okból is indokoltan s a nemzeti szintű intézkedéseknél előnyösebbnek tartja (*Európai Bizottság 2008b*):

- Mivel a nemzeti vagyonalapokkal kapcsolatban felmerülő problémák minden nemzetgazdaságot egyaránt érintenek, ezért nemzetközi szinten történő kezelésük minden ország számára kedvező.
- A közös fellépés további előnye, hogy egyfajta biztonságot teremthet a szuverén vagyonalapok esetleges stratégiai célú befektetéseivel szemben.
- A kihívások kezelésére alkalmazott módszerek egységessége a szuverén vagyonalapok számára is egyértelművé teszi, hogy befektetési döntéseik meghozatalakor mire fordítsák figyelmüket.
- A belső piac megfelelő működésének és egységének fenntartása csak úgy valósulhat meg, ha az összehangolatlan nemzeti szintű intézkedések helyett közös megoldással áll elő az Európai Unió.
- Az unió azon kereskedelempolitikai célját, hogy megnyissák a harmadik országok piacait az uniós befektetők előtt, nagyban megnehezítené, ha a közös fellépés helyett belső, nemzeti szintű korlátozásokat állítanának fel a szuverén vagyonalapok befektetéseivel szemben.

## Összefoglalás

A szuverén vagyonalapok gazdasági válság során tanúsított szerepvállalásai egyértelműen stabilizáló hatásúak voltak a nemzetközi pénzügyi rendszer szempontjából. Segítséget nyújtó magatartásuk sokat javított megítélésükön, sokan a pénzügyi rendszer megmentőiként üdvözölték őket. Míg imázsuk pozitív irányba mozdult, a romló piaci helyzet következtében a 2008-as év hatalmas veszteségekkel zárult a szuverén vagyonalapok számára. Jóllehet a világgazdasági visszaesés ideje alatt inkább a saját országuk gazdaságának felélesztésére fektették a hangsúlyt, a szuverén vagyonalapok továbbra is a határokon átnyúló vállalatfelvásárlások, részvénytapi tranzakciók aktív szereplői maradtak. Egyre több vállalatnak van szüksége friss tőkére, a szuverén vagyonalapok pedig készen állnak a befektetésre. Ezek a közel-, távol-keleti, valamint norvég befektetők már korántsem keltenek olyan félelmet a nyugati országokban, mint akár csak egy évvel ezelőtt (*Bayart 2009*). A transzparenencia hiánya továbbra is megoldandó probléma, de úgy tűnik, hogy a nemzetközi szinten tett lépéseknek köszönhetően a kapitalista világ lassan megbarátkozik az állami vagyonalapok befektetéseivel. Habár a nemzeti vagyonalapok közül többen is

kinyilatkoztatták, hogy elkerülik a stratégiai pozíciók megszerzésével járó befektetéseket, továbbra sem árt az óvatosság, hiszen folyamatosan újabb alapok jönnek létre. S ahol az állam jelen van, ott a gazdasági érdekek mellett a politikai érdekek is felbukkanhatnak.

Érdekes lehet az a kérdés, hogy vajon a magyar gazdaság számára milyen változásokat hoz majd a szuverén vagyonalapok térnyerése? Random Roger népszerű tőzsdei blogger így nyilatkozik: „Az országalapok áldásos tevékenységéből az olyan nagy költségvetési hiánnyal rendelkező országok is profitálhatnak, mint Új-Zéland, Törökország, Izland és Magyarország” (Csabai 2008:106). Annyi biztos, hogy a szuverén vagyonalapok jelentős mértékű finanszírozási forrást tudnak biztosítani, amire hazánkban is nagy szüksége lenne. Egyelőre azonban úgy tűnik, hogy Magyarország még nem tartozik a vagyonalapok legfőbb befektetési célpontjai közé. Nem kizárt azonban, hogy hamarosan itt is egyre gyakrabban hallunk majd ezekről a friss tőkével rendelkező, állami irányítású befektetési alapokról.

### Hivatkozások

- Aizenman, J. – Glick, R. (2008): *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance*. Federal Reserve Bank of San Francisco. Working Paper Series. December 2008. Working Paper 2008–33. <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-33bk.pdf> Letöltve: 2009. 04. 22.
- Balin, B. J. (2008): *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. The Johns Hopkins University School of Advanced International Studies (SAIS), Washington DC 20036, USA. 21 March 2008. <https://jscholarship.library.jhu.edu/bitstream/handle/1774.2/32826/Sovereign%20Wealth%20Funds%20A%20Critical%20Analysis%20032008.pdf?sequence=3> Letöltve: 2009. 03. 15.
- Beck, R. – Fidora, M. (2008): *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*. European Central Bank, Occasional Paper Series. No. 91. July 2008. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf> Letöltve: 2009. 03. 15.
- Blancheton, B. – Jégourel, Y. (2009): *Les fonds souverains: un nouveau mode de régulation du capitalisme financier?* Revue de la régulation (En ligne), No. 5./ 1er semestre 2009, mis en ligne le 11 juin 2009. URL: <http://regulation.revues.org/index7500.html> Letöltve: 2009. 08. 13.
- Csabai Károly (2008): *Külföldi állami vagyonalapok: Intim szféra*. HVG, 2008. február 16. (30. évf.) 7.(1499.) sz. 105–106. o.
- Demarolle, A. – Johanet, H. (2008): *Rapport sur les Fonds Souverains*. La Documentation française. Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi. Paris, mai 2008. Letöltve: 2009.09.19. <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000299/0000.pdf>
- De Nederlandsche Bank Quarterly Bulletin. (2008): *Une menace pour la stabilité financière?* In: Problèmes économiques [2008], le 2 juillet 2008. No. 2.951., 16.
- Deutsche Bank Research (2008): *SWFs and foreign investment policies – un update*. Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main. 22 October 2008. [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD000000000232851.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000232851.pdf) Letöltve: 2009. 08. 23.
- Európai Bizottság (2008a): *A bizottság a nemzeti vagyonalapokról és a pénzügyi stabilitásról szóló javaslatokat terjeszt az Európai Tanács elé*. Europa Press Releases. Brüsszel, 2008. 02. 27. IP/08/313. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/313&format=HTML&aged=1&language=HU&guiLanguage=en> Letöltve: 2009. 09. 19.
- Európai Bizottság (2008b): *A bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak, valamint a Régiók Bizottságának – A nemzeti vagyonalapokra vonatkozó közös európai megközelítés*. Az Európai Községek Bizottsága. Brüsszel, 2008. 02. 27. /\* COM/2008/0115 végleges \*/ <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52008DC0115:HU:NOT> Letöltve: 2009. 09. 17.
- Gieve, J. (2008): *Sovereign wealth funds and global imbalances*. BIS Review 31/2008. Sovereign Wealth Management Conference, London, 14 March 2008. <http://www.bis.org/review/r080319d.pdf> Letöltve: 2009. 08. 16.

- Hammer, C. – Kunzel, P. – Petrova, I. (2008): *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*. International Monetary Fund Working Paper. WP/08/254. November 2008. Letöltve: 2009. 08. 13. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1316722#](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1316722#)
- IMF (2008): *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*. International Monetary Fund. 29 February 2008. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> Letöltve: 2009. 04. 06.
- IWG (2008): *Sovereign Wealth Funds. Generally Accepted Principles and Practices. „Santiago Principles”*. International Working Group of Sovereign Wealth Funds. October 2008. <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf> Letöltve: 2009. 04. 25.
- Losoncz Miklós (2008a): *Az amerikai hitelválság és világgazdasági következményei*. Pénzügyi Szemle, 2008. 53. évf. 2. sz. 248–264. [http://www.sze.hu/~losonczm/Global\\_3.doc](http://www.sze.hu/~losonczm/Global_3.doc) Letöltve: 2009. 05. 24.
- Losoncz Miklós (2008b): *Válság és állami szerepvállalás*. Élet és Irodalom, 52. évf. 18. szám, 2008. május 2. <http://www.es.hu/print.php?nid=19574> Letöltve: 2009. 09. 27.
- Lyons, G. (2007): *State capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds*. Standard Chartered., 13 November 2007. [http://banking.senate.gov/public/\\_files/111407\\_Lyons.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/111407_Lyons.pdf) Letöltve: 2009. 07. 26.
- Maslakovic, M. [2009]: *Sovereign Wealth Funds 2009*. International Financial Services London. IFSL Research. March 2009. [http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS\\_Sovereign%20Wealth%20Funds%202009.pdf](http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Sovereign%20Wealth%20Funds%202009.pdf) Letöltve: 2009. 07. 26.
- Kaufmann, D. – Kraay, A. – Mastruzzi, M. (2009): *Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996-2008*. World Bank 29. June 2009. World Bank Policy Research Working Paper. No. 4978.
- OECD (2008a): *Freedom of Investment, National Security and 'Strategic' Industries*. Progress Report by the OECD Investment Committee, published following the 7th Roundtable on Freedom of Investment, National Security and 'Strategic' Industries which took place in Paris on 26 March 2008. <http://www.oecd.org/dataoecd/1/58/40473798.pdf> Letöltve: 2009. 09. 17.
- OECD (2008b): *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*. OECD – Investment Committee Report, 4 April 2008. <http://www.oecd.org/dataoecd/34/9/40408735.pdf> Letöltve: 2009. 09. 17.
- OECD (2009): *Building Trust and Confidence in International Investment*. Report by countries participating in the „Freedom of Investment” process. OECD, March 2009. <http://www.oecd.org/dataoecd/18/47/42446942.pdf> Letöltve: 2009. 09. 17.
- SWF Institute: <http://www.swfinstitute.com/>
- Szentkirályi Balázs (2008): *2008, a Nagy Összeomlás éve – második rész*. Hírszerző, 2008. 12. 26. [http://www.hirszero.hu/cikk.2008\\_a\\_nagy\\_osszeomlas\\_eve\\_-\\_masodik\\_resz.92015.html](http://www.hirszero.hu/cikk.2008_a_nagy_osszeomlas_eve_-_masodik_resz.92015.html) Letöltve: 2009. 09. 05.
- Truman, E. M. (2008): *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief No. PB08-3, Washington DC. April 2008. <http://www.iie.com/publications/pb/pb08-3.pdf> Letöltve: 2009. 07. 26.