

SZÜCS JÓZSEF

# Az ingatlanalapok jogi szabályozása és gazdasági helyzete

Tanulmányomban a pénzügyi szféra meghatározó szereplőjével, az ingatlanbefektetési alappal foglalkozom, bemutatom az ingatlanalapok típusait, jellemzőit, a kapcsolódó közvetlen jogi szabályozás változását. Kitérek az ingatlanalapok legfontosabb jellemzőire, gazdasági hatásaira, kockázataira, a válság által kiváltott eseményekre és az arra adott válaszokra. Elemzem az ingatlanalapok felfüggesztésére vonatkozó PSZÁF-döntés következményeit, a jogszabályi változások várható közép- és hosszú távú hatásait, valamint javaslatot teszek működésbeli változtatásokra is. A következő időszakban fel kell dolgozni a tanulságokat, a szféra szereplőinek közösen kell megtalálniuk azokat a megoldásokat, amelyek biztosítják, hogy az ingatlanalap megbízható és versenyképes szereplője lehessen a pénzügyi piacnak.

## 1. AZ (INGATLAN)ALAPOK JOGI SZABÁLYOZÁSÁNAK FŐ VÁLTOZÁSAI

### 1.1. Az (ingatlan)alapok csoportosítása

Az ingatlanbefektetési alapok csoportosítása négy szempont alapján történhet (Virág [2009]).

A befektetési jegyek visszaválthatósága szerint beszélhetünk *nyílt végű befektetési alapokról* és *zárt végű befektetési alapról*.

A befektetési jegyek lejegyzői szerint lehet az alap *nyilvános* és *zártkörű*.

Az alap működési célja szerint beszélhetünk *ingatlanforgalmazó* vagy *ingatlanfejlesztő* alapról.

Az alap futamideje szerint lehet *határozott* futamidejű vagy *határozatlan* futamidejű.

### 1.2. Az ingatlanalapokra vonatkozó jogi szabályozás változása

Az ingatlanalapok létrehozásának jogi háttérét a befektetési alapokról szóló 1991. évi LXIII. törvény (továbbiakban: Bat.) teremtette meg. A jogi szabályozás megalkotásakor a magyar befektetési piacon teljesen új termék jelent meg, mivel ez a befektetési forma a fejlett piacgazdaságban is csak 20-30 évvel korábban alakult ki. Erre vezethető vissza, hogy a Bat.-ban domináns az értékpapír-szemlélet, az ingatlanalapokkal foglalkozó szabályozás egyszerű és hiányos volt, amit csak több év alatt, nem egy esetben a piaci szereplők nyomására (érdekében) tudott a jogalkotó módosítani. A törvény nem vette figyelembe, hogy az ingatlanalap kezelőjének tevékenysége fizikai vagyongazdálkodást is jelent, amelynek speciális személyi és tárgyi feltételei vannak. A jogi szabályozásra továbbá rányomta bélyegét az 1990-es évek elején jellemző forráshiány, amit az is tükröz, hogy az ingatlanalapok alapítása kezdetben nem igényelt **kötelező saját tőkét**, ez pedig lehetőséget adott alulfinanszírozott, jelentős likviditási és finanszírozási kockázatot hordozó alapok elindítására is.

A befektetők védelmét szolgálta, hogy már a kezdetektől kötelezték a befektetési alapokat a **letétkezelő** alkalmazására. A Bat. jogi szabályozása kifejezetten a letétkezelő feladatává tette a befektetési jegyek adásvételével kapcsolatos feladatok ellátását, ezzel meghatározva az értékesítési csatornákat is, addig a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (továbbiakban: Tpt.) ezt a kizárólagos feladatot megszünteti, megnyitva ezzel más értékesítési csatornákat (pl. ügynökök) igénybevételének lehetőségét. A Tpt.-ben a Bat. szabályozásához képest előtérbe kerültek a letétkezelő függetlenségét megkövetelő feladatok. A letétkezelő függetlensége a garancia az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközérték pontos meghatározására. A felvigyázó, ellenőrző funkció erősödését mutatja, hogy míg a Bat. szabályai szerint a letétkezelő csak elősegítette a jogszabályoknak, a felügyeleti engedélynek és alapkezelési szabályzatnak megfelelő működést, addig a Tpt. előírásai szerint az ezeknek való megfelelést kell ellenőrizni.

Az ingatlanbefektetési alapok működéséhez elengedhetetlen a **likvid eszköz tartása**, mivel a nyílt végű befektetési alapok egyik vonzó tulajdonsága, hogy ha az ügyfélnek pénzre van szüksége, akkor befektetését vissza tudja váltani, és az aktuális árfolyamon hozzájut megtakarításához.

A Bat. tartalmazott az azonnali fizetőképesség biztosítására vonatkozó, likviditási ke-retszabályokat. Egyrészt, hogy az alapkezelő a nyílt végű befektetési alap azonnali fizetőképességének biztosítása érdekében az alap nettó eszközértékének meghatározott hányadát (kezdetben 10%-ot, majd 2004-től 15%-ot) likvid eszközökben (pl. készpénzben, bankbetétben, valamint jegybankképes értékpapírban) köteles tartani. Másrészt az alapkezelő az alap saját tőkéjének terhére, az alap nettó eszközértékének 10%-áig vehetett fel hitelt legfeljebb 60 napos lejáratra, a nyílt végű alap befektetési jegyeinek visszavásárlása céljából.

Ezen előzmények függvényében némileg meglepő, hogy a Tpt. 2002. évi hatályba lépésekor a likviditást biztosító egyik meghatározó elem, a minimális likvid eszköz tartására vonatkozó kötelezést expliciten, százalékos formában nem fogalmazták meg. A fenti változásban meghatározó szerepet játszott az, hogy 1991-től a pénz- és tőkepiacok likviditása folyamatos volt, érdemi fizetési problémák nem merültek fel. Mint az *1. mellékletből* is látható, kezdetben az alapok összvagyonán belül az ingatlanalapok alig 2%-ot képviseltek. A PSZÁF érzekelte ezt a problémát, ezért 2007-ben kiadott ajánlásában (1/2007. ajánlás) elvárásaként fogalmazta meg a nyilvános, nyílt végű ingatlanalapok számára a 15%-os minimális likvid eszköztartást. Ez a szabály 2007. július 1-jétől már a Tpt.-be is bekerült.

2005. július 1-jétől az ingatlanbefektetési alapoknak lehetőségük nyílt a vásárlások vagy beruházások nettó eszközérték-számításakor figyelembe vett értéke 50%-ának erejéig vásárlás vagy beruházás céljára hitelt felvenni. Ez jelentős többlet mozgásteret biztosított az alapkezelőknek, mivel lehetővé vált, hogy tőkeáttétellel vásároljanak ingatlanokat.<sup>1</sup> Ez a döntés az alapkezelők mozgásterének bővülésével egy időben egyrészt lehetőséget adott arra, hogy a bankhitelek révén a csoporthoz tartozó anyabankok kamatbevételekhez és biztonságos „kihelyezési” lehetőséghez jussanak; másrészt arra, hogy az alap teljesítménye, költségstruktúrája olyan új elemekkel bővüljön, amelyek nem segítették elő a transzparenciát.

Az **ingatlanalapokra vonatkozó, speciális befektetési szabályok** 2002. január 1-jéig meglehetősen lényegre török voltak, s a diverzifikáció előírásával azt a célt szolgálták, hogy ne jöhessenek létre olyan helyzetek, amikor az ingatlanalap portfóliójában lévő ingatlanok

1 A nemzetközi gyakorlatban tőkeáttétel nélkül működő ingatlanjellelű befektetések gyakorlatilag nincsenek.

alacsony száma miatt a hozam könnyen befolyásolható. A Tpt.-ben a kezdetben likviditási célokat szolgáló, egyéb befektetési lehetőségekre vonatkozó szabályok folyamatosan bővültek. Jelentős változás volt, amikor 2006. január 1-jétől lehetővé vált, hogy az ingatlanalapok más alapkezelő által kezelt ingatlanalapba is fektethessenek,<sup>2</sup> maximum a saját tőkéjük 20%-ának erejéig.

Az ingatlanalapok egy befektetési jegyre jutó, **nettó eszközértéke meghatározásának** első lépése az ingatlan árának a megállapítása. Az ingatlanalap azonban – az ingatlan mint termék sajátosságaiból kiindulva – nem közvetlenül a piacon kialakult árak alapján, hanem **ingatlanértékelő** révén határozza meg az ingatlanok értékét.

A Bat. 1991–2001 között az ingatlanértékelésről és ingatlanértékelőről szűkszavúan rendelkezett. Mindössze azt mondta ki, hogy az alapkezelő saját szervezetétől független, ingatlanértékeléssel foglalkozó szervezetet köteles megbízni az ingatlanalapok tulajdonában lévő ingatlanok értékelésével, amely szerződés érvényességéhez a PSZÁF jóváhagyása is szükséges. Az ingatlanértékelő feladata volt az ingatlan adásvétele esetén az alap által fizethető legmagasabb vételár, illetve a legalacsonyabb eladási ár meghatározása, továbbá az ingatlanok forgalmi értékének megállapítása.

A fenti szabályok széles mozgásteret adtak mind az alapkezelőnek, mind az ingatlanértékelőnek, mivel sem képzettségi, sem felelősségi, sem ingatlanértékeléssel kapcsolatos módszertani követelményeket nem határoztak meg. Ezért az ingatlanalapok teljesítményének összehasonlítása, összemérése szinte lehetetlenné, illetve erősen megtévesztővé vált, mivel az egy jegyre jutó nettó eszközérték nem ugyanazon (illetve sok esetben ismeretlen) módszerekkel kiszámított forgalmi értékre épült.

Ezeknek a problémáknak egy részét a Tpt. is csak a 2007. július 1-jét követő módosításával szüntette meg, mivel az **összeférhetlenségi és képzettségi szabályokat** szigorította.

Ezek közül a feltételek közül a **képzettségi követelmények** meghatározása mindenképpen kiemelendő, mivel ez biztosítja, hogy az értékelést meghatározott szakmai ismeretekkel és gyakorlattal rendelkező személyek végezzék.

Az **összeférhetlenségi szabályok** kiegészültek azzal, hogy az ingatlanértékelőnek nem lehet az alapkezelőben befolyásoló részesedése és nem lehet az alapkezelővel szemben tartozása.

A szabályok viszont változtak is. Kikerült a törvényből az a rendelkezés, amely szerint saját szervezetétől független ingatlanértékelőt kell megbízni az alapkezelőnek.

A 2007. július 1-jétől hatályos jogszabályi előírások meghatározzák az **ingatlanértékelés módszertanát** (piaci összehasonlításon, hozamszámításon és újraelőállítási költségen alapuló módszer), továbbá – ami talán még a módszertannál is fontosabb – előírják, hogy a piaci érték számítására alkalmazott módszert indokolni kell, és a későbbi ingatlanértékelések során ezt kell alkalmazni. A kiválasztott módszertől való eltérést részletesen meg kell okolni. A módszertanra vonatkozó szabályrendszer meghatározása – amely a piacon elfogadott gyakorlatot iktatta törvénybe – jelentősen növelte a transzparenciát és az összehasonlíthatóságot, mivel ismertté váltak a hozzávetőlegesen „standardként” alkalmazott módszerek, a módosítások megkövetelték a szakszerű és igényes indoklást, ami az ingatlanértékelő szakma megbecsülését is növelte, továbbá korlátozta a módszerek gyakori változásából eredő (sokszor csak időleges és vélt) hasznok kiaknázását.

2 A pontos definíció szerint: ingatlanokba fektető kollektív befektetési forma által kibocsátott kollektív befektetési értékpapírt, az egyszerűség kedvéért használok a más ingatlanalap megnevezést.

Jelentős változás volt az **ingatlanértékelő feladatainak kibővítése**, így a kivitelezési terv teljesítésének ellenőrzésével, értékelésével, valamint az ingatlanok cseréje esetén elvégzendő feladatokkal. Az ingatlanértékelőnek 2007. július 1-jét követően – a módosult tartalmi előírásokat szem előtt tartva – a kész ingatlanokat háromhavonta, míg az építés alatt állókat havonta kell értékelnie és szakvéleményt készítenie. A szakvélemény kötelező tartalmi elemei (1. a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény – Tpt.) azt a célt szolgálják, hogy a nem szakértők számára is érthetővé váljék az értékelés menete, és akár ellenőrizhessék is a számításokat.

Összességében elmondható, hogy az ingatlanértékeléssel és ingatlanértékelővel kapcsolatos jogi szabályozás jelentős előrelépést jelentett abban, hogy megteremtsék egy olyan piaci termék értékének összehasonlíthatóságát, amely nem standardizálható, egymással csak nehezen összevethető, és a kívülről, laikus ügyfél számára szinte felmérhetetlen.

Az **alap nettó eszközértékét** a letétkezelő az ingatlanértékelés alapján határozza meg, ezért fontos az értékeléseknek a fenti időszakok szerinti ütemezése, aminek az a jelentősége, hogy az ingatlanok egyszeri, egy tömegben való értékelése „olcsóbb”, azonban ez normál piaci viszonyok között jelentős ugrásokat okozhat a nettó eszközértékben, ami spekulációs célú vételi vagy eladási hullámot generálhat az eladás előtt és után.<sup>3</sup> Ennek a folyamatnak a megakadályozása érdekében az ingatlanalapok kezelői az egyes ingatlanokat eltérő időpontokban értékelik, így az ingatlanalapok vagyonának alakulása sok esetben az egyenletes változás képét mutatja. A nyílt végű ingatlanalapok nettó eszközértékét naponta kellett megállapítani és közzétenni, míg a zárt végű ingatlanalapok esetén erre havonta csak egyszer kellett sort keríteni. Az eltérő szabályozást az indokolta, hogy a zárt végű alapok befektetési jegyeinek adásvétele jóval szűkebb körben zajlik.

Az alap nettó eszközértékének „felhasználásához” szorosan kapcsolódik a befektetési jegyek visszaváltásának szabályozása. A Bat. és a Tpt. hatálybalépésekor elfogadott, az ingatlanalapokra vonatkozó, speciális szabály szerint az alapkezelő a nyílt végű ingatlanalapra kibocsátott befektetési jegyet az erre irányuló szándék bejelentésétől számított 90 napon belül köteles visszaváltani. A Tpt. ugyanezen szabályt a nyilvános nyílt végű ingatlanalapokra írta elő azzal, hogy a részletszabályokat az alap kezelési szabályzatában kell megfogalmaznia. Mint azt a későbbiekben bemutatjuk, ennek a szabálynak mind az ingatlanalapokkal kapcsolatos válság kialakulásában, mind annak megoldásában jelentős hatása volt.

## 2. AZ INGATLANALAPOK GAZDASÁGI HELYE ÉS HELYZETE MAGYARORSZÁGON

Az 1991. január 1-jén hatályba lépő Bat. lehetőséget teremtett arra, hogy az alapok – összegyűjtve a (kis)befektetők megtakarításait – olyan diversifikált portfóliókat hozzanak létre, amelyekre az egyes befektetőknek önállóan nem lett volna lehetőségük. Ez különösen igaz az ingatlanalapokra, amelyek révén a befektetőknek lehetőségük nyílt arra, hogy olyan ingatlanok hasznáiból részesedjenek, amelyekbe önállóan nem tudtak volna investálni; ilyen módon céljaik megvalósításához olyan forrásokat vehettek igénybe, amelyek olcsóbbak, mint a banki hitelek vagy a kötvénykibocsátás. Jogosan tehetjük fel a kérdést: mi történt akkor, amikor ilyen jelentős, az *I. táblázat* szerint a csúcsponthoz képest több mint 50%-os vagyonkivonás/vesztés következett be?

3 Ha a befektetők az értékelés előtt az ingatlanalap ingatlanjainak felértékelésére számítanak, akkor vásárolni fognak az értékelés előtt, ha leértékelésre számítanak, akkor eladnak, míg a nyereség realizálása érdekében az értékelés megtörténte után ellentétes ügyletek kötése történik.

I. táblázat

## Az ingatlanalapok 2009. júniusi helyzete

Ingatlanalapok hozama és mérete										
	Havi hozam	Éves hozam	Tőke	Tőkeváltozás 3 hónap alatt	Tőkeváltozás 12 hónap alatt	Tőke 2008. június	Tőke-változás	Vagyon-változás (%)		
	%	%	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	%	(+ növelés/ -vesztés)		
Nap Ingatlanfejlesztő	20,5	14,8	1,42	0,24	0,18	1,24	114,52%	14,52%		
Európa Ingatlan .	11,1	-27,08	16,94	1,67	-19,64	36,58	46,31%	-53,69%		
Credit Suisse Ingatlan	-	7,6	6,23	-1,52	-5,17	11,4	54,65%	-45,35%		
Carion Ingatlan	3,1	-19,9	8,38	0,26	-1,71	10,09	83,05%	-16,95%		
Credit Suisse Euro Ingatlan „I”	-	3,7	0,19	-3,6	0,18	0,01	1900,00%	1800,00%		
Erste Ingatlan	2,4	9	82,14	-5,51	-61,23	143,37	57,29%	-42,71%		
Credit Suisse Euro Ingatlan „B”	-	3,4	1,32	-0,5	1,31	0,01	13200,00%	13100,00%		
Magyar Posta Ingatlan	2,3	7,9	19,63	-0,89	-8,79	28,42	69,07%	-30,93%		
OTP Ingatlan	2	-10,6	35,83	-15,34	-101,44	137,27	26,10%	-73,90%		
Budapest Ingatlan	2	-12,5	6,23	-6,07	-24,84	31,07	20,05%	-79,95%		

MKB Ingatlan	0,8	-14,4	0,9	0,01	-0,54	1,44	62,50%	-37,50%
	Havi hozam	Éves hozam	Tőke	Tőkeváltozás 3 hónap alatt	Tőkeváltozás 12 hónap alatt	Tőke 2008. június	Tőkeváltozás	Vagyonsértés (%)
	%	%	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	%	(+ növelés/ -vesztés)
CIB Ingatlan	0,4	-19,5	5,88	-4,05	-25,93	31,81	18,48%	-81,52%
Quaestor Első Hazai Lak.	-0,2	-5	1,96	-0,01	-0,13	2,09	93,78%	-6,22%
FirstFund Ingatlan „B”	-1,2	-14,5	0	0	0	0		
FirstFund Ingatlan „A”	-1,2	-14	4,52	0	-0,5	5,02	90,04%	-9,96%
MAG Ingatlan	-0,5	-19,4	1,84	-0,01	-0,99	2,83	65,02%	-34,98%
Biggeorge's-NV4	-7,1	-55,4	3,91	-0,29	-6,54	10,45	37,42%	-62,58%
Access Ingatlan	-7,5	-27,6	0,69	-0,14	-0,93	1,62	42,59%	-57,41%
Futureal 1. Ingatlan	-8,2	18,5	6,59	-0,59	6,59	0	0,00%	
Reálszisztéma	-16,6	-23,6	1,18	-1,51	-2,68	3,86	30,57%	-69,43%
Erste Euro Ingatlan	-	-	7,47	7,47	7,47	0		
<b>Összesen:</b>	<b>0,3</b>	<b>-10,2</b>	<b>258,14</b>	<b>-29,96</b>	<b>-285,35</b>	<b>543,49</b>	<b>47,50%</b>	<b>-52,50%</b>

Forrás: Eidenpenz [2009] és saját számítás

Cikkem írásának időpontjában a több száz milliárdos ingatlanállomány szinte változatlan összetételben az ingatlanalapok tulajdonában volt. Mint az az *5a., 5b. mellékletből* látszik: egyedül az Erste Ingatlanalap esetén figyelhető meg az ingatlanok eladásából fakadó vagyonsökkenés. Az ingatlanfeltöltöttségi szint azt is mutatja, hogy jelentősen csökkent az ingatlanalapok gyorsan mobilizálható eszközállománya (állampapír, bankbetét), a kifizetéseket sok esetben csak hitelből tudják finanszírozni. Az elkövetkező években ez az ingatlanállomány meg is marad a portfóliókban, mivel az eladások száma várhatóan mérsékelten lesz, és egyik jelentős banki háttérrel rendelkező ingatlanalap kezelője sem fogja vállalni a veszteség realizálását. A kisebb ingatlanalapok esetén, mivel létük forog kockán, előfordulhatnak az elkövetkező időszakban is értékesítések.

Várakozásaink szerint egy-három év távlatában az ingatlanalapokba friss kisbefektetői tőke csak korlátozott mértékben áramlik majd be (bár vannak olyan alapok, amelyek marketingkampányt indítottak az ügyfelek visszaszerzése érdekében); egyrészt a más befektetési instrumentumokhoz képest alacsony hozam, másrészt a kialakult bizalmatlanság, és főként a hosszú elszámolási határidő miatt. A likviditási nehézségek miatt az ingatlanalapok kezelőinek többsége várhatóan a befektetési jegyek értékesítését, az ösztönzésre irányuló marketingakciókat is visszafogja, „rettegve” egy hasonló pénzkivételről. Másként itéljük meg az intézményi befektetők egyes köreit (nyugdíjpénztárak, biztosítók). A kedvező árfolyamok miatt számukra hosszú távon jövedelmező lehet az ingatlanalapokba történő befektetés.

Hosszú távon a várakozásaink már ambivalensek. Kedvezőek azért, mivel az ingatlanalapokba beáramló tőke a bizalom helyreállításával növekedni fog; kedvezőtlenek azonban azért, mivel a jelenlegi helyzetet előidéző problémák éppen a helyzet javulása miatt nem fognak megoldódni. A válság végével megítélésünk szerint minden visszatér majd a „régire”. Ami azt jelenti, hogy az állampapírhozámok és a betéti kamatok csökkenésével, az ingatlanpiac magára találásával párhuzamosan az ingatlanalapok ismét kívánatos hozamokat tudnak kínálni befektetőiknek. Újra megindul az eladói verseny, és a hálózatok ismét mindenkinek kínálni fogják ezen befektetéseket, függetlenül annak időtávjától, a befektető élethelyzetétől. Amennyiben a jogalkotó nem hoz kockázatsökkentő szabályokat, 10-20 év múlva hasonló problémákkal fogunk szembesülni.

### **3. A 2007-BEN KEZDŐDÖTT PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI VÁLSÁG HATÁSA**

#### **AZ INGATLANALAPOKRA**

Ha megvizsgáljuk a *2. mellékletben* található táblázatot, amely 2007–2009. év egyes negyedéveiben mutatja az ingatlanalapok nettó eszközértékének alakulását, akkor azt tapasztalhatjuk, hogy a válság az ingatlanalapokat több ütemben érintette. 2008. I. negyedévéig egy kis csökkenés után növekedés, a következő időszakban azonban folyamatos vagyonsökkenés figyelhető meg, amely egyrészt a befektetési jegyek visszaváltásával, a vagyonszint csökkenésével, másrészt az ingatlanalapok portfóliójában lévő ingatlanok és egyéb eszközök értékének csökkenésével magyarázható. Ezen folyamat eredményeként az ingatlanalapok vagyona a 2008. március 31-ei (csúc)értéknek alig 60%-ára csökkent 2009. március 31-re.

A csökkenésben több tényező játszott meghatározó szerepet.<sup>4</sup> Jelen cikk keretei nem adnak lehetőséget arra, hogy az okokat részletesen és mélyrehatóan kifejtjük, azonban néhány tényezőt be kívánunk mutatni azokból, amelyek megítélésünk szerint a jogalkotó 2008. novemberi döntéseihöz vezettek.

### 3.1. A kialakult helyzet okai

Könnyű lenne az előállt krízishelyzetet, minden vagyonszökkenést a válság hatására előállt helyzettel magyarázni, és mindezért ezen folyamatokat okolni. A problémák azonban előbb vagy utóbb a válságtól függetlenül is jelentkeztek volna. A lezajlott folyamatokat nem lehetett volna elkerülni, ám azok hatásait az elmúlt időszak intézkedéseihöz képest jobban kellett, lehetett volna kezelni.

Az általános, válságtól független okok között a **pénzügyi kultúra** alacsony szintje a legnyomósabb, míg a másik általános ok az **ingatlanalapok finanszírozásában** keresendő.

A pénzügyi kultúra alacsony szintje egyszerre van (sajnos volt és lesz) jelen mindkét oldalon. Az ingatlanbefektetési jegybe investáló szempontjából ez abban nyilvánul meg, hogy nincs tisztában a befektetése időhorizontjával: azzal, hogy egy ingatlanbefektetési alap közép-, de inkább hosszú távú befektetés, amely 4-5-10 éves távlatban képes megfelelő hozamot biztosítani a befektetőnek, mivel a portfólióban lévő ingatlanok mennyiségének és minőségének növelése (maga a vétel és az eladás folyamata is) hosszabb távon hozza meg a kívánt eredményt. Ez alatt az idő alatt a gazdasági ciklusoknak megfelelően az ingatlanok értéke csökkenhet, ami a befektetések értékét is csökkenti. További probléma, hogy a befektető nem vizsgálja és nem méri fel saját élethelyzetét befektetéseinek végrehajtása előtt.

Ennek a helyzetnek a kialakulásáért szolgáltatói oldalról az alapkezelők és a befektetési jegyek forgalmazói is felelősek. A szolgáltatók érdemben nem kérdezték ki az ügyfelet szándékairól, nem tájékoztatták kellő mélységben minden esetben az adott befektetések kockázatairól, a veszteség lehetőségéről. Természetesen valamennyi tájékoztató anyagban, honlapon, szerződésben a megfelelő hivatkozások, klauzulák megtalálhatók, azonban ezek, figyelembe véve az ügyfelek felkészültségét<sup>5</sup>, megítélésünk szerint nem elegendők. Itt kell megemlítenünk, hogy az ingatlanalapokat – a termékpaletta bővítése érdekében – létrehozó pénzügyi intézmények (főként bankok) a nevüket adták ehhez a befektetési formához, ennek következtében egyes befektetők – az ügyfél-tájékoztatás mellett – azt gondolták, mintha a csoporthoz tartozás garanciát is jelentene a kifizetésekre.

A másik általános probléma az ingatlanalapok kötelezettségeinek és eszközeinek összetételében rejlik. A nyílt végű ingatlanalapok esetén az ügyfél bármikor visszaválthatja a befektetési jegyeket, kivonva ezzel pénzt az alapból, míg eszközoldalon különböző arányban, de ingatlanok vannak. A nyílt végű ingatlanalapok a pénzügyi termék jellegét mutatják. Ezt mutatja az is, hogy a nyílt végű ingatlanalapok a befektetők minél jobb kiszolgálása érdekében – és ez megítélésünk szerint a kockázatok nem megfelelő felmérésére vall – erősítették

4 A gazdasági helyzet normalizálódásával több tanulmány, elemzés megjelenése várható ebben a körben, amelyek részletesen foglalkoznak majd ezzel a témával; érzelmektől és az általános válsághangulattól függetlenül fogják bemutatni, hogy milyen kockázatok vezettek a kialakult helyzethez.

5 Másrészt melyik ügyfél olvassa el a rendelkezésre álló, rövid idő alatt a szerződést, tájékoztatót?



ezt a pénzüpi befektetési jelleget azzal, hogy a maximálisan lehetővé tett T+90 napos visszaváltási határidőt a lehető legrövidebbre, T+2, T+3 napra állították be.

Ez a hozzáállás nem okozott problémát addig, amíg az ingatlanalapokba beáramló befektetések, illetve a likvid eszközök fedezték a visszaváltásokat (az ingatlanalapok ingatlanfeltöltöttsége alacsony, több alap esetén 30-40%-os volt a 2007–2008. évben). Így utólag azt mondhatjuk, hogy ez az alacsony feltöltöttség nagyon „pozitív” hatással bírt, mivel segített a folyamatok kezelésében, viszont igaz és megalapozott az a piaci elvárás, amely szerint az ingatlanalapok feladata, hogy ingatlanbefektetések révén érjenek el megfelelő eredményt, ne pedig a szabad pénzeszközök hosszú távú befektetésével, mivel arra ott vannak az egyéb befektetési instrumentumok.<sup>6</sup>

Röviden a válság által előidézett következményekről:

A gazdasági, ezen belül a pénz- és tőkepiaci válság egyik megjelenési formája a források szűkülése, drágulása. A bankok és a magyar állam folyamatosan egyre magasabbra emelték kamataikat, és megjelentek olyan garantált alapok is, amelyek magas kamatot biztosítottak 3–9 hónapos lejáratra.

Ezek a magas kamatok pedig mágnesként vonzották azokat a kisbefektetőket, akik csak azt látták, hogy a bank 10–15%-os kamatokat ígér. Ez csökkentette a friss forrásokat, és jelentős összegű korábbi befektetés kivonását idézte elő. Az állampapír-hozamok alakulása szintén kedvezőtlen volt (2008. október–november folyamán zuhantak, l. ÁKK Zrt. [2009]), mivel az ingatlanalapok tárcájában lévő, (döntően) állampapírokból álló eszközök jelentősen leértékelődtek. Az ingatlanpiacon nőttek a hozamelvárások, ami több esetben a már megindított projektek újragondolásához, elhalasztásához, befagyasztásához vezetett. A három hatás együttesen erősen rontotta az ingatlanalapok likviditási pozícióit.

### **3.2. Az egyes alapok helyzetének alakulása 2008-tól**

A következőkben az előzőekben leírtakat az egyes ingatlanalapok helyzetének bemutatásával támasztom alá. A vizsgálatba a válság előtti négy legnagyobb ingatlanalapot vontam be, amely lefedte a teljes ingatlanalap-kezelő piac válság előtti vagyonának 73,99%-át.<sup>7</sup> A vizsgálatba egyedi szinten bevont alapok az Európa Ingatlan Alap, az Erste Ingatlan Alap, az OTP Ingatlan Alap és a Raiffeisen Ingatlan Alap.<sup>8</sup>

Az **Európa Ingatlan Alap** 40 575 millió forint nettó eszközértékkel rendelkezett 2008 márciusában, az egy jegyre jutó árfolyama 1,5974 Ft/db, feltöltöttségi szintje 89%-os. Az alap birtokában 16 398 millió Ft likvid eszköz (bankbetét, kincstárjegy, állampapír) és

6 A sajtóban több olyan hír is megjelent 2005–2006 folyamán, hogy az ingatlanalapok a szűkös ingatlanportfóliójuk mellett a hozamok növelése érdekében éltek a jogszabály által biztosított hitelfelvétel lehetőségével, és ebből különböző tőzsdei ügyletekkel jelentős nyereséget értek el. Ekkor többen feltették a kérdést: az ingatlanalapok a valóságban mennyire különböznek a kötvényalapoktól?

7 Természetesen a nagy alapoknál tárgyalt problémák a kisebb – nagy, tőkeerős banki háttérrel nem rendelkező – alapok esetén fokozottan jelentkeztek.

8 Nem vontuk be az elemzésbe a CIB Ingatlan Alapot és a Budapest Ingatlan Alapot, mivel ezen alapok közvetett, azaz ingatlanalapba fektető alapok.

12 060 millió forint hitel volt.<sup>9</sup> Az alap nettó eszközértéke 2008 októberében 26 665 millió Ft-ra csökkent, elvesztve a nettó eszközérték több mint 34%-át. Az alap hitelállománya a hónap végén 12 milliárd forint, ingatlanállománya 35 022 millió Ft, a likvid források állománya a 12 milliárdos hitel mellett is alig haladta meg a 3,6 milliárd forintot. Az október hónapban kivont vagyon 7,55 milliárd forint volt úgy, hogy az egy jegyre jutó nettó eszközérték az előző hónapokhoz képest alig változott, az előző hónapoz viszonyított 0,84%-os csökkenés az állampapírok eladásának veszteségével is magyarázható.

Az ország legnagyobb ingatlanalapja, az **Erste Ingatlan Alap** 150 325 millió forint nettó eszközértékkal rendelkezett 2008 első negyedévének végén, az egy jegyre jutó nettó eszközértéke 1,3902 Ft volt. Az alap nettó eszközértékhez viszonyított feltöltöttségi szintje közel 40%-os, 60 006 millió forintos ingatlanállománnyal. Az alap tárcájában 119 946 millió Ft likvid eszköz (bankbetét, kincstárjegy, állampapír) és 29 627 millió forint hitel volt. Az alap nettó eszközértéke 2008. októberében 116 613 millió Ft-ra csökkent, elvesztve a nettó eszközérték 22%-át. Az alap hitelállománya a hónap végére 32,5 milliárd forintra nőtt. Az ingatlanállomány az alap esetén közel 5 milliárd forinttal 65 944 millió Ft-ra nőtt, a likvid források állománya meghaladta a 83 milliárd forintot. Az október hónapban kivont vagyon a többi ingatlanalapot figyelembe véve nem volt jelentős: ha a hitelállomány és az ingatlanok értékének növekedését a likvid eszközök csökkenésével kombinálva számítjuk a csökkenést, akkor sem éri el a 6 Mrd Ft-ot. Ezzel egy időben az egy jegyre jutó nettó eszközérték sem csökkent, sőt kismértékben nőtt is. Ez azzal magyarázható, hogy egy alap tárcájában sok olyan ingatlan van, amely folyamatos bevételt biztosít, így az ingatlanok leértékelésére nem volt szükség, ami a piaci versenyben kedvező pozíciót biztosított az alap és az alapkezelő számára.

Az ország második legnagyobb ingatlanalapja, az **OTP Ingatlan Alap** 146 272 millió forint nettó eszközértékkal rendelkezett 2008 első negyedévének a végén, az egy jegyre jutó nettó eszközértéke 1,5439 Ft volt. Az alap nettó eszközértékhez viszonyított feltöltöttségi szintje alig haladta meg a 34%-ot, 54 319 millió forintos ingatlanállománnyal. Az alap tárcájában 95 262 millió Ft likvid eszköz és 3309 millió forint hitel volt. Az alap nettó eszközértéke 2008 októberében 90 483 millió Ft-ra csökkent, elvesztve a nettó eszközérték több mint 38%-át. Az alap hitelállománya a hónap végére több mint 16 milliárd forintra nőtt, ingatlanállománya 58 096 millió Ft, a likvid források állománya meghaladta a 48,5 milliárd forintot. Az október hónapban kivont vagyon azonban 40,6 milliárd forint volt, amihez képest a 48,5 milliárd forintos eszközállomány már nem is olyan nagy. Az OTP Ingatlan Alap esetén azonban már megfigyelhető az árfolyam jelentősebb, 2,23%-os csökkenése, amely már csak részben magyarázható az állampapírok árfolyamának változásával.

A **Raiffeisen Ingatlan Alap** 90 751 millió forint nettó eszközértékkal rendelkezett 2008 márciusában, az egy jegyre jutó árfolyama 1,7305 Ft, az alap nettó eszközértékhez viszonyí-

<sup>9</sup> A rendelkezésemre álló, havi adatokat tartalmazó gyorsjelentések nem minden esetben mutatták be részletesen a követelések, kötelezettségek, eszközök összetételét, ezért a számítás során egyszerűsítést alkalmaztam. Mivel minden gyorsjelentés tartalmazta az ingatlanfeltöltöttséget és a hitel állományát, ezért abból indultam ki, hogy a nettó eszközértéknek az ingatlanállománnyal csökkentett és hitelekkel növelt értéke jól jellemzi a nettó eszközök állományát. Tisztában vagyok azzal, hogy ez jelentős egyszerűsítés, az ingatlanalapok helyzetének bemutatásához azonban elegendő támpontot szolgáltat. A számítással nyert adatok többletinformáció-tartalma és tendenciája ellensúlyozza a becslési hibák miatti pontatlanságot.

tott feltöltöttségi szintje 56%-os volt, 50 820 millió forintos ingatlanállománnyal. Az alap birtokában 39 930 millió Ft likvid eszköz volt.<sup>10</sup> Az alap nettó eszközértéke 2008 októberében 66 128 millió Ft-ra csökkent, elveszítve a nettó eszközérték több mint 27%-át. Az alap ingatlanállománya 56 208 millió Ft volt, a likvid források állománya 9919 millió forintot tett ki. Az október hónapban kivont vagyon 18,573 milliárd forint volt úgy, hogy a nettó eszközérték az előző hónapokhoz képest alig változott. Az előző hónaphoz viszonyított 1,18%-os csökkenés az állampapírok eladásának veszteségével is magyarázható.

Tovább árnyalja a képet az, ha megvizsgáljuk az utolsó napok pénzkivonását. A PSZÁF 2008. november 7-én adta ki határozatát, amelyben a kifizetéseket felfüggesztette, így a novemberi adatok 5 munkanap kifizetéseit tartalmazzák. Tekintettel arra, hogy az egyes alapok egy jegyre jutó nettó eszközértéke csak az Európa Ingatlan Alap esetén változott érdemben negatívan (-3,75%) és ott ezzel korrigálunk, akkor azt látjuk, hogy az utolsó 5 nap pénzkivonása (2. táblázat) alapján a vezető ingatlanalapok – egy kivételével – 2008. november végéig fizetési nehézségekbe ütköztek volna. Számításaink szerint, az október végi állapotot figyelembe véve, a vizsgált ingatlanalapok 4–149 nap közötti időtávra rendelkeztek likvid eszközökkel a befektetők igényeinek kielégítésére.

2. táblázat

### A 2008. novemberi pénzkivonások becslése

	Október	November	Vagyon- változás	Egy napra jutó vagyon- változás	Likvid eszközök októberben	Fizetőképesség napjainak száma
	Vagyon	Vagyon	Mrd Ft	M Ft	Mrd Ft	
<b>Európa Ingatlan</b>	26 668	23 474	-3 194	-639	3 676	6
<b>Erste Ingatlan</b>	116 613	113 831	-2 782	-556	83 127	149
<b>OTP Ingatlan</b>	90 483	77 773	-12 710	-2 542	48 576	19
<b>Raiffeisen Ingatlan</b>	66 128	53 134	-12 994	-2 599	9 919,2	4

Forrás: saját számítás

<sup>10</sup> Az alap havi jelentése szerint hitellel nem rendelkezett (likvid és befektetési váró eszközként mutatja ki azon vagyonelemeket, amelyek nem ingatlanok).

### 3.3. Milyen lehetőségek kínálóztak ebben az esetben?

Ez a kérdés a döntéshozók fejében is többször megfordult azokban az ominózus novemberi napokban. Milyen lehetőségei voltak a befektetési alapoknak, a tulajdonosoknak, a kormánynak és a felügyeletnek a kialakuló (válság)helyzet kezelésére?

A folyamat egyik kezelési módja, ha az alapkezelőre bízzák annak megoldását, azaz neki kellett volna megoldania a fizetőképességgel összefüggő kérdéseket.

Az alapkezelő az alábbi lehetőségek közül választhatott ebben a helyzetben:

- Hitelfelvétel a saját tőke maximum 10%-a erejéig maximum 30 napra. Ez a lehetőség azonban csak elmélet volt, mivel a számokból látható (5a. és 5b. melléklet), hogy a felvett hitelek állománya több esetben elérte a törvényben engedélyezett maximumot, továbbá az alap befektetési jegy-tulajdonosainak többletköltséget jelent.
- Az alapok értékpapírai 30%-ának kölcsönadása a pótlólagos likviditás biztosításához. Ezt gátolta, hogy nem volt mit kölcsönadni, mivel november elejére a legtöbb alapkezelő már értékesítette a likvid értékpapírokat.
- Az alapkezelő kérhette volna tulajdonosát, hogy befektetési jegyeket vásároljanak, ezzel pótlólagos forrásokhoz jutva, fizetőképességét fenn tudta volna tartani. A forrásbevonás ezen módját akadályozta a tőkeéhség, azaz a csoportoknak nem volt elegendő szabad eszköze arra, hogy ezekből befektetési jegyeket vásárolva, pénzt pumpáljanak az alapba.
- Az alap felfüggesztését az alapkezelő nem tudta kérni, mivel nem álltak fenn a jogszabályi feltételek (Tpt. 249. §).
- Az ingatlanok ártértékelése hosszabb időt igénylő eljárás, ami nem hozott volna átütő eredményt, mivel a várható leértékelés nem csökkentette volna érdemben az azonnali forrásigényt.
- A forgalmazás szabályainak változtatása, azaz a T+3 nap átalakítása T+90 napra reális alternatíva lett volna, azonban az időigényt figyelembe véve, ez is több esetben okozhatott volna fizetési nehézségeket,
- Ingatlaneladás az alap portfóliójából. Ez egyrészt több hónapot igénylő folyamat, másrészt jelentős veszteséget eredményez, mivel a kényszer szülte értékesítések során az ár sokkal alacsonyabb, mint normál piaci körülmények között. (Meg kell jegyeznünk, hogy itt szükség lett volna vevőkre is, 2008 novemberében azonban nem sok akadt belőlük).
- A fizetéseképtelenség bejelentése, majd felszámolási eljárás végén az ingatlanok értékesítése és a még meglévő eszközök likvidálása, amely azonban jelentős leértékeléssel, veszteséggel járt volna. A felszámolás végén a befektetési jegyek tulajdonosainak a követelését részben vagy egészben kielégítették volna. Ez azonban olyan negatív, pánikszerű hatást gyakorolt volna az egész piacra, amely további visszaváltásokat eredményez.
- A kommunikáció átalakítása, a befektetők meggyőzésére irányuló tevékenység fokozása. Az alapok megmutathatták volna befektetéseiket, ingatlanjaikat (ez annál is

inkább megvalósítható, mivel az ingatlanok fizikailag megvannak), csökkenthették volna a pánik hullámain, és ezzel megőrizhették stratégiai befektetőiket.<sup>11</sup>

Az alapkezelő tulajdonosa (csoportja) ebben a helyzetben

- vásárolhatott volna a befektetési jegyekből, ami biztosíthatta volna a folyamatos likviditást;
- az ingatlanok megvásárlásával pótlólagos finanszírozást biztosított volna, azonban ez a csoporthoz tartozó intézmény esetén is hosszabb időt vehetett volna igénybe.

Az államnak lehetősége lett volna arra, hogy

- befektetési jegyeket vásároljon az alapkezelőktől, aminek csak a rendelkezésre álló állami források szükségessége szabott volna korlátot;
- megvásárolja az alapkezelő tulajdonában lévő ingatlanokat, és így fenntartsa a folyamatos likviditást;
- módosítsa a jogszabályi előírásokat, ami azonban – a törvénymódosítás igénye miatt – még ebben a válságos helyzetben is több hetet vett volna igénybe.

A PSZÁF ebben a helyzetben

- a piaci szereplőkre és a piaci folyamatokra bízhatta volna a probléma megoldását, mondván, hogy a kialakult helyzet a normál gazdasági folyamatok velejárója, a csődök, felvásárlások a piac tisztulásához, erősödéséhez vezetnek;
- a rendelkezésre álló jogi eszközökkel megteremti annak a lehetőségét, hogy egyes alap(ok) alapkezelői reagálhassanak a kialakult helyzetre. Az egyes intézményekkel szemben hozott intézkedések azonban a befektetési jegy-tulajdonosok között pánikot okozott volna, és nemcsak az érintett alapot „rohanják meg”, de valamennyi alaptól még a folyamatban lévónél is nagyobb pénzkivonás történt volna;
- valamennyi ingatlanalap-kezelőre vonatkozóan közös intézkedést hoz, amely a teljes alapkezelői szektornak enged bizonyos időt a helyzet elemzésére és a szükséges intézkedések gyors meghozatalára.

Mint a fenti 17 pontos listából is látszik, a kialakult válsághelyzet kezelésére több piaci és kevésbé piaci alapú megoldás is kínálkozott volna, amelyek közül azonban csak egy ismert. Ez pedig a PSZÁF J-III-200/2008. számú határozata, amely valamennyi nyilvános vagy zártkörű, nyílt végű ingatlanalap, illetve nyilvános, nyílt végű ingatlanalapba fektető befektetési alap esetén 10 forgalmazási napra felfüggesztette a befektetési jegyek forgalmazását (PSZÁF [2008]).

Ez a felügyeleti döntés a Tpt. 251. §-ának a befektetők érdekeinek védelmét szolgáló klauszulája alapján született. A határozat ezen előírása alapján a befektetési alapkezelőknek 10 forgalmazási napig az ingatlanalapok befektetési jegyeinek árfolyamát folyamatosan közzé kellett tenniük, a befektetési jegyekre vonatkozó visszaváltási és vételi megbízásokat be kellett fogadniuk, a befektetési jegyekkel azonban nem kereskedhettek, azaz sem befizetések,

<sup>11</sup> A kommunikációval kapcsolatban felmerül az a kérdés is, hogy a 2008. októberi hangulatban minden sajtómegjelenés visszájára is elülhetett volna, mivel a sajtó és a kisbefektetők is a szél és a haraszt esetéből indultak volna ki.

sem kifizetések nem történtek. (A lényeg a kifizetések elmaradása.) Ezzel egy időben a felügyeleti határozat előírta az alapok kezelési szabályzatainak a visszaváltási idő növelésére vonatkozó módosítását és felügyeleti jóváhagyását.

A határozat kötelezése lehetőséget adott az alapkezelőknek arra, hogy a korábbi T+3 napos elszámolási határidőket módosítsák maximum 90 napra (alapok alapjai legfeljebb 30 napra). Fontos kiemelni, hogy ez csak a lehetőséget teremtette meg, mivel a kezdeményezés jelenthette azt is, hogy az alapkezelő változatlanul hagyja az elszámolási határidőt. Tudomásunk szerint ilyen alapkezelői döntés nem született, azaz minden piaci szereplő jól felfogott érdekéből kiindulva, növelte az elszámolási határidőket. A legtöbb alapkezelő 90 napot, de volt olyan alapkezelő is, amely ennél rövidebb időt határozott meg.<sup>12</sup>

### 3.4. Milyen következményekkel járt a felügyeleti döntés?

Ebben a helyzetben is igaz volt az a régi magyar közmondás: „Ki időt nyer, életet nyer!”

Azonnali hatásként jelentkezett, hogy az alapok befektetési jegyeire lehetett ugyan véte-li és visszaváltási megbízásokat adni, ezeket azonban nem lehetett realizálni, és nem lehetett teljesíteni a korábban leadott, de november 7-éig nem teljesített visszaváltási megbízásokat sem. Ez a döntés lehetővé tette, hogy az ingatlanalapok elkerüljék a fizetéseképtelenséget.

A 10 forgalmazási napos szünet lehetőséget adott a kezelési szabályzatok olyan átalakítására, amely további időt teremt a pénzügyi helyzet ártértékelésére, a továbblépés lehetőségeinek nyugodt átgondolására. Ez egyrészt azt jelentette, hogy a visszaváltás idejét több alap esetén megnövelték, így a november 7-e előtt leadott, de még nem teljesített, valamint az ezt követően kért visszaváltási megbízásokat csak az új elszámolási határidők figyelembevételével kellett teljesíteni, azaz a maximális lehetőségek kihasználása esetén 90 napig nem kellett kifizetést teljesíteni.

Az így teremtett kifizetési szünet alatt az alapkezelők több intézkedéssel erősíthették meg a likviditásukat. Egyik ilyen volt az újabb **hitelfelvelelek lehetőségének** felkutatása, amit lehetővé tett a Tpt. módosítása is. Másrészt a legtöbb alap esetén az alap tulajdonában lévő **ingatlanokat újraértékeltek**. Mint az az 1. táblázatból is jól látszik, egyes ingatlanalapok 15-20%-os éves hozamot meghaladó negatív hozamot realizáltak, amiben meghatározó szerepe volt az ingatlanok radikális leértékelésének. A vizsgált 4 ingatlanalap esetén szintén látható az ingatlanok leértékeléséből fakadó hozamvesztés. Ingatlaneladás szinte egyetlen alapnál sem történt, amit a rendelkezésre álló rövid idő magyaráz.

Fontos következmény volt, hogy az egy jegyre jutó nettó eszközérték csökkenése miatt a negatív hozamok döntéseik megfontolására ösztönözték a befektetőket, akiknek mérlegelni kellett, hogy realizálják-e jelentős veszteségüket.

A **jogszabályalkotónak** a rendelkezésre álló idő elegendő volt arra, hogy jogszabálymódosítás révén meghozza azokat a legfontosabb rendelkezéseket, amelyek segíthettek a válsághelyzet leküzdésében.

12 Az Erste Alapkezelő az Erste Ingatlan Alap esetében úgy döntött, hogy a hozzájutás a visszaváltott összeghez 2008. december 1-jétől T + 31 naptári nap, 2009. május 11.-től T+5 forgalmazási nap (1. Erste Ingatlan Alap, [http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy\\_erste\\_ingatlan\\_alap.html](http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy_erste_ingatlan_alap.html)).

A **fogyasztói, befektetői oldal** számára a felügyeleti döntés egyértelműen negatív volt. A felfüggesztés és a kezelési szabályzatok módosítása elnyújtotta a visszaváltások idejét, és kiszámíthatatlanná tette a felvehető összeg nagyságát, mivel a befektetésből csak 90 nap múlva lesz likvid forrás az akkor érvényes árfolyamon. Ezzel a lépéssel azon befektetők, akik az ingatlanbefektetési alapokat likvid forrásként kezelték, és a befektetett pénzüsszeget határidős kötelezettségük kiegyenlítésére kívánták felhasználni, nehéz helyzetbe kerültek.

Szintén problémát okozott ez **biztosítási területen**, mivel az ingatlanalapokba fektető unit-linked biztosítások esetén a biztosító által vállalt visszaváltási kötelezettséget teljesíteni kellett. Az aktuális visszavásárlási ár (biztosítónál T+3, ingatlanalaponál T+90) és az alapkezelő által eszközölt, tényleges visszaváltás közötti esetleges veszteséget, nyereséget a biztosítónak saját kockázatára kellett bevállalnia (volt olyan biztosító, amely ezt nem vállalta fel (UNIQA [2009]). Az ingatlanalapok egyik befektetőjeként megjelenő **magánnyugdíjpénztárak és önkéntes kölcsönös nyugdíjbiztosító pénztárak** esetén a kereskedés felfüggesztése, majd a kezelési szabályzatok módosítása nem okozott érdemi problémát.

### 3.5. A válságkezelő jogszabálmódosítás

A válsággal kapcsolatos problémákat felismerve, a Tpt. módosításai már 2008. november 24-től hatályba léptek. A jogszabály-módosítások újabb eszköztárat nyitottak meg az ingatlanalapok és a felügyelet számára is az aktuális és a jövőbeni hasonló helyzetek leküzdésére.<sup>13</sup> A Tpt. 251. §-át a jogalkotó kiegészítette, és ebben megjelent annak a lehetősége, hogy az (ingatlan)alap is kérhesse a felfüggesztést.

Ezzel egy időben a **felügyelet mozgásterére csökkent**, mivel a felfüggesztésre okot adó, korábbi rendelkezések közül kikerült a befektetők érdekeinek védelmére való hivatkozás, és átkerült a befektetési alapkezelő kompetenciájába. Ez azt jelenti, hogy a PSZÁF jelenleg csak akkor tudja a felfüggesztés intézményét alkalmazni, ha az alapkezelő nem tesz eleget tájékoztatási kötelezettségének. Egyéb esetben csak az alapkezelő „jóindulatától, józan gondolkodásától” függ az, hogy sor kerül, kerülhet-e a felfüggesztés alkalmazására.

A válsághelyzetre való felkészülést mutatja, hogy az ingatlanalap megszűnésekor az **ingatlanértékesítésre előírt határidőt** a korábbi 9 hónapról 18 hónapra növelték.

Nagy jelentőségű változás volt, hogy a **nyílt végű nyilvános ingatlanalap zárt végű nyilvános ingatlanalappá alakulhatott át**. Az átalakulás lehetősége azt jelentette, hogy a korábban nyílt végűként kibocsátott, azaz folyamatos visszaváltási kötelezettséget felvállaló ingatlanalap zárt végűvé alakulhatott: olyan alappá, amelyet csak a futamidő lejártával terhelt a visszaváltási kötelezettség. A zárt végűvé alakulás feltételrendszerét a jogszabály eléggé röviden fogalmazza meg, ezért a PSZÁF 7/2008. sz. vezetői körlevelében határozta meg a további feltételeket.

A harmadik kiemelkedő, bár kis mértékű módosítás volt, a Tpt. 271. §-ának változtatása, amely lehetővé tette, hogy az alapkezelő az alap nettó eszközértékének számításakor figyelembe vehető ingatlanok értékének 50%-áig hitelt vehessen fel a likviditás biztosítására is.

<sup>13</sup> A Magyar Fejlesztési Bank Részvénytársaságról szóló 2001. évi XX. törvény módosításáról szóló 2008. évi LXXIV. törvény – a nem egészen kétoldalnyi törvény, amelyben összesen 1 bekezdés szól az MFB-ről – jelentősen átalakította az ingatlanalapok mozgásterét.

#### 4. KILÁTÁSOK, VÁRAKOZÁSOK

A helyzet kialakulásához mind az ingatlanalapok kezelői, mind a jogi szabályozás hozzájárultak.

A jogi szabályozás **legnagyobb hibájának az ingatlanbefektetési alap formáját** tartjuk. Az a jogszabályi előírás, amely szerint a **nyílt végű, nyilvános ingatlanalap** esetén a befektetési alap kezelője maximum 90 napon belül visszavásárlási kötelezettséget vállal a befektetési jegyre, lehetetlenné teszi az ésszerű eszköz-forrás gazdálkodást. A befektetési jegyek visszaváltási kötelezettsége miatt egy hosszú távú befektetést (ingatlanvásárlás és működtetés) klasszikus rövid forrásokkal finanszíroznak. Ez a környezet mindig magában hordozza a nagy összegű pénzkivonásból eredő fizetéseképtelenség veszélyét, mivel az ingatlanalapok portfóliójában lévő, speciális kereskedelmi, ipari létesítmények piaca szűkebb, nem ad lehetőséget a gyors értékesítésre, másrészt pedig a gyors eladásból eredő menekülési érték jelentős veszteséget jelenthet a befektetők részére.

Ezen probléma megoldására két lehetőség kínálkozik: vagy megtiltani a nyílt végű ingatlanalap létrehozását, vagy pedig a portfólióban lévő ingatlanbefektetések átlagos értékesíthetőségi idejéhez kell kötni a visszaváltási kötelezettség minimális időtávját. A nyílt végű forma megtartásának egyik eszköze lehet, ha az ingatlanalap eszközeire valaki vételi opciót vállal, illetve szerződésekkel az alapkezelő biztosítja a folyamatos likviditást. Ebben az esetben lehet a visszaváltás ideje rövid, mivel az alapkezelő mögött álló partner bármikor képes biztosítani a szükséges likvid tőkét.

Ez a döntés valószínűleg radikálisan csökkentené az ingatlanalapok vonzerejét a kisbefektetők körében, azonban elkerülhető, hogy azok a befektetők, akik nem képesek felmérni a kockázatokat, saját tudatlanságuk miatt később jelentős veszteséget szenvedjenek el.

Az **ingatlanalapok alapjainál** akkor keletkezik probléma, ha azoknak az alapoknak, amelyekbe az alapok alapjai fektetnek, a visszaváltási időtávja eltér az alapok alapjainak visszaváltási idejétől.<sup>14</sup> Megoldás lehet erre a helyzetre, hogy az ingatlanalapok alapjai, illetve olyan alapok, unit-linked befektetések esetében, amelyekben meghatározott arányt érnek el az ingatlanalapok befektetési jegyei, valamennyi szektorban elő kell írni azt, hogy a visszaváltási idő nagyságát a legnagyobb részarányt képviselő, vagy a leghosszabb visszaváltási idővel rendelkező alaphoz kell igazítani.

Az **ingatlanok értékelésekor** felmerülő megbízó-ügynök problémát a jogszabályok nem oldották meg, ugyanis ma az ingatlanértékelésre az ingatlanalap kezelője ad megbízást, és ő fizeti az ellenértéket is. Tekintettel az ingatlanértékelő piacot jellemző, éles versenyre, mindenki törekszik arra, hogy megtartsa a szerződéseit. Ez magában hordozza annak a veszélyét, hogy amennyiben az alapkezelő az ingatlanértékelővel szakmai vitába keveredik a megállapított árat illetően, a szerződést felbontva új, rugalmasabb ingatlanértékelőt bíz meg. Megoldás lehet, ha az ingatlanértékelők jelenleg is meglévő PSZÁF-nyilvántartását jobban szegmentálnák; akár ingatlantípusonként, akár az értékelt ingatlan nagysága szerint. Az elvégzett munka árát hatóságilag rögzítenék. Ezt követően az ingatlanalapokhoz az ér-

14 Itt kell megjegyeznünk, hogy Németországban két ingatlanalapot is felfüggesztettek, és azon alapoknak az alapjai, amelyek ezen ingatlanalapok befektetési jegyeit is tartalmazták, felfüggesztették a kereskedést, mivel nem voltak képesek a visszaváltást és az árfolyamkezelést megoldani.



tékelendő ingatlan jellegének, nagyságának megfelelő kategóriából választva, az ingatlan-értékelőket sorsolás vagy „kártyaleosztás” alapján jelölnék ki. Az alapkezelő köteles lenne ezen ingatlanértékelővel 3-5 évre szerződést kötni, amelyet csak különösen indokolt esetben lehetne felmondani.

Jelentős átgondolást igényelnek a befektetési szabályok, mivel az alapok a **szabad pénzeszközök döntő részét állampapírban és egyéb, a jogszabályokban meghatározott befektetési formákban tartották**, így az alapok nem az ingatlanok, hanem a pénzpiac kockázatait futották. Ezért jelentősen szűkítendő a szabad pénzeszközök befektetésének köre (pl. rövid lejáratú, nem rulírozható bankbetétben). Ez ösztönözné az ingatlanalapok kezelőit, hogy keressék a jó ingatlanbefektetési lehetőségeket, gátat szabna a piaci marketing eladást ösztönző tevékenységének, mivel a szűk ingatlanbefektetési lehetőségek mellett túlzott pénzbeáramlás esetén nem lenne lehetőség a megfelelő profit elérésére. Szintén megfontolandó a hitelfelvétel jelenleg eléggé szabad lehetőségeinek szűkítése (a likviditás biztosítása). A likviditás fenntartásához szükséges hiteleket továbbra is biztosítani kell, mivel ez fontos eszköze lehet a jelenlegi válsághoz hasonló esetek leküzdésének, azonban a beruházásokhoz felvett hitelek csökkentése javasolt, mivel ez tőkeáttételt tesz lehetővé.

A jogszabályok módosítása során át kell gondolni és meg kell változtatni a válsághelyzetben követendő, az **ingatlanok kötelező értékesítésére** vonatkozó formát. Érdemes átgondolni az APEH-nél már sikeres **internetes árverés** bevezetésének lehetőségét, mivel ez lehetővé teszi, hogy a verseny körülményei jobban érvényesüljenek, és a legmagasabb árat ériék el, védve ezzel a befektetők érdekeit.

A jövőben nagyobb figyelmet kell fordítani az **engedélyezésre**. Tekintettel a Tpt.-ben meghatározott keretszabályokra, az ott meghatározott feltételeket az engedélyt megadó hatóságnak, azaz a PSZÁF-nak kell valós tartalommal megtöltenie. Ennek keretében vizsgálni kell, hogy az alapkezelő által indítani kívánt ingatlanalap üzletpolitikája, üzleti terve mennyire átgondolt, a mikro- és makrogazdasági körülmények között mennyire valósítható meg, mennyire reálisak az engedélyt kérők várakozásai az általános piaci várakozásokhoz képest.

## MELLÉKLETEK

I. melléklet

## A befektetési alapok nettó eszközértéke (Mrd Ft)

Megnevezés	2002. 12.31.	2003. 12.31.	2004. 12.31.	2005. 12.31.	2006. 12.31.	2007. 12.31.	2008. 12.31.	2009. 03.31.
<b>Befektetési alapok</b>	943,616	879,035	1 066,756	1 879,419	2 557,557	3 235,766	2 566,599	2 539,088
<i>I. Nyilvános alapok</i>	<b>923,721</b>	<b>849,891</b>	<b>1 029,048</b>	<b>1 829,690</b>	<b>2 472,383</b>	<b>3 125,368</b>	<b>2 362,234</b>	<b>2 249,315</b>
<b>1. Értékpapír-alapok</b>	<b>904,741</b>	<b>807,989</b>	<b>938,730</b>	<b>1 552,688</b>	<b>1 998,671</b>	<b>2 627,684</b>	<b>2 015,864</b>	<b>1 950,595</b>
a) Kötvényalapok	829,926	709,675	782,083	1 146,228	1 057,367	1 346,964	1 042,154	1 063,674
b) Vegyes alapok	13,930	19,714	21,929	43,282	74,761	110,834	68,399	76,015
c) Részvényalapok	53,813	49,569	55,911	96,534	152,437	207,255	129,390	247,104
d) Származtatott ügyletekbe fektető alapok	0,000	7,240	36,389	89,020	281,835	501,228	557,471	40,127
e) Garantált alapok								470,351
f) Egyéb, be nem sorolt alapok	0,842	8,075	42,419	177,624	432,272	461,404	218,449	53,323
<b>2. Ingatlanalapok</b>	<b>18,979</b>	<b>41,903</b>	<b>90,318</b>	<b>277,001</b>	<b>473,712</b>	<b>497,684</b>	<b>346,370</b>	<b>298,720</b>
a) Ingatlanforgalmazó alap								296,403
b) Ingatlanfejlesztő alap								2,317
<b>II. Zártkörű alapok</b>	<b>19,895</b>	<b>29,143</b>	<b>37,707</b>	<b>49,729</b>	<b>85,174</b>	<b>110,397</b>	<b>204,365</b>	<b>289,773</b>

Forrás: PSZÁF

A befektetési alapok nettó eszközértéke 2007–2009 (Mrd Ft)

Megnevezés	2007. 03. 31.	2007. 06. 30.	2007. 09. 30.	2007. 12. 31.	2008. 03. 31.	2008. 06. 30.	2008. 09. 30.	2008. 12. 31.	2009. 03. 31.
<b>Befektetési alapok</b>	2 634,157	2 849,215	3 124,488	3 235,766	3 189,304	3 049,041	3 070,164	2 566,599	2 539,088
<b>I. Nyilvános alapok</b>	2 549,301	2 748,910	3 023,370	3 125,368	3 084,633	2 929,271	2 939,622	2 362,234	2 249,315
<b>I. Értékpapír-alapok</b>	2 085,916	2 288,179	2 551,562	2 627,684	2 578,927	2 439,047	2 465,584	2 015,864	1 950,595
a) Kötvényalapok	1 090,680	1 219,533	1 307,528	1 346,964	1 380,817	1 293,565	1 289,927	1 042,154	1 063,674
b) Vegyes alapok	83,891	93,195	105,212	110,834	107,478	96,490	86,193	68,399	76,015
c) Részvényalapok	158,588	178,683	207,923	207,255	185,367	171,843	171,018	129,390	247,104
d) Származtatott ügyletekbe fektető alapok	313,818	352,858	460,364	501,228	524,988	548,059	561,329	557,471	40,127
e) Garantált alapok									470,351
f) Egyéb, be nem sorolt alapok	438,939	443,910	470,535	461,404	380,277	329,090	357,116	218,449	53,323
<b>2. Ingatlanalapok</b>	463,385	460,731	471,808	497,684	505,706	490,224	474,037	346,370	298,720
a) Ingatlan-forgalmazó alap									296,403
b) Ingatlan-fejlesztő alap									2,317
<b>II. Zártkörű alapok</b>	84,856	100,304	101,117	110,397	104,672	119,770	130,543	204,365	289,773

Forrás: PSZÁF

3 a. melléklet

## 4 ingatlanalap 2008. évi vagyon és nettó eszközértékeinek alakulása

	Március		Június		Szeptember		Október		November		December	
	Va- gyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Va- gyon	Nettó esz. ért.
<b>Európa Ingatlan</b>	40 575	1,5974	36 852	1,6275	34 217	1,6557	26 668	1,6418	22 626	1,5803	20 504	1,4321
<b>Erste Ingatlan</b>	150 325	1,3902	143 780	1,4169	138 430	1,4477	116 613	1,4491	113 831	1,4617	118 203	1,4725
<b>OTP Ingatlan</b>	146 272	1,5439	139 245	1,5673	131 060	1,5939	90 483	1,5584	77 773	1,5589	73 397	1,4711
<b>Raiffeisen Ingatlan</b>	90 751	1,7305	87 768	1,7667	84 701	1,8012	66 128	1,78	53 134	1,8105	47 651	1,6235
<b>Vagyon/eszk. ért. változás (előző hónap)</b>												
Európa Ingatlan			-3 723	0,0301	-2 635	0,0282	-7 549	-0,0139	-4 042	-0,0615	-2 122	-0,1482
Erste Ingatlan			-6 545	0,0267	-5 350	0,0308	-21 817	0,0014	-2 782	0,0126	4 372	0,0108
OTP Ingatlan			-7 027	0,0234	-8 185	0,0266	-40 577	-0,0355	-12 710	0,0005	-4 376	-0,0878
Raiffeisen Ingatlan			-2 983	0,0362	-3 067	0,0345	-18 573	-0,0212	-12 994	0,0305	-5 483	-0,1870

	Március		Június		Szeptember		Október		November		December	
	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.
<b>Vagyon/eszk. ért. változás (előző hónap 100%)</b>												
Európa Ingatlan			-9,18%	1,88%	-7,15%	1,73%	-22,06%	-0,84%	-15,16%	-3,75%	-9,38%	-9,38%
Erste Ingatlan			-4,35%	1,92%	-3,72%	2,17%	-15,76%	0,10%	-2,39%	0,87%	3,84%	0,74%
OTP Ingatlan			-4,80%	1,52%	-5,88%	1,70%	-30,96%	-2,23%	-14,05%	0,03%	-5,63%	-5,63%
Raiffeisen Ingatlan			-3,29%	2,09%	-3,49%	1,95%	-21,93%	-1,18%	-19,65%	1,71%	-10,32%	-10,33%
<b>Vagyon/eszk. ért. változás (2008. március 100%)</b>												
Európa Ingatlan			-9,18%	1,88%	-15,67%	3,65%	-34,27%	2,78%	-44,24%	-1,07%	-49,47%	-10,35%
Erste Ingatlan			-4,35%	1,92%	-7,91%	4,14%	-22,43%	4,24%	-24,28%	5,14%	-21,37%	5,92%
OTP Ingatlan			-4,80%	1,52%	-10,40%	3,24%	-38,14%	0,94%	-46,83%	0,97%	-49,82%	-4,72%
Raiffeisen Ingatlan			-3,29%	2,09%	-6,67%	4,09%	-27,13%	2,86%	-41,45%	4,62%	-47,49%	-6,18%

Forrás: Erste, Európa, Raiffeisen, OTP és saját számítás

3b. melléklet

## 4 ingatlanalap 2009. évi vagyon és nettó eszközértékeinek alakulása

	Január		Február		Március		Április		Május		Június	
	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.
<b>Európa Ingatlan</b>	20 159	1,4079	14 611	1,0204	15 008	1,0481	15 359	1,0715	16 838	1,1747	16 930	1,1811
<b>Erste Ingatlan</b>	99 143	1,484	96 125	1,4914	91 011	1,5056	86 494	1,5176	84 357	1,5284	81 844	1,5413
<b>OTP Ingatlan</b>	67 590	1,419	66 560	1,3974	65 855	1,3826	48 915	1,3814	43 751	1,3903	39 589	1,4004
<b>Raiffeisen Ingatlan</b>	43 837	1,4936	44 035	1,5003	44 389	1,5018	44 431	1,5032				
<b>Vagyon/eszk. ért. változás (előző hónap)</b>												
Európa Ingatlan	-345	-0,0242	-5 548	-0,3875	397	0,0277	351,0	0,0234	1 479	0,1032	92	0,0064
Erste Ingatlan	-19 060	0,0115	-3 018	0,0074	-5 114	0,0142	-4 517,0	0,0120	-2 137	0,0108	-2 513	0,0129
OTP Ingatlan	-5 807	-0,0521	-1 030	-0,0216	-705	-0,0148	-16 940,0	-0,0012	-5 164	0,0089	-4 162	0,0101
Raiffeisen Ingatlan	-3 814	-0,1299	198	0,0067	354	0,0015	42,0	0,0014				
<b>Vagyon/eszk. ért. változás (előző hónap 100%)</b>												
Európa Ingatlan	-1,68%	-1,69%	-27,52%	-27,52%	2,72%	2,71%	2,34%	2,23%	9,63%	9,63%	0,55%	0,54%
Erste Ingatlan	-16,12%	0,78%	-3,04%	0,50%	-5,32%	0,95%	-4,96%	0,80%	-2,47%	0,71%	-2,98%	0,84%
OTP Ingatlan	-7,91%	-3,54%	-1,52%	-1,52%	-1,06%	-1,06%	-25,72%	-0,09%	-10,56%	0,64%	-9,51%	0,73%
Raiffeisen Ingatlan	-8,00%	-8,00%	0,45%	0,45%	0,80%	0,10%	0,09%	0,09%				

	Január		Február		Március		Április		Május		Június	
	Vagyonsz. ért.	Nettó vagyonsz. ért.	Vagyonsz. ért.	Nettó vagyonsz. ért.	Vagyonsz. ért.	Nettó vagyonsz. ért.	Vagyonsz. ért.	Nettó vagyonsz. ért.	Vagyonsz. ért.	Nettó vagyonsz. ért.	Vagyonsz. ért.	Nettó vagyonsz. ért.
<b>Vagyonsz. ért. változás (2008. március 100%)</b>												
Európa Ingatlan	-50,32%	-11,86%	-63,99%	-36,12%	-63,01%	-34,39%	-62,15%	-32,92%	-58,50%	-26,46%	-58,27%	-26,06%
Erste Ingatlan	-34,05%	6,75%	-36,06%	7,28%	-39,46%	8,30%	-42,46%	9,16%	-43,88%	9,94%	-45,56%	10,87%
OTP Ingatlan	-53,79%	-8,09%	-54,50%	-9,49%	-54,98%	-10,45%	-66,56%	-10,53%	-70,09%	-9,95%	-72,93%	-9,29%
Raiffeisen Ingatlan	-51,70%	-13,69%	-51,48%	-13,30%	-51,09%	-13,22%	-51,04%	-13,13%				

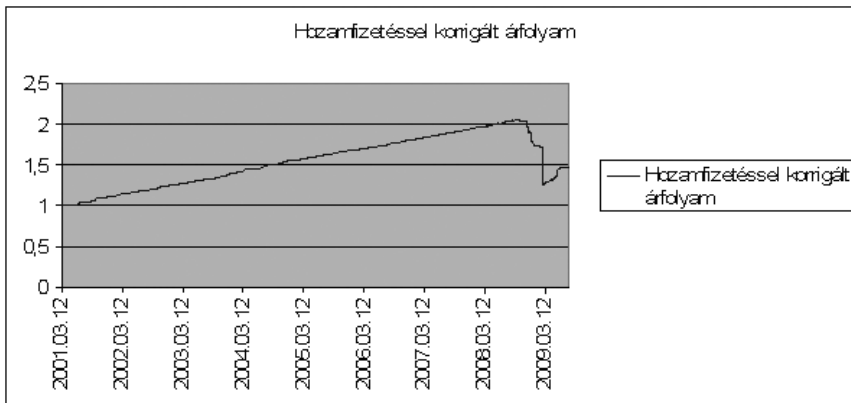
Forrás: Erste, Európa, Raiffeisen, OTP és saját számítás

4. melléklet

## Példák az ingatlanalapok árfolyamának alakulására



Forrás: [http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy\\_erste\\_ingatlan\\_alap.html](http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy_erste_ingatlan_alap.html)



Forrás: <http://www.europaalap.hu/?t=3&s=1&section=1&main=0>





Forrás: <https://www.otpbank.hu/ingalapkezeslo2001/online/10002455.html>

## Az ingatlanalapok főbb vagyonelemei 2008. évben

Ingatlan alapok fő eszközcsoportjai	Március			Június			Szeptember			Október			November			December		
	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan
Európa Ingatlan	16 398	12 060	36 237	14 926	11 109	33 035	11 615	11 326	33 928	3 676	12 030	35 022	1 159	12 278	33 745	1 063	12 557	31 998
Erste Ingatlan	119 946	29 627	60 006	114 283	28 254	57 751	107 760	30 055	60 725	8 3127	32 458	65 944	79 994	33 951	67 788	8 3893	34 080	68 390
OTP Ingatlan	95 262	3 309	54 319	84 958	3 199	57 486	75 665	2 494	57 889	48 576	16 189	58 096	24 361	5 397	58 809	2 3281	3 277	53 393
RaiFFEisen Ingatlan	39 930,4	0	50 820,6	38 617,9	0	49 150,1	33 033,4	0	51 667,6	9 919,2	0	56 208,8	-0,36	2 125	55 259,4	-0,08	3 812	51 463,1
<b>Feltöltött-ségi szint</b>																		
Európa Ingatlan			89,31%			89,64%			99,16%			131,33%			149,14%			156,06%
Erste Ingatlan			39,92%			40,17%			43,87%			56,55%			59,55%			57,86%
OTP Ingatlan			37,14%			41,28%			44,17%			64,21%			75,62%			72,75%
RaiFFEisen Ingatlan			56,00%			56,00%			61,00%			85,00%			104,00%			108,00%

Forrás: Erste, Európa, RaiFFEisen, OTP és saját számítás

5b. melléklet

## Az ingatlanalapok főbb vagyonelemei 2009. évben

	Január			Február			Március			Április			Május			Június		
	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan
Európa Ingatlan	1 031	13 390	32 518	824	14 077	27 864	696	14 292	28 604	875	13 953	28 437	78	12 242	29 002	-4	11 690	28 624
Erste Ingatlan	62 454	36 756	73 445	57 809	38 266	76 582	52 051	39 050	78 010	49 237	37 128	74 385	48 072	36 344	72 629	51 884	29 808	59 768
OTP Ingatlan	19 513	3 552	51 629	19 254	3 773	51 079	19 350	3 646	50 151	10 108	9 889	48 696	9 051	14 945	49 645	9 168	20 402	50 823
Raiffeisen Ingatlan	-0,4	8 767	52 604,4	-0,35	9 247	53 282,4	-0,36	10 653	55 042,4	0	8 285	52 716	0			0		
<b>Feltöltött-ségi szint</b>																		
Európa Ingatlan			161,31%			190,71%			190,59%			185,15%			172,24%			169,07%
Erste Ingatlan			74,08%			79,67%			85,71%			86,00%			86,10%			73,03%
OTP Ingatlan			76,39%			76,74%			76,15%			99,55%			113,47%			128,38%
Raiffeisen Ingatlan			120,00%			121,00%			124,00%			118,65%						

Forrás: Erste, Európa, Raiffeisen, OTP és saját számítás

## IRODALOMJEGYZÉK

- A befektetési alapokról szóló 1991. évi LXIII. törvény. CD KompLex Jogtár Plusz
- A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény. CD KompLex Jogtár Plusz
- ÁKK Zrt. [2009]: Max index alakulása, [http://www.akk.hu/max\\_idosor.ivy?public.cat-sys-CCB05A37-B22F-4563-8BE6-7BFA256BF1F3-filtergroup=user1](http://www.akk.hu/max_idosor.ivy?public.cat-sys-CCB05A37-B22F-4563-8BE6-7BFA256BF1F3-filtergroup=user1)
- EIDENPENZ JÓZSEF [2009]: Lehet még harmincmilliárd forinttal kevesebb?, *Napi Gazdaság*, 2009. július 24–25.
- Erste Ingatlan Alap: Legfontosabb tudnivalók az Erste Ingatlanalapról; [http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy\\_erste\\_ingatlan\\_alap.html](http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy_erste_ingatlan_alap.html); Havi portfóliójelentések: [http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy\\_erste\\_ingatlan\\_alap.html](http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy_erste_ingatlan_alap.html)
- Európa Ingatlan Alap: Havi jelentések; <http://www.europaalap.hu/index.php?lang=0&t=1&s=0&archivum=1>
- OTP Ingatlan Alap: Jelentések; <https://www.otpbank.hu/ingalapkezeslo2001/online/A0202000000.html>
- PSZÁF [2007]: A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete Felügyeleti Tanácsának 1/2007. (II. 8.) ajánlása az ingatlanalap-kezelési tevékenység megfelelő végzéséhez, [http://www.pszaf.hu/bal\\_menu/szabalyozo\\_eszkozok/pszafhu\\_bt\\_ajanlirelvutmut/ajanlas\\_ft/pszafhu\\_ajanlirelvutmut\\_20070214\\_1.html](http://www.pszaf.hu/bal_menu/szabalyozo_eszkozok/pszafhu_bt_ajanlirelvutmut/ajanlas_ft/pszafhu_ajanlirelvutmut_20070214_1.html)
- PSZÁF [2008a]: J-III-200/2008. számú határozat a befektetési jegyek folyamatos forgalmazásának felfüggesztéséről; [http://www.pszaf.hu/bal\\_menu/hatarozatok/tokepiaci\\_hatarozatok/J-III-200-2008\\_654.html](http://www.pszaf.hu/bal_menu/hatarozatok/tokepiaci_hatarozatok/J-III-200-2008_654.html)
- PSZÁF [2008b]: A nyílt végű ingatlanbefektetési alapok zárt végű ingatlanbefektetési alappá történő átalakulása során alkalmazandó alapelvekről szóló 7/2008. számú Vezetői körlevél; [www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu)
- Raiffeisen Ingatlan Alap: Havi elemzések; [http://www.raiffeisen.hu/rai/raiportal/ep/programView.do?channelId=11708&programId=72597&programPage=%2Fep%2Fprogram%2Feditorial.jsp&BV\\_SessionID=@@@@0578611957.1249800449@@@@&BV\\_EngineID=ccchadehmkhkgdjcefecghkdghkdff.0](http://www.raiffeisen.hu/rai/raiportal/ep/programView.do?channelId=11708&programId=72597&programPage=%2Fep%2Fprogram%2Feditorial.jsp&BV_SessionID=@@@@0578611957.1249800449@@@@&BV_EngineID=ccchadehmkhkgdjcefecghkdghkdff.0)
- UNIQA [2009]: Közlemények; [http://www.uniqavk.hu/uniqavk\\_hu/cms/news/kozlemenyek/20090316/index.jsp](http://www.uniqavk.hu/uniqavk_hu/cms/news/kozlemenyek/20090316/index.jsp)
- VIRÁG LÁSZLÓNÉ [2009]: Ingatlanbefektetési alapok (előadás). Budapesti Corvinus Egyetem, KTI Ingatlangazdálkodási szak