

dr. Gál István*:

Ingatlanalap ingatlan nélkül, avagy az alapkezelési szabályok megkerülése

Ingatlanalap ingatlan nélkül?! A Magyar Nemzeti Bank (MNB) felügyeleti tevékenysége során már több alkalommal találkozott ezzel a jelenséggel, annak ellenére, hogy rendszeresen kommunikálja azon álláspontját, amely szerint egy ingatlanalapként bejegyzett befektetési alapnak mindenképpen tartalmaznia kell közvetlen ingatlanbefektetést (ingatlant). A befektető ugyanis joggal várja el, hogy amennyiben egy ingatlanalap befektetési jegyét vásárolja meg, akkor az alapban valóban szerepeljen ingatlan. Szerencsére ez a probléma a nyilvános ingatlanalapokat nem érinti, és a zártkörű ingatlanalapok esetében sem tekinthető általánosnak.

A befektetőknek különösen a jelenleg gyorsan változó gazdasági környezetben érdemes körültekintően tájékozódniuk arról, milyen befektetési lehetőségek állnak rendelkezésükre. Ezek egyike a különböző típusú befektetési alapokba történő befektetés, a befektetési jegyek vásárlása. Ahogy a Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetsége (BAMOSZ) összefoglalója is tartalmazza a „befektetési alap nem misztikus termék. Olyan eszköz, amely azt teszi lehetővé, hogy az egyes befektetők megtakarításaikat egyszerű, biztonságos és költséghatékony módon, a kockázatok megosztásával fektethessék be az értékpapír – és ingatlanalapok esetében – az ingatlanpiacon”. Fontos azonban, hogy a befektetők körültekintően válasszanak közülük. A konkrét döntést – többek között – a befektető egyéni preferenciáira, kockázatviselési hajlandóságára, az adott alap teljesítményére és az aktuális piaci trendekre figyelemmel kell meghozni.

A befektetési alap a portfóliójában elsődlegesen szereplő eszközök típusa szerinti lehet értékpapíralap, ingatlanalap, kockázati tőkealap és magántőkealap. Ezek nem mindegyike érhető el valamennyi befektető számára: a kockázati tőkealap, illetve a magántőkealap befektetési jegyét ugyanis a jogszabály előírása alapján kizárólag zárt körben, a befektetők meghatározott szakmai köre jegyezheti. Természetesen arra is van lehetőség, hogy az alapkezelő maga döntsön az alap zártkörű létrehozataláról, így egy zártkörű értékpapíralap vagy ingatlanalap ugyancsak a befektetők előre rögzített köre számára biztosít befektetési lehetőséget.

Ha egy befektetési alap elsődleges eszközkategóriája ingatlan, ingatlanalapról beszélünk. Egy ilyen típusú alap esetében joggal elvárható, hogy abban jórészt ingatlanok szerepeljenek, ugyanakkor – mint ahogyan azt a későbbiekben látni fogjuk – ennél azért jóval árnyaltabb a kép.

Az ingatlanalap alapvető sajátosságai

Az ingatlanbefektetési alap speciális jellemzőkkel bír, amelyek elsősorban az alap elsődleges eszközeinek minősülő ingatlan tulajdonságaihoz kötődnek. Egyfajta stabilitás és kiszámíthatóság jellemzi, amelyet a portfólióba tartozó eszközök körének és a likviditást biztosító eszközök minimális arányának jogszabályi rögzítése, illetve az olyan fix bevételi forrásai szavatolnak, mint az üzemeltetési vagy bérleti díj.

A vonatkozó kormányrendelet egyértelműen meghatározza azon eszközök körét, amelyek az ingatlanalap portfóliójában szerepelhetnek: ezek alapján abban kizárólag belföldi vagy külföldi ingatlan, ingatlantársasági részesedés, ingatlanhoz kapcsolódó vagyoni értékű jogok, a nyilvános értékpapíralap megengedett eszközei és származtatott ügyletek, illetve azon ingóságok lehetnek, amelyek a rendeltetésszerű használathoz, üzemeltetéshez szükségesek. Mindezekon túl az alapkezelő más eszközt nem helyezhet el a portfólióban.

A fenti megengedett eszközökön belül ki kell emelni az ingatlancélú befektetést (ingatlan, ingatlantársasági részesedés, ingatlanhoz kapcsolódó vagyoni értékű jogok) és az annak részét képező közvetlen ingatlanbefektetést (tényleges ingatlan megvásárlása). Az ingatlanalap fogalmából és gazdasági céljából kiindulva a portfólión belül ugyanis ezeknek kell többséget élvezniük. Természetesen egy ingatlanalap nem állhat kizárólag ingatlancélú befektetésből, hiszen az már az alap tényleges működését akadályozná. A nyilvános, nyílt végű ingatlanalap befektetési jegyének egyik előnyös tulajdonsága ugyanis az, hogy azt a befektető a lejáratot megelőzően is visszaválthatja, azaz szükség esetén az ingatlanalap aktuális árfolyamán a megtakarításához juthat. Ez azonban nem tudna számottevő késedelem nélkül megvalósulni, ha az ingatlanalap nem rendelkezne megfelelő összegű likvid eszközökkel. Ezért a jogszabály rögzíti, hogy az ilyen típusú alap eszközeinek legalább 15 %-át köteles likvid eszközökben tartani.

Az ingatlanalappal összefüggő kockázatok elsősorban az ingatlanok értékesítéséhez kapcsolódnak. Ez az értékpapírokhoz képest komplexebb, időigényesebb feladat, ezáltal likviditási kockázatot hordozhat magában, továbbá az ingatlanoknál nem áll rendelkezésre az értékpapíroknál jelen lévő és megfelelő árfolyamot biztosító másodlagos piac sem. E likviditási kockázat mérsékelhető a portfólió sajátosságaihoz igazodó, kellően hosszú időtartamú visszaváltási idővel, illetve a forgalomban lévő befektetési jegyek maximális mennyiségének (CAP) kezelési szabályzatban történő rögzítésével.

Ingatlanalap ingatlan nélkül – lehetséges ez?

Hogyan fordulhat mégis elő, hogy egy ingatlanalap portfóliója nem tartalmaz ingatlant? A válasz abban keresendő, hogy a kormányrendelet megengedett eszközökre vonatkozó rendelkezései az ingatlanalap tekintetében kizárólag azt rögzítik, hogy mely eszközök szerepelhetnek az ingatlanalap portfóliójában, ezen eszközök minimális arányára nézve azonban már nem fogalmaznak meg előírást. Ez egyrészt érthető, hiszen nem cél és nem is elvárható, hogy egy ingatlanalapan valamennyi megengedett eszköz szerepeljen, a közvetlen ingatlanbefektetés esetében azonban már problémát jelent a kötelező előírás hiánya. Érdekességként említhető meg, hogy nem volt ez mindig így: a 2001. december 31-ig hatályos befektetési alapokról szóló törvény szerint az ingatlanalapnak kezdetben legalább öt, később tíz ingatlant kellett tartalmaznia.

Az alapkezelésre vonatkozó jogszabályok tehát nem írják elő, hogy az ingatlanalap portfóliója minimálisan milyen mértékben tartalmazzon ingatlant, kizárólag a maximális arányt rögzítik. Az alapkezelő az alap kezelési szabályzatában természetesen rögzíthet minimum limitet, enélkül azonban elviekben nem lenne köteles ingatlant vásárolni az ingatlanalapba. Itt azonban számításba kell venni azt is, hogy egy ingatlanalap kezelési szabályzatban rögzített célja a meghatározott típusú

ingatlanokba történő befektetés. Ingatlanvásárlás hiányában tehát – a minimum limit rögzítése nélkül is – megvalósul a kezelési szabállyal összhangban nem álló alapkezelés.

Az MNB e téren több állásfoglalásában következetesen kifejtette azon álláspontját, amely szerint egy ingatlanalapként nyilvántartásba vett befektetési alap portfóliójában mindenképpen szerepelni kell az alapkezelő saját kezelésében és az ingatlanalap birtokában lévő közvetlen ingatlanbefektetésnek, azaz ingatlanoknak. Az előbbi értelmezést támasztja alá az ingatlanalap elsődleges eszközkategória alapján meghatározható fogalma, annak gazdasági célja, továbbá az a körülmény is, hogy az ilyen típusú alap nyilvántartásba vételéhez és későbbi működéséhez elengedhetetlen valamely ingatlanértékelő személy vagy szervezet közreműködése. Ingatlan hiányában ugyanis kiüresedne az ingatlanértékelő intézménye is.

Ha egy ingatlanalap portfóliója kizárólag értékpapírt tartalmaz, akkor azzal az ellentmondásos helyzettel állunk szemben, hogy az adott alap elnevezése alapján ingatlanalapról tűnik, tartalma szerint azonban értékpapíralap lesz, elmosva ezzel a két kategória közötti különbséget. A jogalkotónak ugyanakkor nem lehetett célja olyan intézményi és szabályozási keretrendszer létrehozatala, ahol az egyes jogintézmények – így az értékpapíralapok és az ingatlanalapok – közötti különbség csupán névleges.

Az MNB állásfoglalásaiban azt is kiemelte, hogy az értékpapíralap és ingatlanalap közötti határvonal nem mosható el azáltal sem, hogy az ingatlanalap csupán a portfólió méretéhez képest csekély százalékban birtokol ingatlant. Az ingatlanalapban az ingatlanok portfólión belüli – folyamatosan változó – aránya tehát nem csökkenhet olyan szintre, hogy az ingatlanalap elveszítse az ingatlanok közvetlen birtoklásából eredő jellegadó sajátosságát.

Nem utolsó sorban, mivel az alap nevében kötelező jelleggel fel kell tüntetni az elsődleges eszközkategóriára történő utalást, a nevében ingatlanalapról tűnő, ugyanakkor ténylegesen ingatlant nem tartalmazó alap a befektetők számára is megtévesztő lehetne.

Az ingatlan hiányának miéértjei

Az előbbi megfontolások ellenére mi lehet az oka annak, hogy egy ingatlanalap portfóliójában mégsem lelhető fel ingatlan? Előjáróban le kell szögezni, hogy egy ingatlanalap működése során óhatatlanul előfordulhatnak olyan rövidebb, átmeneti időszakok, amikor a portfólióban nem szerepel ingatlan. Ilyen lehet például az alap indítása, amikor az alapkezelő a lejegyzett befektetési jegyekből befolyt összegből megvásárolja az ingatlanokat. Az alap kezdeti létszakaszát követően is előállhatnak olyan átmeneti időszakok, amikor az alap ingatlan nélkül marad, de ez elsősorban az egy-két ingatlant tulajdonló alapok esetében fordul elő. Külön kell tehát választani azon eseteket, amikor az alap portfóliója csak átmeneti jelleggel, időszakosan nem tartalmaz ingatlant, és annak megszerzése, illetőleg pótlása folyamatban van az alapkezelő részéről, azoktól, amikor ez a helyzet állandósul. Előbbi akár a szokásos üzletmenet része lehet (beleilleszkehet az alap normál életciklusába), míg utóbbi már prudenciális jellegű hiányosságot eredményezhet.

A probléma fő oka egyrészt a portfólióba szánt ingatlan kiválasztásának és megvásárlásának nagyobb időigénye, amely folytán előállhat az a helyzet, hogy az alapkezelő egy tetemes

időtartamon belül nem képes megfelelő ingatlant vásárolni az alapba. A másik ok, az alap portfóliójában lévő vagy abba szánt ingatlanok alacsony száma. Bizonyos ingatlanalapok kifejezetten valamely projekt megvalósítására jönnek létre, így ezen alapoknál, ha az adott projekt valamilyen okból megghiúsul, az alap ingatlan nélkül marad. A másik lehetőség, hogy az ingatlanalaptól – akár a hirtelen előállt kedvező üzleti lehetőség folytán – értékesítésre került a benne szereplő ingatlan, azonban annak pótlása még nem történt meg az alapkezelő részéről. Más meglévő ilyen típusú eszköz híján pedig az ingatlan tekintetében kiüresedik a portfólió.

Egy ingatlanalap létrehozatalát és működtetését az alapkezelő részéről ugyanakkor megfelelő előkészítő munka és tervezés kell, hogy megelőzze, amely során az alapkezelőnek számba kell vennie a portfólióba kerülő ingatlanok körét és az egyéb mérlegelendő körülményeket. Amennyiben tehát az ingatlanalapba az indulását követően huzamosabb ideig sem kerül közvetlenül ingatlan, az az előbb említett gondos tervezést és önmagában az alap létrehozatalának megalapozottságát kérdőjelezi meg. Ha pedig az alap működése során keletkezik egy hosszabb „ingatlanmentes” időszak, az az alap ingatlanalapként való további működtetését teszi szükségtelemmé. Mindkét eset felvetheti az alapkezelő megfelelő és gondos eljárása vizsgálatának szükségességét.

Fontos vizsgálni azt is, hogy az alapkezelő részéről alapulhat-e tudatos döntés az ingatlan portfólióba történő vásárlásának mellőzése. Azt ugyanis látni kell, hogy az értékpapíralapokra az ingatlanalaptól eltérő diverzifikációs, hitelfelvételi és kölcsönnyújtási szabályok vonatkoznak. Ez az eltérés azonban inkább a zártkörű, illetve a nyilvános, belépési korláttal rendelkező ingatlanalap esetében jellemző. Ha egy, az elnevezését tekintve ingatlanalap portfóliója kizárólag értékpapírt foglal magában, az tartalma alapján valójában értékpapíralapnak minősül, az alapkezelőnek ugyanakkor a gyakorlatban nem kell betartania az értékpapíralapokra irányadó befektetési korlátokat, illetve hitelfelvételi és kölcsönnyújtási előírásokat. E téren azonban nem feltétlenül azonosíthatunk olyan számottevő előnyt, amely megérné a prudenciális előírások megkerülését.

Végezetül kiemelendő, hogy a magyar tőkepiacon kizárólag a zártkörű ingatlanalapok esetében tapasztalható ingatlan nélküli ingatlanalap, és itt is ritka, de visszatérő probléma. Így nem beszélhetünk olyan jelenségről, hogy a nyilvános, azaz valamennyi befektető számára hozzáférhető ingatlanalapok működnének ingatlan nélkül.

Összegzés

Noha az ingatlanalap esetében a jogszabály nem határoz meg minimum limitet az ingatlan portfólión belüli arányára nézve, de az ingatlanalap elsődleges eszközkategória szerinti fogalmából, annak gazdasági céljából, illetve a működéshez kapcsolódó ingatlanértékelő intézményéből egyértelműen következik az, hogy az ingatlanalap portfóliójának ténylegesen tartalmaznia kell ingatlant. Előbbi egyúttal nem lehet olyan elenyésző mértékű, ami megkérdőjelezné az adott alap ingatlanalap jellegét. Az ingatlanalap működése során átmeneti jelleggel ugyan előfordulhatnak olyan rövidebb időszakok, amikor az alap ingatlan nélkül marad, de ez a helyzet nem állandósulhat. Ezen időszakok prudenciális szempontból kizárólag akkor fogadhatók el, amennyiben azok léte az eset összes körülményét mérlegelve szakmailag indokolható.

Végezetül a fő hangsúly itt is a befektetők védelmén van, ugyanis az az elsődleges cél, hogy a befektetők ahhoz a termékhez jussanak, amelynek megvásárlására szándékuk eredetileg irányult. A tőkepiaci szektorra nézve ugyanis rendkívül káros hatással bír az, amennyiben az egyes termékek jellemzői a hatályos jogszabályi előírások megkerülése révén összemosódnak, és a befektető nincs valójában tudatában annak mibe is fektette pénzét. Előbbi megállapítás továbbá akkor is érvényes, amennyiben zártkörű alapról és így a befektetők egy szűkebb köréről beszélünk.

**A szerző az MNB tőkepiaci jogérvényesítési vezető jogásza*

„Szerkesztett formában megjelent 2023. április 24-én a Privátbankár.hu oldalon.”