



PÉNZÜGYI SZERVEZETEK
ÁLLAMI FELÜGYELETE
HUNGARIAN FINANCIAL
SUPERVISORY AUTHORITY

Témaelemzés

a hazai tőkevédett alapok szektoráról

2013. május

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	3
1. Bevezetés és módszertan.....	6
2. A tőkevédett alapok piaci szerkezete	8
3. A tőkevédett alapok, mint termékek.....	11
3.1. <i>Pozícionálás</i>	11
3.2. <i>Életciklus</i>	15
3.3. <i>Opciós struktúrák</i>	17
3.4. <i>Alkalmazott stratégiák</i>	22
4. Értékesítés és promóció.....	27
4.1. <i>Értékesítés</i>	27
4.2. <i>Promóció</i>	28
5. Explicit költség és opportunity cost.....	31
5.1. <i>Explicit költség</i>	31
5.2. <i>Opportunity cost</i>	33
6. Kockázatok.....	38
6.1. <i>Azon hitelintézetek default-ja, ahol a tőkevédett alapok a betéteiket helyezik el</i>	38
6.2. <i>Az opciós/swap partner nemteljesítésből fakadó kockázat</i>	38
6.3. <i>Likviditási kockázat</i>	39
6.4. <i>Árfolyamkockázat</i>	39
6.5. <i>Opportunity cost és réalhozam</i>	39
7. Jövőbeni kitekintés.....	40

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Időről időre szinte minden piaci szegmensben felbukkannak olyan termékek és szolgáltatások, amelyek preferáltsága hosszabb vagy rövidebb időszakon keresztül meghaladja az adott piaci szegmensben jelen lévő más termékek vagy szolgáltatások kedveltségét. Sok esetben ez a relatív preferáltság pusztán az emberi természet (human nature) jellegzetességeiből fakad, amely a befektetések világában olyan jól ismert szlogenekben ölthet testet, mint „nem akarjuk elveszíteni a pénzünket”, „biztos hozamot szeretnénk”, „nem akarunk kockázatot vállalni” vagy „minimális kockázat mellett a lehető legmagasabb hozamot szeretnénk elérni”.

Habár a befektetési alapok piacán jelenleg nem a tőkevédett alapok számítanak a „trendy” terméknek (ez a titulus manapság az abszolút hozamú alapokat illeti meg), a fentebb idézett rövid szlogenek jól rávilágítanak arra, hogy Magyarországon a kezelt vagyon alapján a tőkevédett alapok miért is számítanak a pénzpiaci alapok mögött a második legnépszerűbb alapkategóriának. A tőkevédett alapok legnagyobb befektetőjének tekinthető lakossági szektor – minden bizonnyal az alacsony pénzügyi kultúrából is fakadó – csekély kockázatvállalási hajlandósága, a lehetőleg minél magasabb biztos hozamok elérésének lehetősége (azaz gyakorlatilag nulla kockázat mellett kiemelkedő hozamok realizálása) jól passzol a tőkevédett alapok struktúrájához. Tekintettel arra, hogy a tőkevédett alapok meghatározó jelentőséggel bírnak a befektetési alapok szegmensében, indokolt, hogy bizonyos időközönként egy átfogó elemzés készüljön az ilyen befektetési politikával működő alapokról (a legutóbbi elemzés 2009-ben készült).

A hazai tőkevédett alapok piaci szerkezete oligopol jellemvonásokat mutat, amelyet – mind a kezelt alapok száma, mind a kezelt alapokban lévő vagyon nagysága alapján – alapvetően három piaci szereplő (K&H, OTP és MKB) tevékenysége befolyásol, de közülük is célszerű kiemelni a K&H Alapkezelő dominanciáját, amely az alapok száma alapján közel 45%-os, a kezelt vagyon alapján pedig majdnem 53%-os mértékű. Az oligopol jelleget erősíti továbbá az is, hogy az elmúlt három év során mindössze három alapkezelő lépett be a piacra egy-egy új tőkevédett alap elindításával, amelyek ugyanakkor nem befolyásolták érdemben a szegmens teljes piaci output-ját. A közeljövőben nem valószínű, hogy a piac szerkezetében számottevő változás következne be, azaz a tőkevédett alapok kezelésére kiemelt figyelmet fordító alapkezelők – mindenekelőtt a K&H – továbbra is dominálhatják a piacot.

Egyértelmű változás viszont a döntően retail befektetők számára értékesített alapok piacán, hogy az elmúlt három év értékesítési volumenére vonatkozó adatai alapján a piac az érettség stádiumába jutott. A 2009-ben készült elemzés egy olyan három éves – 2006-tól 2009-ig terjedő – periódust fogott át, amelynek során a tőkepiacok a globális válság 2008 őszi kirobbanásáig egy emelkedő trendben voltak. Ez a kedvező klíma visszatükröződött a hazai tőkevédett alapok piacának expanziójában is: 2006 júniusától 2008 végéig bezárólag mind az alapok száma, mind az alapokban kezelt vagyon nagysága megtriplázódott. Gyakorlatilag ezen időszak jelentette azon növekedési (growth) szakaszt, amelyet a piac az elmúlt három év folyamán maga mögött hagyott. Mind az alapok számának, mind a kezelt vagyon nagyságának alakulása egy stagnáló – vagy más szóval stabilizálódott – piac képét vetíti elénk. Ez az életciklusban bekövetkezett stabilitás egyúttal pozitív tényező: a szektort az elmúlt időszakban nem jellemezték szélsőséges ingadozások, aminek egyik lényeges következménye, hogy jelentős mennyiségű tőke nem áramlott ki a tőkevédett alapokból.

Ebben a viszonylagos stabilitásban – többek között – valószínűsíthetően visszatükröződik a tőkevédett alapok azon pozitív jellemvonása, hogy a befektetett tőke – eltekintve bizonyos 'tail risk' jellegű eseményektől – biztonságban van. Talán első olvasatra furcsának tűnhet, hogy ezt előnyös tulajdonságként tüntetjük fel, de kiemelendő, hogy a válság óta még inkább előtérbe került a tőkemegővás szempontja (más kérdés természetesen a befektetett tőke vásárlóerejének a megőrzése, illetve az, hogy ezért a biztonságért adott esetben mekkora haszonról mond le a befektető). Ebben a tekintetben azt is célszerű megemlíteni, hogy a tőkevédett alapok megfelelő diverzifikációs eszközök lehetnek minden olyan befektető számára, akiknek a befektetési időhorizontja és a likviditási preferenciája lehetővé teszi azt, hogy átlagosan 3 évre lemondjanak a pénzükről, és emellett fontos számukra a tőke védelme.

Az érettség fázisába jutott piacok rákényszerítik a piaci szereplőket a termékek fejlesztésére, az innovációra és egyéb alternatív megoldások keresésére. Tekintettel a tőkevédett alapok viszonylag egyszerű szerkezetére, a termékfejlesztés és az innováció elsősorban az extrahozam kifizetését lehetővé tevő különböző opciós struktúrák folyamatos változtatásában ölt testet. A három évvel ezelőtti állapothoz képest szintén módosulást jelent, hogy egyrészt manapság az alapok többsége már nyílt végű formában működik, másrészt fokozatosan teret nyertek a nyugaton már jóval korábban alkalmazott technikák. Ezek közül mindenképpen kiemelendő az úgynevezett constant proportion portfolio insurance (CPPI), amely – szemben a zárt végű alapok passzív 'buy and hold' koncepciójával – egy olyan dinamikus eszközallokációs stratégiát jelent, amely lehetővé teszi a nyílt végű formában történő működést. Az alkalmazott struktúrákban rejlik a tőkevédett alapok másik előnyös sajátossága, nevezetesen az, hogy az alapok különböző struktúrái által leképezett piacokat jellemzően csak nagyon nehezen és magas tranzakciós költségek árán lehetne elérni. Ilyen tekintetben a tőkevédett alapoknak nincs alternatívája.

A befektetési alapok között költségterhelés szempontjából a tőkevédett alapok a középmezőnyben helyezkednek el. Az explicit költséggel kapcsolatban hangsúlyozandó, hogy a sok egyedi struktúra miatt valójában önállóan lenne érdemes vizsgálni egy adott alap költségterhelését. Ez egyúttal azt is jelenti, hogy a költségmutatók konkrét értékei önmagukban nem mondanak sokat. Az adott alap aktív vagy passzív módon történő kezelésének elméleti szinten például vissza kellene tükröződnie az alapkezelési díj magasabb vagy alacsonyabb értékeiben. Ebből kifolyólag az implicit költség (opportunity cost) sokkal kifejezőbb mérőszáma annak, hogy a tőkevédett alapok olcsónak vagy drágának tekinthetők-e. Azon tény, hogy a vizsgált időszak alatt lejárt alapok közel 80%-a esetében az éves átlagos hozamok értékei nem haladták meg az 5%-ot, arra utal, hogy az opportunity cost továbbra is létezik. Ez azt jelenti, hogy a vizsgált periódusban mind bankbetétekkel, mind államkötvényekkel (feltételezve a lejáratig történő tartást) jellemzően jobb hozamokat lehetett elérni, mint a tőkevédett alapokkal. Mindemellett a vizsgált időszakban lejárt alapok kevesebb, mint harmada ért el infláció feletti hozamot, azaz az alapok több mint kétharmada esetében nem képződött reálhozam a befektetésen.

A három évvel ezelőtti elemzésben a tőkevédett alapok működésével kapcsolatban feltárt főbb kockázatok ma is ugyanúgy fennállnak, így ezen terület mutatja talán a legnagyobb hasonlóságot a mai helyzettel. A működéshez kapcsolódó két legfontosabb kockázat egyrészt az alapok zéró-kupon betétjeit befogadó hitelintézetek fizetéseképtelensége, másrészt az opciós partnerek default-ja. Az

opciós partnerek esetében a koncentrálttság némileg emelkedett a három évvel ezelőtti elemzésünk értékeihez képest. Érdeemes ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a tőkevédett alapok által kötött opciók egyedi mivolta miatt ezen derivatív ügyletek piaca egy rendkívül belterjes, alapvetően bizalmi kapcsolatokra épülő piac. Az alapok által alkalmazott opciók egyedi jellege pedig sok esetben nehezíti a konstrukciók transzparens árazását, amely azt jelenti, hogy ezen opciók nem minden esetben építhetők fel szintetikus módon olyan 'plain vanilla' opciókból, amelyek esetében az ismert opcióárazási módszerek alkalmazhatók.

Az elemzés a záró fejezetben megpróbál egy rövid jövőbeni kitekintést adni a tőkevédett alapok szektorát illetően. Természetesen az elemzés nem bocsátkozik jóslásokba, sokkal inkább olyan faktorokat próbál figyelembe venni, amelyek alakulása a jövőben hatással lehet a tőkevédett alapok piacára. Ezek között vannak olyan egyértelmű pozitív elemek, mint a hazai lakosság alacsony kockázatvállalási hajlandósága és biztonságra való törekvése, illetve azon tartós befektetési számlákon, valamint nyugdíj-előtakarékossági számlákon elérhető adókedvezmények, amelyek időhorizontja illeszkedik a zárt végű tőkevédett alapok futamidejéhez. Ezzel szemben a tőkevédett alapok legnagyobb befektetőinek számító háztartások megtakarítási helyzete (a világon szinte mindenütt a korábban felhalmozott hitelállományok leépítése zajlik), illetve a kiszorító hatás jövőben is fennmaradó intenzív mértéke inkább a negatív oldalt erősíti, továbbá az sem hat támogatólag, hogy a makrogazdasági folyamatok várható alakulását számottevő bizonytalanság övezi.

1. BEVEZETÉS ÉS MÓDSZERTAN

A 2008 őszen kirobbant globális pénzügyi és gazdasági válság következtében sok befektető elfordult az olyan komplex, strukturált termékektől, amelyek felépítésére a szakzsargon gyakran az egzotikus jelzöt használja, és amelyek esetében a partnerkockázat sok esetben nem volt beazonosítható. Emellett a befektetéseket illetően megfigyelhető a piaci szereplők részéről egyfajta óvatosabb hozzáállás, amelynek egyik gyakorlati leképeződését jelenti, hogy egyre inkább előtérbe került a tőke megóvása. A komplex struktúrákból fakadó növekvő transzparencia iránti igény, valamint az óvatosság nemzetközileg is növelte a tőkevédett alapok népszerűségét.

Tízéves pályafutásuk során a tőkevédett – illetve korábban garantált – befektetési alapok a hazai alapkezelési piacon is egy viszonylag állandónak mondható népszerűségre tettek szert. Ezen népszerűség fő oka a hazai lakossági befektetői kör alacsony kockázatvállalási hajlandósága, mivel a tőkevédett alapok elsődleges értékesítési célpontjának számító lakossági befektetőkre kifejezetten jellemző a kockázatkerülés. Jelenleg ugyanakkor már nincs olyan alap, amely esetében a konstrukció mögött tényleges bankgarancia áll; a pénzügyi/tőkepiaci területen is folyamatos innováció eredményeképpen a tőke- és/vagy hozamvédelemmel rendelkező alapok konstrukciója is folyamatosan változik, amely ezen alapok esetében elsődlegesen az extrahozamot lehetővé tevő opciós/swap struktúráknak köszönhető. Az innováció egyrészt tovább szofisztikálhatja az említett derivatív struktúrákat, másrészt az alapkezelők olyan újabb konstrukciók irányba mozdulnak el, ahol a tőke- és/vagy hozamvédelmet a portfólióban található különböző kockázatú eszközök dinamikus allokációjával valósítják meg.

A termék retail befektetők körében meglévő népszerűsége, valamint a pénzügyi innováció szolgáltatotta tehát az alapvető indokokat jelen elemzés elkészültéhez, amelynek célja, hogy 2010. január 1. és 2012. szeptember 30. közötti időszakra vonatkozóan áttekintést adjon a befektetési alapok ezen szektoráról. Az elemzés módszertanát teljes egészében az elemzés tervezett tartalmához hozzáigazított, és ennek alapján elkészített Excel-táblázat jelentette, amelyet a tőkevédett alapokat (is) kezelő alapkezelők az elrendelt rendkívüli adatszolgáltatás keretében küldtek meg a Felügyelet részére. A rendkívüli adatszolgáltatás ugyanakkor nemcsak számszaki adatokból állt, hanem az alapkezelőknek tájékoztatást adtak az általuk kezelt alapok által követett különböző stratégiákról is.

Némileg rendhagyó és szokatlan módon az elemzés a hagyományos marketing mixből ismert 4P – place, product, promotion, price – konstrukciójából építkezik, ugyanakkor az elemzés output-ja természetesen nem marketing szemléletet szeretne visszatükrözni: a 4P-t ezért kizárólag egyfajta váznak tekintjük, ahol a mix egyes elemeit a marketinghez képest szabadabban, és a szektor jellegzetességeihez igazítva értelmezzük. Az első részben a tőkevédett alapok piacával foglalkozunk: mely hazai alapkezelők vannak érdekelve ezen szegmensben, továbbá miként jellemezhető ezen részpiac piaci szerkezete. A második rész teljes egészében a termékre (product) fókuszál, amely érinti a tőkevédett alapok pozicionálását és életciklusát, de ezen szekció középpontjában elsődlegesen a termékfejlesztés áll: itt próbáljuk meg áttekinteni az alapkezelők által alkalmazott különböző derivatív – opciós és swap – struktúrákat.

A harmadik rész egyben kezeli az értékesítést (place) és az ösztönzést (promotion), azaz egyrészt a megcélzott befektetői körhöz vezető értékesítési csatornák bemutatását (milyen partnereken

keresztül jut el a termék a befektetőkhez), másrészt azt, hogy milyen promóciós eszközöket alkalmazhatnak az alapkezelők annak érdekében, hogy a termék a potenciális befektetők figyelmébe kerüljön. A negyedik rész rugaszkodik el leginkább a 4P logikától, hiszen a befektetési alapok esetében az árat (price) nem lehet a szó szoros értelmében értelmezni; sokkal inkább költségekről (cost) van itt szó, amely viszont megfeleltethető az úgynevezett 4C logikának, amely a vevő – és nem a terméket előállító – szempontjából vizsgálja a marketinget. Ennek megfelelően ezen rész bemutatja és összehasonlítja a tőkevédett alapok költségterhelését, de mivel a befektetések világában sem lehet megkerülni az „opportunity cost” logikát, ezért az elemzés által felölelt időszakban értékeljük a lejárt alapok teljesítményét más befektetési instrumentumok függvényében.

Az ötödik – és befektető-védelmi szempontból talán a leglényegesebb – rész a tőkevédett alapok működéséhez kapcsolódó főbb kockázatokat tekinti át, a befejező rész pedig egy rövid jövőbeni kitekintést foglal magában. A befejező rész keretében így sokkal inkább azokra a faktorokra próbálunk rávilágítani, amelyek valószínűsíthetően befolyásolhatják a tőkevédett befektetési politikát folytató alapok szektorának jövőbeni alakulását.

2. A TŐKEVÉDETT ALAPOK PIACI SZERKEZETE

2012. szeptember 30. napjára vonatkozó adatok alapján a jelenleg 36 fős hazai alapkezelési piac szereplői közül 11 alapkezelő versenyez a befektetési alapok ezen szektorában. A következő táblázat 2012. harmadik negyedév végére vonatkozóan, a tőkevédett alapokban kezelt vagyon szerinti részesedés sorrendjében mutatja be a piaci szereplők által kezelt tőkevédett alapok számát, valamint az ezen alapokban kezelt vagyonok nagyságát:

Alapkezelő megnevezése	Alapok száma (db)	Részesedés mértéke a kezelt alapok száma alapján	Alapok vagyona (Ft)	Részesedés mértéke a kezelt alapok vagyona alapján
K&H	68	44,74%	241 974 286 000	52,87%
OTP	31	20,39%	90 988 753 000	19,88%
MKB	24	15,79%	51 835 385 000	11,33%
Pioneer	10	6,58%	29 879 177 000	6,53%
CIB	6	3,95%	25 527 983 000	5,58%
Raiffeisen	5	3,29%	6 955 125 000	1,52%
Budapest	2	1,32%	5 273 024 000	1,15%
Erste	3	1,97%	4 075 303 000	0,89%
Takarék	1	0,66%	640 464 000	0,14%
Dialóg	1	0,66%	335 736 000	0,07%
Generali	1	0,66%	210 430 000	0,05%
Összesen	152	100,00%	457 695 666 000	100,00%

Forrás: BAMOSZ, PSZÁF

Az adatok alapján megállapítható a K&H Alapkezelő dominanciája. A táblázatban szereplő abszolút és relatív számok ugyanakkor önmagukban – illetve a piaci szerkezet mellett – nem mondanak túl sokat. Sokkal inkább elárulja az adott alapkezelő társaság tőkevédett alapokkal kapcsolatos orientáltságát, ha megnézzük, hogy a tőkevédett alapokban kezelt vagyon miként aránylik az alapkezelő által kezelt összes alaphoz, illetve a teljes kezelt vagyonhoz (AUM). Ezt foglalja össze a következő táblázat:

Alapkezelő megnevezése	Tőkevédett alapok súlya a kezelt összes alaphoz képest	Tőkevédett alapok súlya az AUM-en belül
K&H	38,77%	32,60%
OTP	12,53%	8,15%
MKB	42,44%	42,44%
Pioneer	30,37%	20,12%
CIB	15,98%	13,23%
Raiffeisen	4,75%	4,47%
Budapest	2,51%	2,15%
Erste	0,93%	0,80%
Takarék	2,05%	0,86%
Dialóg	4,32%	3,35%
Generali	0,36%	0,06%

Forrás: BAMOSZ, PSZÁF

Az első öt szereplő esetében az arányszámok – az OTP esetében az AUM-en belüli súly kivételével – egyaránt 10% feletti, emellett a K&H, az MKB és a Pioneer esetében kifejezetten magas arányszámokat látunk (ahol a két arányszám értéke egymáshoz közeli, az arra utal, hogy a befektetési alapokban lévő vagyon meghatározó jelentőséggel bír a teljes kezelt vagyonon belül, és fordítva. Így például az MKB esetében az arányszámok egyezősége azt jelenti, hogy az Alapkezelő kizárólag befektetési alapok kezelését végzi). Ennek következtében a piacvezető K&H, az MKB és a Pioneer esetében megállapítható, hogy az üzleti profil a tőkevédett alapok kezelésén alapul, és az ebből származó bevétel nagyban befolyásolja ezen alapkezelők összbevételét és eredményét. Egyúttal valószínűsíthetően ők azok az alapkezelők, akiknél az évek folyamán a tőkevédett alapok kezelésével kapcsolatos legmagasabb szintű know-how halmozódott fel, és akik a termékfejlesztésben és innovációban is élen járnak. Ezen utóbbi megállapítás minden bizonnyal az OTP-re is igaz – tekintettel arra, hogy az OTP is huzamosabb idő óta jelen van már a szegmensben –, az arányszámok pusztán azért adnak a K&H-hoz, illetve az MKB-hez képest alacsonyabb értékeket, mivel mind a befektetési alapokban kezelt, mint a teljes vagyon alapján az OTP számít piacvezetőnek, azaz a vetítési alap az OTP esetében a legmagasabb.

Az arányszámok alapján hangsúlyosnak tűnik a tőkevédett alapok kezelése a CIB Alapkezelőnél is; az Alapkezelő befektetési alap palettáján – a kezelt vagyon alapján – a tőkevédett alapok a likviditási és pénzügyi alapok után a harmadik legnépszerűbb alapkategóriának számítanak. Ezt követően az arányszámokban ismét egy nagyobb csökkenés figyelhető meg: a maradék hat versenytárs a szegmens azon szereplői közé tartozik, akik úgy látták, hogy – valószínűleg mivel mutatkozott rá piaci igény – érdemes a termékpalettára felvenni a tőkevédett alapokat, ugyanakkor az ezen befektetési politikával rendelkező alapok nem szignifikánsak sem az alapokban kezelt, sem a teljes vagyon értékéhez képest. Esetükben a termékkínálat diverzifikálásáról van szó, ugyanakkor nem stratégiai céljuk, hogy alapkezelési tevékenységük a tőkevédett alapokra épüljön. A Takaréknál, a Dialógnál és a Generali esetében a kezelt alapok alacsony száma is érzékelteti, hogy ők azon piaci szereplők, akik utoljára léptek be a piac ezen szegmensébe.

Piaci szerkezet

A kezelt alapok száma alapján vett részesedések szerint számított Herfindahl index¹ 0,27, míg az alapokban lévő vagyon alapján vett részesedések alapján az index értéke 0,34. Az index esetében a 0-hoz közeli értékek tökéletesen versenyző, az 1-hez közeli értékek pedig monopolisztikus piacot jeleznek, azaz a hazai tőkevédett alapok piaca nem nevezhető kompetitív piacnak. A számított értékek viszonylag magas koncentrációra és egyúttal egy olyan piacra utal, ahol több kisebb szereplő mellett néhány domináns, az adott piacra specializálódott és a piacot kontrolláló szereplő van. Ezek a jellemzők leginkább oligopolisztikus piaci struktúrára utalnak, amelyben néhány piaci szereplő adja a teljes piac jelentős részét. A hazai tőkevédett alapok esetében megállapítható, hogy a három legnagyobb szereplő (K&H, OTP, MKB) által a kezelt alapok száma alapján számított

¹ A Herfindahl index a piaci koncentráció, vagy másik nézőpontból a verseny intenzitásának mérőszáma. Értéke nem más, mint a piacon lévő vállalatok piaci részesedéseinek négyzetösszege. A négyzetes összegzésből következik, hogy a mutató a nagyobb piaci részesedéssel rendelkező vállalatokat nagyobb súllyal veszi figyelembe. Ez azt az előnyös tulajdonságot hozza magával, hogy egy sokszereplős iparágban nem szükséges feltétlenül a legkisebb szereplők részesedését is megbecsülni, hiszen azok a mutatóhoz csak nagyon kis mértékben járulnak hozzá, így a mutató értékét kihagyásuk kevésbé torzítja.

együttes részesedés 80,92%, míg a kezelt vagyon alapján számított együttes részesedés mértéke 84,07%.

Az oligopol piacok két legfontosabb ismérve a kevés piaci szereplő és a köztük meglévő kölcsönös függőség. Az oligopol piaci szerkezet szereplőinek kínálati mennyisége befolyásolja az összpiaci kínálatot és ezen keresztül a piaci szereplők viselkedését. Ez a hazai tőkevédett alapok piacára is igaz, hiszen az első három piaci szereplő kínálata az összpiaci kínálatnak közel 81%-át adja. A kölcsönös függőség pedig abból a szempontból helytálló, hogy a tőkevédett alapok piacán (is) aktív alapkezelők minden bizonnyal figyelemmel kísérik – és akár a saját döntéseik során számításba is veszik – a versenytársak tőkevédett alapokkal kapcsolatos aktuális döntéseit, az új termékstruktúrákat és innovációkat.

Az oligopol piacok másik jellegzetessége a belépési korlátok megléte. Közgazdaságilag csak az tekinthető belépésnek, ha egy új szereplő megjelenése megnöveli az adott iparág kapacitását és az új szereplő alacsonyabb költséggel képes előállítani az adott terméket. Kizárólag ezen elv mentén elmondható, hogy a piacra belépett három legutóbbi szereplő (a Takarékszövetkezetek Alapkezelő 2009 novemberében, a Dialóg, valamint a Generali Alapkezelő pedig egyaránt 2011 januárjában indította el tőkevédett alapjait) sem a kezelt vagyon, sem pedig az alapok száma tekintetében nem tudta érdemben növelni a piac összkínálatát. A tőkevédett alapok értékesítése – azaz az „iparági kapacitás” bővülése – ugyanakkor alapvetően a banki fiókhálózat nagyságán, illetve az értékesítés banki támogatásán múlik. Ezért ezen szektorban a valódi belépési korlátot az jelenti, ha egy új szereplő nem rendelkezik kiterjedt értékesítési hálózattal és/vagy nincsen elég preferencia a termékek eladására az értékesítési hálózatban. Ugyanakkor amennyiben egy új szereplő esetében mind a kiterjedt értékesítési hálózat, mind a termék eladásának támogatása biztosított, akkor ezen szereplő alacsony belépési korláttal néz szembe.

A homogén termék, valamint az, hogy a piac kisebb szereplői közül egyik sem képes arra, hogy kínálatával hatást gyakoroljon a teljes piaci outputra, szintén a piac – bár nem kizárólagosan csak ezen terméktípushoz kötődő – oligopol jellegét erősíti. A K&H Alapkezelő részesedéseinek mértékére figyelemmel, az oligopol struktúrák egyik válfajaként ismert domináns vállalati árvezérlés modellje is felvetődhet, azonban ez a gyakorlatban nem áll fenn, hiszen nem beszélhetünk egységes ár alkalmazásáról, amely a tőkevédett alapok tekintetében egységes alapkezelési díj alkalmazását jelentené. Összességében elmondható, hogy a hazai tőkevédett alapok piacának oligopol jellege szembetűnő adottság.

3. A TŐKEVÉDETT ALAPOK, MINT TERMÉKEK

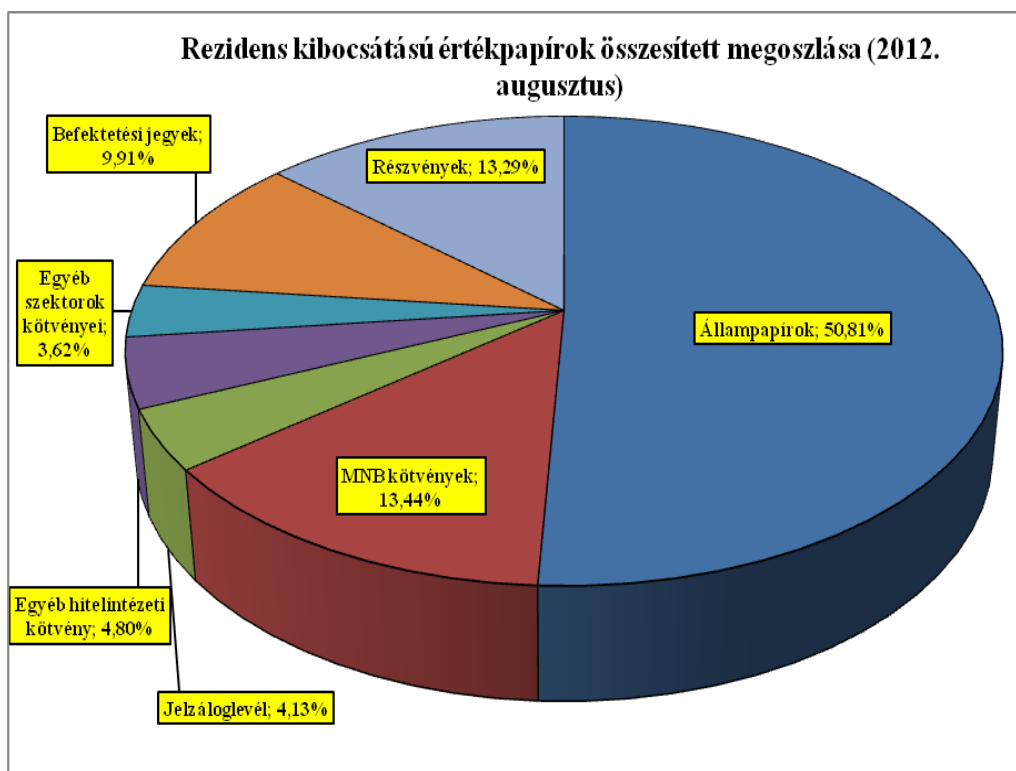
Marketing szempontból a termék nem más, mint a cég kínálata, ide értve a termék jellemzőit és sajátosságait. Ebben a fejezetben ezen utóbbin lesz a hangsúly, azaz a tőkevédett alapok termékjellemzőin, amely ezen befektetési politikával működő alapok esetében gyakorlatilag az opciós – illetve kisebb esetben swap – struktúrákat jelenti. Előtte azonban érdemes röviden áttekinteni, hogy ezen termékeket az alapkezelők hova – azaz milyen befektetői szegmens számára – pozícionálják, illetve hol tart a termék a marketingből jól ismert életciklus görbén.

3.1. Pozícionálás

Bár elsőre kétségtelenül furcsának hangozhat, de bizonyos tekintetben a tőkevédett alapok előnyei közé sorolandó, hogy normál piaci körülmények között – azaz eltekintve a tail risk jellegű eseményektől – a befektető legalább a tőkét visszakapja. Természetesen – többek között – fontos, hogy ez a visszakapott tőke a futamidő végén reálértéken számolva mennyit ér, de itt pusztán arra próbálunk utalni, hogy a válság óta talán még inkább előtérbe kerülő tőke megóvása szempontjából ez pozitív jellemző. Nagyon leegyszerűsítve, ezeken a befektetéseken explicite nem lehet veszíteni (ugyanakkor befektetői szempontból nem megkerülhető az a kérdés, hogy mekkora az ezért a biztonságért feláldozott haszon értéke).

A magyar piacon az átlagos hazai befektetőt továbbra is alacsony kockázati étvágy jellemzi. A retail befektetői szegmens így nagyon alacsony kockázat vállalása mellett szeretne minél nagyobb hozampotenciálban részesülni. A befektetési univerzumban ezen attitűdnek leginkább a bankbetétek és az úgynevezett fixed income típusú instrumentumok felelnek meg, amelynek következtében a megtakarítóktól származó forrásokért folytatott küzdelemben a tőkevédett alapok legfőbb versenytársainak is ezen eszközök számítanak. Megvizsgálva a tőkevédett alapok megtakarításokra szolgáló instrumentumokon belüli tényleges pozícióját, az alábbiak állapíthatók meg.

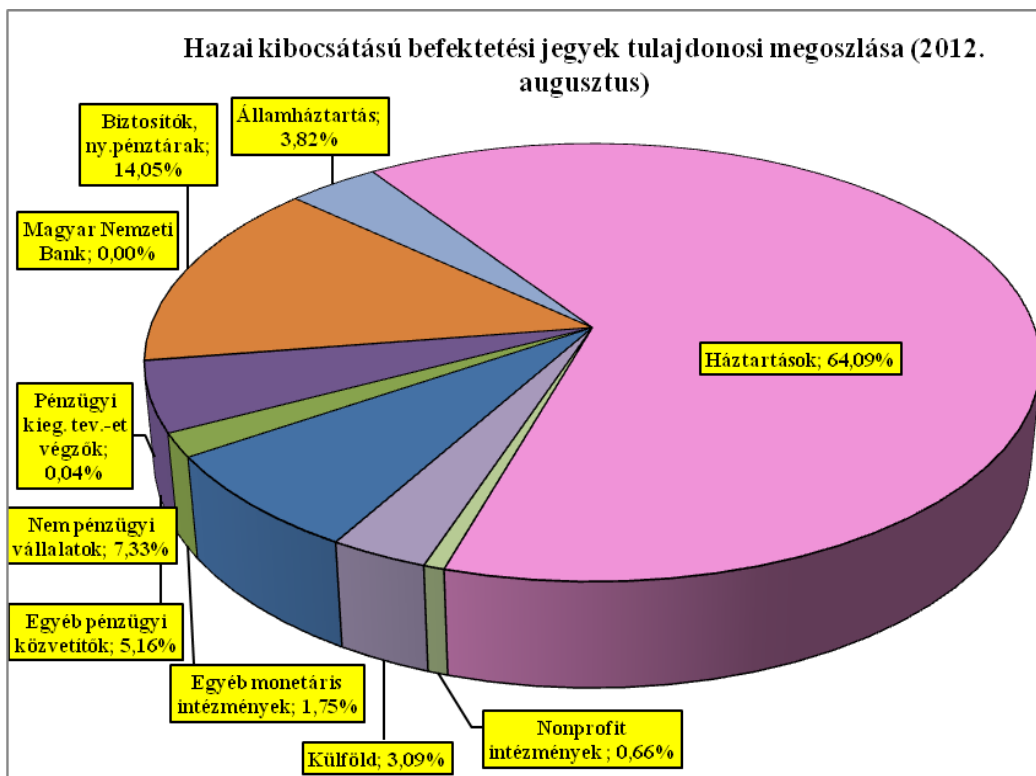
A következő ábra szemlélteti, hogy a befektetési jegyek miként állnak a rezidens kibocsátású értékpapírok közötti – azaz a bankbetéteket nem tartalmazó – versenyben:



Forrás: MNB

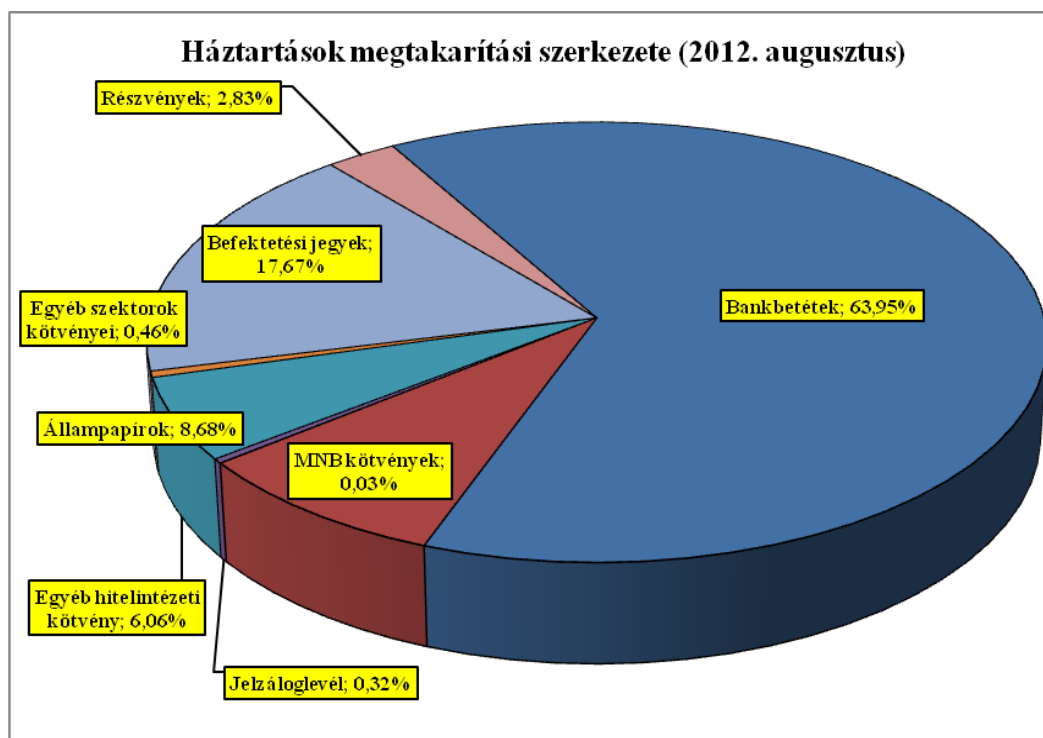
A fenti ábrával kapcsolatban megjegyzendő, hogy nem csak az instrumentumok sorrendje, de még az egyes arányszámok sem mutatnak érdemi változást a 2010. első negyedév végi állapothoz képest. Kivétel ez alól az állampapírok arányának 5%-ot meghaladó növekedése, amely az elmúlt időszak intenzív kampánya következtében fellépő kizorító hatásnak köszönhető. Jelen elemzés szempontjából a befektetési jegyek a hangsúlyosak: az értékpapírok között negyedik legnépszerűbb megtakarítási eszköznek számító instrumentumok részaránya szintén alig változott a vizsgált időszak első negyedévének kezdetéhez képest (10,04%-ról csökkent 9,91%-ra).

A fenti ábra azonban csak egy aggregált képet ad a rezidens kibocsátású értékpapírok megoszlásáról, illetve a befektetési jegyek azon belüli pozíciójáról, ugyanakkor nem veszi figyelembe a befektetési jegyek egyik legnagyobb versenytársának számító bankbetétek állományát. A hazai kibocsátású befektetési jegyek tulajdonosi megoszlását a következő ábra mutatja:



Forrás: MNB

Az ábra alapján megállapítható, hogy a befektetési jegyek alapvetően a háztartások számára vannak pozicionálva. A részarány meglehetősen szignifikáns, a megtakarítási termékek ezen piacán a unit-linked portfóliókon és a pénztárakon – mint intézményi befektetőkön – kívül gyakorlatilag nincs más potenciális célpont. Figyelembe véve a háztartások befektetési jegyek tulajdonosi struktúrájában meglévő abszolút dominanciáját, érdemes szemléltetni a háztartási szektor megtakarítási szerkezetét, amely a következő ábrán látható:



Forrás: MNB

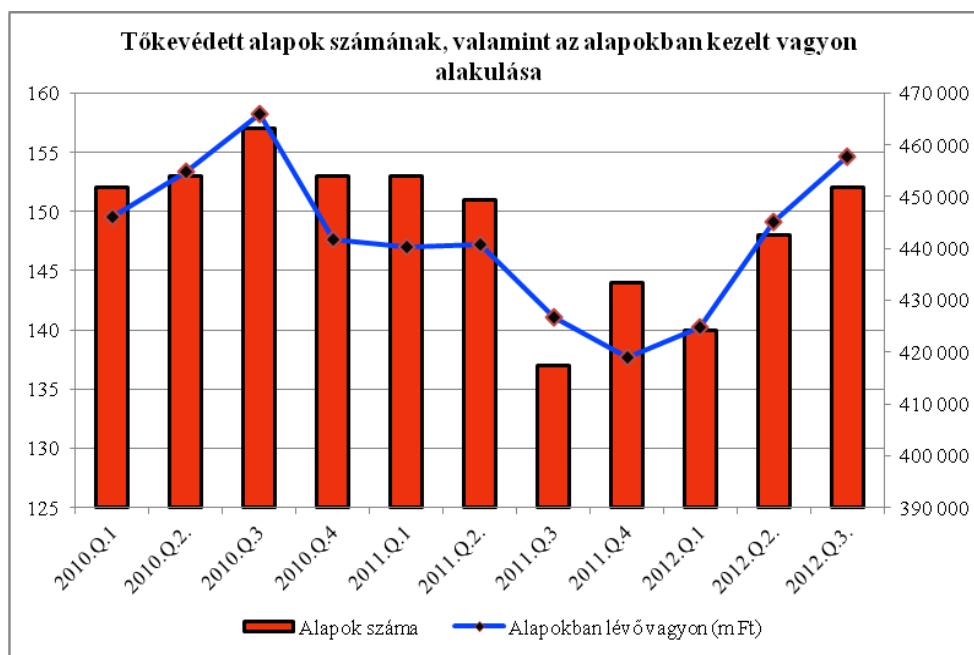
A háztartások megtakarítási szerkezetében a bankbetétek rendelkeznek olyan mértékű dominanciával, mint a háztartások a befektetési jegyek tulajdonosi megoszlásában. Viszont megállapítható, hogy a háztartások nagyságrendileg kétszer jobban preferálják a befektetési jegyeket az állampapíroknál. Az ábra visszaigazolja a magyar háztartási szektor markáns kockázatkerülő magatartását: a bankbetétek és az állampapírok együttes aránya 72,64%, amelyhez ha hozzáadjuk a befektetési alapok állományának nagyságrendileg 40%-át kitevő pénzügyi alapokat, akkor az arányszám már közel 80%-os lesz. Kizárólag a befektetési alapok oldaláról nézve pedig elmondható, hogy a pénzügyi és a tőkevédett alapokban kezelt vagyon együttes aránya a befektetési alapokban kezelt összes vagyonon belül – 2012. szeptember 30-ra vonatkozó adatok alapján – 53,82% volt, amely szintén a háztartások alacsony kockázatvállalási kedvét támasztja alá.

Az MNB statisztikái alapján elmondható, hogy a tőkevédett alapok befektetőinek több mint 90%-át teszik ki a háztartások, a maradék 10% pedig intézményi befektetők birtokában van. Összességében a pozicionálással kapcsolatban megállapítható, hogy a befektetési alapok – és ezen belül a tőkevédett alapok – alapvetően a háztartási megtakarításokat célozzák. A befektetési jegyek ugyanakkor az értékpapír-alapú megtakarítási formákon belül kevésbé preferáltak az állampapírokhoz képest, az elsődleges célpontnak számító háztartások megtakarítási szerkezetén belül pedig nem tudnak versenyezni a bankbetétekkel. Ezáltal mindkét „versenytárs” megtakarítási forma abszolút előnyt élvez a befektetési jegyekkel – és ezen belül természetesen a tőkevédett alapok jegyeivel – szemben. Ennek az lehet az egyik magyarázata, hogy amíg mind az állampapírok – kivéve természetesen a floating kamatozású papírokat és feltéve, hogy a befektető lejáratig megtartja a papírt –, mind a bankbetétek fix kamatot/hozamot biztosítanak a futamidőre, addig a befektetési jegyek esetében – a tőkevédett alapok kivételével – fix hozamról nem lehet beszélni; ráadásul a tőkevédett alapoknál is jellemzően csak minimális hozamígéretről van szó.

3.2. Életciklus

Valamennyi termék és szolgáltatás rendelkezik életciklussal, amelynek egyik legfőbb ismérve az értékesítési volumen. Ennek legkézenfekvőbb mértékegysége a darabszám, azonban a tőkevédett alapok esetében indokolt megnézni mind a kezelt vagyon alakulását, mind a tőkevédett alapok befektetési alapokon belüli részarányának változását.

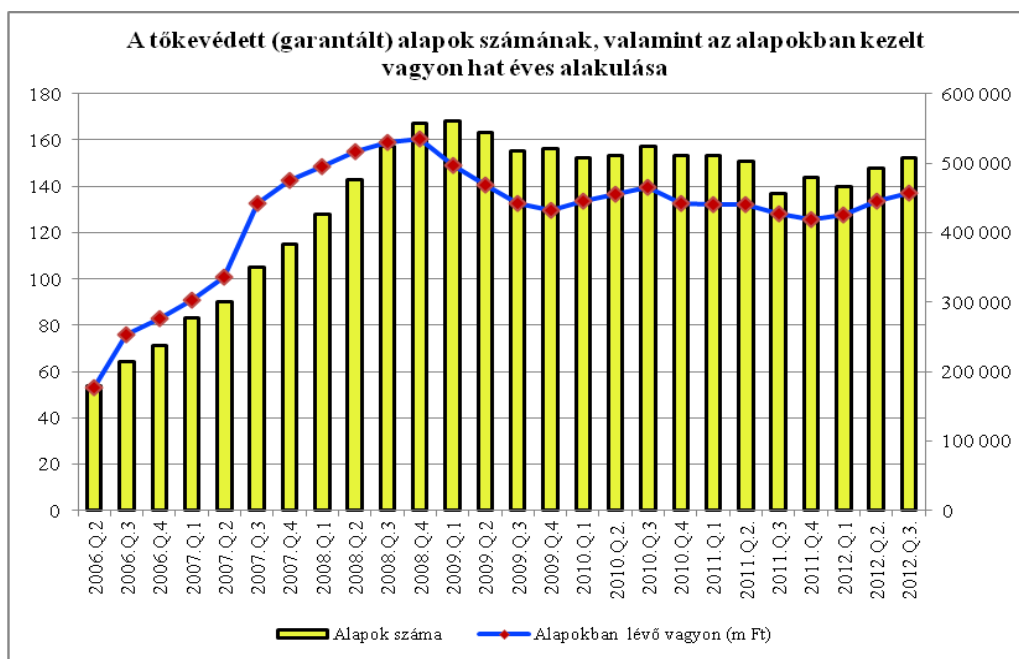
A tőkevédett alapok számának, valamint az alapokban kezelt vagyon nagyságának vizsgált időszak alatti alakulását a következő táblázat mutatja be:



Forrás: BAMOSZ

A vizsgált időszakban az alapok száma 137 és 157 darab között, míg az alapokban kezelt vagyon nagysága 419 milliárd és 466 milliárd Ft között mozgott. A számok nem utalnak olyan változásra, amelyet szignifikánsnak lehet nevezni. Abszolút értelemben nézve, a darabszám változását tekintve 2011. harmadik negyedéve a (negatív) csúcs (ezen időszakban 14-gyel csökkent az alapok száma), a kezelt vagyon tekintetében viszont 2011. utolsó negyedéve hozta a legalacsonyabb értéket.

Azon kérdés megválaszolásához, hogy a hazai tőkevédett alapok hol is tartanak életciklusukban, a fenti táblázat által bemutatott 2,5 éves időszak kevés. Pontosabb és átfogóbb képet kapunk, ha az adatokat 2006 júniusától vizsgáljuk. Ezen hosszabb időtávot a következő táblázat foglalja össze:

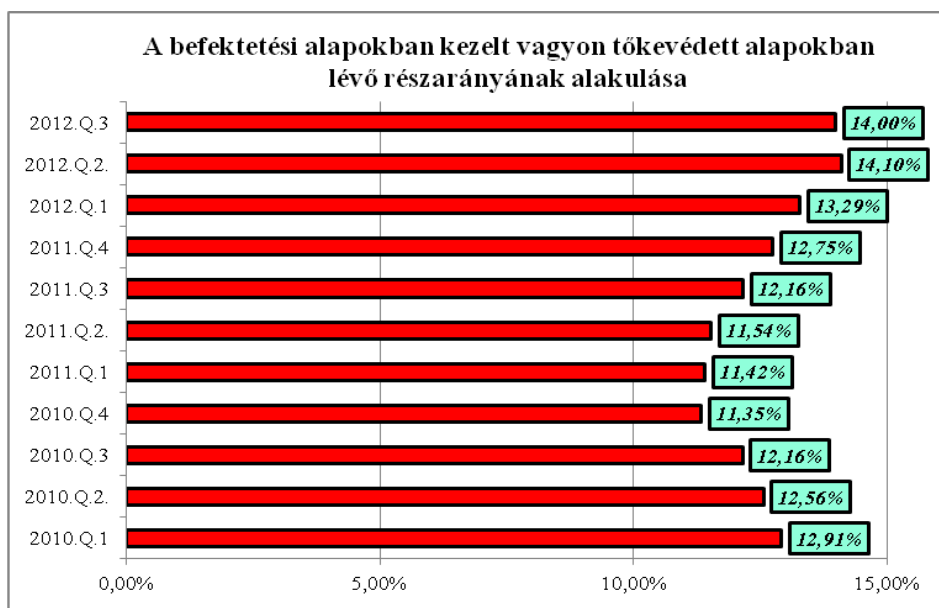


Forrás: BAMOSZ

2006 második negyedévének végén a tőkevédett alapok száma 54 volt, amely egy közel egyenletes emelkedés következtében 2009 első negyedévének végére érte el a csúcspontját (akkor a darabszám értéke 168 volt). Az alapok száma innentől kezdve kismértékben csökkent, majd stagnált, ami nagyságrendileg a 130 és 155 darabszám közötti sávot jelenti. Ez arra enged következtetni, hogy a tőkevédett alapok a növekedés szakaszát már maguk mögött hagyták: 2006 júniusától 2008 utolsó negyedévéig – azaz 2,5 év alatt – megtriplázódott az alapok száma, az elmúlt három év darabszámait viszont inkább már egy telítettség állapotában lévő termékekre utalnak. Ugyanakkor egy másik szempontból nézve ezen telítettség állapot egyúttal stabilitást jelent, amely pozitívan értékelendő: igaz, hogy a vizsgált periódusban a szektor már nem volt képes a korábbiakban tapasztalt növekedésre, viszont – akár a kezelt vagyon nagyságának, akár az alapok számának alakulását tekintve – mentes volt az intenzív negatív kilengésektől, azaz jelentősebb értékű tőke kivonás – ellentétben más alapkategóriákkal – nem érintette a tőkevédett alapokat.

Hasonló következtetésre jutunk, ha a tőkevédett alapokban lévő vagyon változását vizsgáljuk. Az alapokban lévő vagyon nagysága a 2006. júniusi értékekhez képest szintén triplázódással érte el a csúcspontját 2008 utolsó negyedévének végére: ezen időszak alatt a vagyon értéke 176 milliárd Ft-ról 534 milliárd Ft-ra nőtt. Innentől kezdve azonban a vagyon nagysága is csökkent, 2009 második negyedévének végén 468 milliárd Ft volt, melyhez képest a 2012. szeptember végi érték „csak” 10 milliárd Ft-tal volt kevesebb. A kezelt vagyon tekintetében ugyanakkor elmondható, hogy annak értéke évek óta egy jól behatárolható sávban mozog, amely intervallum nagyságrendileg a 430 és 460 milliárd Ft közötti értékeket jelenti.

Érdekes még megnézni azon részarány alakulását, amely a tőkevédett alapokban lévő vagyon viszonyulását mutatja a befektetési alapokban kezelt összes vagyonhoz képest. Ezt szemlélteti a következő ábra:



Forrás: BAMOSZ, PSZÁF

Ez a részarány azonban kevésbé annyira kifejező, mint a kezelt vagyon, illetve a darabszám, mivel egy másik tényező – nevezetesen az alapokban lévő vagyon nagysága – is befolyásolja. Ennek következtében a részarány alakulása a tőkevédett alapok vagyonának, illetve a befektetési alapok vagyonának relatív változásától függ. Azaz a mutató nőhet úgy is, hogy csökken a tőkevédett alapokban lévő vagyon nagysága – pusztán azért, mert a befektetési alapokban lévő vagyon arányaiban még ennél is nagyobb csökkenést szenved el (erre példa 2011. harmadik és utolsó negyedéve). Mindenesetre azon tény, hogy a mutató értékei a vizsgált periódus alatt 11,35% és 14,1% között alakultak szintén egyfajta relatív állandóságot jelez. A részarány alakulása egyébként 2010 végéig csökkenő volt, majd némi stagnálás után 2011 harmadik negyedévében mutatott némi emelkedést. Ehhez hozzájárult a magánnyugdíjpénztári rendszer 2011. évi átalakítása, illetve a végtörlesztés is.

Mivel a tőkevédett alapok az érettség szakaszában vannak és ezen szakasznak alapvető jellegzetessége, hogy az értékesítés volumene elérte a maximumot, a forgalom stagnál, a kereslet viszonylag állandó, ezek a tényezők rákényszerítik az alapkezelőket a termékfejlesztésre és az innovációra. Nincs ez másképp a hazai tőkevédett alapok szektorában sem: a termékfejlesztés folyamatos, amely a tőkevédett alapok esetében gyakorlatilag egyet jelent az extrahozamot lehetővé tevő struktúrák innovációjával. A következő részben ezen struktúrák bemutatására kerül sor.

3.3. Opciók struktúrák

A tőkevédett alapok koncepciója kapcsán gyakran emlegetik a strukturált alap kifejezést. Egy strukturált termék nem más, mint tradicionális pénzügyi eszközök és derivatívák kombinációja, amely azt a célt szolgálja, hogy szélesítse a befektetési lehetőségek választékát intézményi és retail befektetők számára egyaránt. Egy strukturált termék olyan „csomagolt” – és ezáltal egy önálló termékként értékesített – megoldás, amely lehetővé teszi a befektetők részére, hogy olyan eszközök kombinációjába fektessenek, amelyek önmagukban jellemzően nem érhetőek el a piacon. Ez kétségtelenül a tőkevédett alapok egyik előnyös tulajdonsága: olyan befektetési struktúrákat

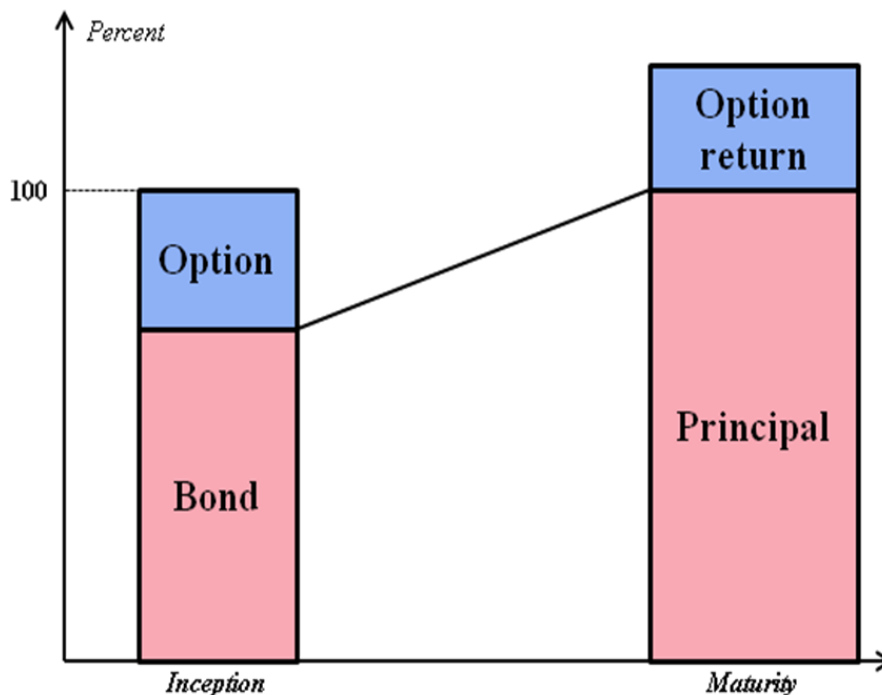
kínálnak, amelyeknek gyakorlatilag nincs alternatívája a piacon. Az alapok által leképzett mögöttes piacok az esetek döntő többségében csak nehezen és nagyon magas tranzakciós költségek árán lennének elérhetőek a hazai, alacsony befektetési összeggel rendelkező befektetők számára.

A tőkevédett alapok esetében a tradicionális pénzügyi eszközt az esetek döntő többségében zéró-kupon betétek – ritkább esetben állampapírok –, a derivatív részt pedig opciók – ritkább esetben swap ügyletek – jelentik. A gyakorlatban alkalmazott struktúrákat illetően alapvetően kétfajta technikát különíthetünk el: az egyik az úgynevezett option-based portfolio insurance (OBPI), a másik pedig a constant proportion portfolio insurance (CPPI). Fontos hangsúlyozni, hogy jelenleg a magyar piaci szereplők döntő többsége² által alkalmazott OBPI technikákon belüli opciók típusa rendkívül széles, amelyek egy része nem építhető fel klasszikus put és call opciókból. Ebben a részben először röviden bemutatjuk az OBPI és CPPI technikák jellemzőit, majd ezek után a hazai alapkezelők által alkalmazott főbb opciós stratégiák kerülnek áttekintésre.

Az OBPI technika két komponensen alapul: egy olyan kötvény, amelynek nincsen futamidő alatti kifizetése (tipikusan tehát zéró-kupon kötvény) és amelynek az a funkciója, hogy a befektető legalább a tőkéjét visszakapja a lejárat végén. A konstrukció másik eleme egy opció, amely valamely mögöttes termék (underlying) irányába biztosít kitétséget, és amelynek funkciója, hogy a tőke védelmén felül a mögöttes termék árának megfelelő változása esetén hozamot biztosítson a befektető számára. Lejáratkor a befektető visszakapja a befektetési jegyek névértéket, továbbá a névérték százalékában kifejezett extra hozamot – feltéve, ha az underlying futamidő alatti teljesítménye pozitív. Ebben az esetben tehát egy tőkevédett alap portfoliója két jól elkülöníthető részből áll: egy zéró-kupon kötvényből, amely biztosítja, hogy a befektetők a lejárat végén legalább az induló árfolyam ellenértékét megkapják – tehát érvényesül a tőkevédelemre vonatkozó ígélet –, és az opcióból, mely lehetővé teszi a befektetőknek, hogy a mögöttes termék hozamából részesedhessenek. Az OBPI technikát a következő ábra mutatja be:

² A vizsgált időszakban a 152 tőkevédett alap közül mindössze 7 alap alkalmazott CPPI technikát.

The option-based structure components



Forrás: <http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/13217/THESIS.pdf> 13. oldal

Az opciós komponens hivatott tehát az upside potenciált biztosítani. Legegyszerűbb esetben az OBPI-ban alkalmazott opció típusa egy sima call opció, amelynek strike price-a megegyezik az alaptermék kötési időpontban érvényes spot árával. A struktúrában az úgynevezett risk-free rész egy zéró-kupon kötvény, amelynek kötési időpontban számított árfolyamértéke a $P_{\text{Bond}} = CF_t e^{-rt}$, ahol CF a kötvény névértékét, t a futamidőt, míg r a folytonos hozamot jelenti. Előfordul azonban, hogy az opciós prémium értéke magasabb annál az összegnél, amely a kötvény megvásárlása után az alapban marad. Ez azt vonja maga után, hogy az underlying portfolió teljesítményéből a befektetők nem részesedhetnek 100%-ban. Az úgynevezett participációs ráta éppen azt fejezi ki, hogy az alap milyen mértékben részesül a mögöttes portfolió teljesítményéből.

Ennek egyszerűsített képlete: $R = (Principal - P_{\text{Bond}})/C$.

A képlet azért egyszerűsített – pontosabban fogalmazva azért nem teljesen helyes –, mert az alap számára felmerülnek költségek, amelyek tovább csökkentik az opció megvételére rendelkezésre álló összeget. A participációs rátát³ a kötvény komponens felől a mindenkori piaci kamatlábak, míg az opciós komponens felől az opciós prémium értékére ható tényezők befolyásolják. Ha a piaci kamatok magasan vannak, akkor alacsonyabb lesz a zéró-kupon betét jelenértéke, ezáltal több pénz marad az opció megvételére, amely a participációs ráta értékére is kedvező hatással van. Az opció

³ A participációs ráta azon hányados, amely azt fejezi ki, hogy az alap milyen mértékben részesülhet az opció alaptermékének teljesítményéből. Számszerűleg kifejezve ez nem más, mint az alap induló vagyonából a lejáratkori értékét biztosító összeg jelenértéke és a költségek levonása után megmaradt összeg, illetve az opciós prémiumnak a hányadosa

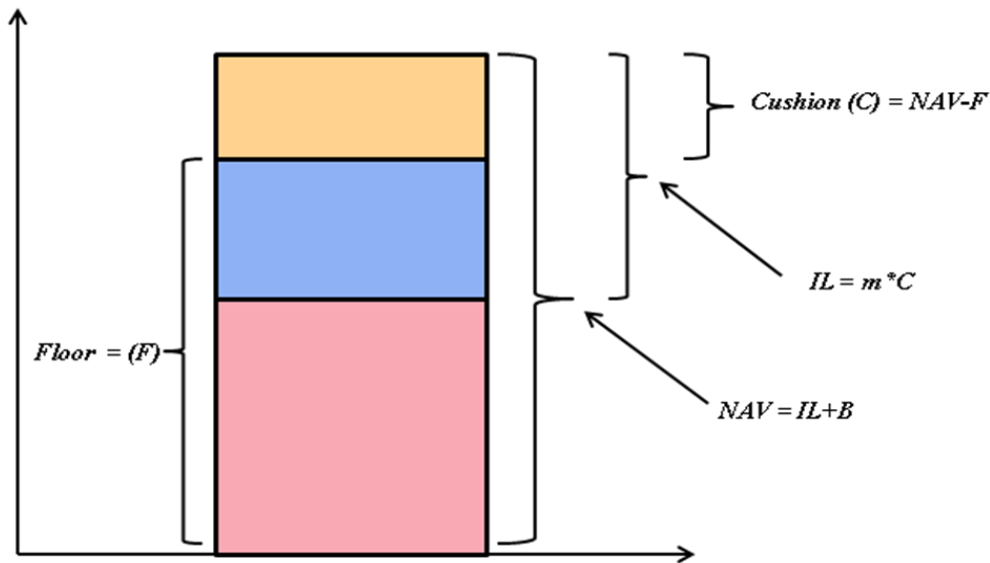
árára ható tényezők közül érdemes kiemelni az alaptermék árának volatilitását: az alacsonyabb volatilitás csökkenti az opciós prémium értékét, amely ezáltal növeli a participációs ráta értékét.

A participációs ráta növelésnek egyik, a gyakorlatban alkalmazott módja, hogy az opciós konstrukciót úgy alakítják ki, hogy az minél inkább hasonlítson egy úgynevezett ázsiai opció kifizetésére. Ez azt jelenti, hogy az underlying értékét az alap futamideje alatt előre meghatározott dátumokon megfigyelik, és ezen megfigyelt értékeknek veszik az átlagát, amely által csökkenthető a volatilitás. De egyéb olyan egzotikus opciókat is használnak a participációs ráta növelésére, amelyek prémiuma alacsonyabb, mint a plain vanilla opcióké. Az úgynevezett részvénykosarak (equity baskets) használata – ahol a komponensek közötti korreláció csökkenti az opció árát –, a digitális, quanto és barrier opciók jó példák erre, amelyeket az alapkezelők egyébként gyakran alkalmaznak.

Az alapok által alkalmazott másik technikának – a CPPI-nak – elsődleges célja, hogy megóvja a befektetőket a negatív piaci mozgásoktól, miközben azért az upside potenciált is fenntartsa. Ezt a CPPI stratégia a portfólióban lévő kockázatos és kockázatmentes – vagy legalábbis annak gondolt – eszközök folyamatos változtatásával éri el, mégpedig a mindenkori piaci környezetre reagálva. A CPPI – szemben a statikus OBPI technikával – egy dinamikus eszközallokációs stratégia, amely az előre definiált úgynevezett védelmi szinteket folyamatos újraszűlyezés révén valósítja meg. A CPPI előre meghatározott jövőbeni időpontokban biztosít úgynevezett védelmi szinteket, mégpedig azáltal, hogy olyan mennyiségű kockázatmentes eszközt tart a portfólióban, hogy azok megfelelő fedezetet nyújtsanak az előre determinált védelmi szint teljesítésére. A CPPI stratégia abban is különbözik az OBPI technikától, hogy sok esetben a kockázatos eszközökben közvetlenül vesz fel long (vételi) pozíciókat – azaz nem feltétlenül használ opciókat –, annak érdekében, hogy a portfóliómenedzser minél aktívabban tudja kezelni a struktúrát.

Alapjában véve viszont nincs nagy különbség a CPPI és az OBPI között. A CPPI esetében is megtalálható a védelmi szinteket biztosítani hivatott kockázatmentes eszköz, mely azonban a bankbetétek, a zéró-kupon kötvények, illetve pénzügyi eszközök között váltakozhat (az OBPI esetében ez jellemzően zéró-kupon kötvény). A kockázatos eszközök pedig itt is a védelmi szinteken felüli extrahozamot hivatottak megtermelni. A CPPI felépítését a következő ábra mutatja be:

The CPPI strategy components



Forrás: <http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/13217/THESIS.pdf> 17. oldal

Az úgynevezett „floor” (F) az az összeg, amely az adott pillanatban szükséges ahhoz, hogy a lejáratkor a névérték biztosítva legyen, közgazdasági tartalmát tekintve pedig nem más, mint a lejáratkori névérték jelenértéke. Az úgynevezett „investment level” (IL) az az összeg, amely a kockázatos eszközökbe kerül befektetésre, biztosítva a struktúra számára az upside potenciált. Ennek számszerű képlete az $IL = m(NAV - F)$, ahol az $(NAV - F)$ nem más, mint az úgynevezett „cushion” (C). A „cushion” az az összeg, amely ahhoz szükséges, hogy megakadályozza a NAV értékének az F értéke alá történő csökkenését. Az „m” egy úgynevezett tőkeáttételi faktor vagy multiplikátor, amely azt fejezi ki, hogy mekkora tőkeáttétel megengedett a struktúrában. Jellemző értéke 2 és 5 között van, nyilván minél magasabb, annál nagyobb a kockázati preferencia. A multiplikátor magasabb értéke egyfelől azt jelenti, hogy több pénzt lehet a kockázatos eszközökbe allokálni, amely által a hozampotenciál is magasabb lesz, másfelől ugyanakkor azt is maga után vonja, hogy – csökkenő underlying-ok esetében – a portfólió értéke gyorsabban közelíti az F értékét. A kockázatos eszközökbe történő befektetések értékét reprezentáló IL értékének – fentiekben említett képlet alapján történő - meghatározása után fennmaradó összeg kerül kockázatmentes eszközökbe.

Amennyiben a kockázatos eszközök ára emelkedik, akkor a portfólió egyre nagyobb hányada kerül allokálásra ilyen eszközökbe – azaz az IL értéke emelkedik –, ezzel szemben amikor a piaci környezet negatív, akkor az alapkezelők a kockázatmentes rész súlyát növelik, hogy biztosítsák a „floor” védelmét. Ez egyébként a CPPI stratégia egyik legfőbb kockázata, nevezetesen, hogy az alap NAV-jának értéke az F értéke alá csökken. Ezt nevezi a szakirodalom „gap risk”-nek. Abban az esetben, ha a futamidő végén a NAV értéke alacsonyabb az F értékének, akkor a különbözetet a garantőrnek (amely a legtöbb esetben valamilyen bank) kell kifizetni. A garantőrök ezen „gap risk”-et rendszerint put opciók kiírásával fedezik.

Végezetül röviden néhány képlet segítségével foglaljuk össze a CPPI stratégia algoritmusát. A kiinduló helyzet a „floor” értékének meghatározása, amely az $F_t = CF_t e^{-r(T-t)}$ képlet alapján történik, ahol CF_t a t időpontban érvényes védett összeg, az r a t időpontban érvényes folytonos kamatláb, a $(T-t)$ pedig a t időponttól hátralévő futamidő. Az F alapján a „cushion” t időpontbeli értéke a $C_t = NAV_t - F_t$ összefüggés alapján határozódik meg, majd ezek után definiálják az „investment level” t időpontbeli értékét a már említett $IL_t = m \cdot C_t$ képlet alkalmazásával. Ez tehát a portfólió azon része, amelyet kockázatos eszközökbe fektetnek. Ezek után a portfólió maradék vagyona kerül kockázatmentes eszközökbe, azaz a $B_t = NAV_t - IL_t$ -nek megfelelő összeg. Ezen risk-free komponens általában olyan zéró-kuponú eszközökbe kerül, amelyek futamideje t időpontban megegyezik a CPPI futamidejével. Ezen említett algoritmus felhasználásával a későbbiekben – az előre meghatározott napokon – a CPPI portfólió újraszűlyezésre kerül.

3.4. *Alkalmazott stratégiák*

Ezen fejezet alapvetően két célt kíván megvalósítani. Az egyik, hogy röviden, összefoglaló jelleggel bemutassa a hazai alapkezelők által leggyakrabban alkalmazott opciós stratégiákat. Az elemzés ugyanakkor nem vállalkozik arra, hogy minden opciós struktúrát részletekbe menően bemutasson, tekintettel arra, hogy ezek területe rendkívül széles. A másik cél az, hogy az opciós stratégiák bemutatásával párhuzamosan megjelenítsük az innovációkat, ui. a tőkevédett alapok esetében az innováció az opciós struktúrák folyamatos fejlesztésében nyilvánul meg.

A tőkevédett alapok indulásának kezdetén az opciók egyszerű long call opciók voltak. Az alapkezelők által beküldött adatszolgáltatás alapján a long call struktúra még továbbra is széles körben képviselteti magát az alkalmazott opciós struktúrák között. Ebben az esetben az alap tehát opciós prémium fejében egy adott underlying portfólióra vásárol egy vételi jogot, amelynek következtében a mögöttes portfólió emelkedésében lesz érdekelt. Ha a lejáratkori spot ár magasabb az opció strike price-ánál, akkor az alap lehívja az opciót, ellenkező esetben az opció értéktelenül jár le (az opció értéke a mögöttes termékek értékéhez képest jelentősen változhat a lejáratig hátralévő időben, hiszen az opció árát meghatározó tényezők közül az idő során akár nagyobb mértékben is változhat a volatilitás és a kockázatmentes kamat is).

Szinte majdnem minden piaci szereplő alkalmazza az úgynevezett ázsiai típusú, vagy más néven átlagolós opciókat, amelyek viszont már az egzotikus opciók közé tartoznak. Jelen pillanatban talán az ázsiai típusú opció számít a hazai alapkezelők által leggyakrabban alkalmazott opciós struktúráknak. Az átlagolós opciók lényege, hogy kifizetésük nem a strike price és a lejáratkori spot ár alakulásától függ, hanem az opció futamideje alatt úgynevezett megfigyelési napokon megnézik az opció értékeit, ezeket átlagolják, és a lejárat végén ezen átlagot viszonyítják az opció kötési árához. A konstrukció egyik legfőbb előnye, hogy ezáltal csökkenthető az alaptermék volatilitása, amely viszont azt eredményezi, hogy ezen típusú opciók prémiuma alacsonyabb, mint a vanilla put és call opcióké. Ennek következtében különösen jól alkalmazhatók az általában nagy árfolyam ingadozásra hajlamos commodity piacok esetében. További előnye az ázsiai opcióknak, hogy kevésbé szenzitívek olyan extrém piaci eseményekre, amelyek a lejárat közelében következnek be (pl.: hirtelen piaci sokkok).

Egy ázsiai opció egyszerűsített sémáját a következő táblázat mutatja be:

Megfigyelési napok	Mögöttes index értéke	Teljesítmény
2012.07.09	251,90	-17,95%
2012.08.07	263,25	-14,25%
2012.09.07	262,34	-14,55%
2012.10.08	262,34	-14,55%
2012.11.07	262,34	-14,55%
2012.12.07	262,34	-14,55%
	Átlag	-15,07%

Forrás: PSZÁF

A teljesítmények számítása során a megfigyelési napok indexértékeit mindig a mögöttes portfólió induló értékére vetítik. A fenti táblázat kizárólag az ázsiai opciók legegyszerűbb esetét mutatja be, ugyanis ezen struktúrán belül is számos variáns létezik. A logika minden esetben ugyanaz, amely viszont a konkrét struktúrákban számos addicionális elemmel egészül ki. Az alábbi táblázat egy hétféle indexből álló underlying alakulását mutatja, egy olyan kritériummal, miszerint ha az átlagos indexeltérés nagyobb, mint abszolút értelemben vett 4%, akkor a hozamkülönböt az alap nyeri meg.

Megfigyelési napok	Index	Index 2.	Index 3.	Index 4.	Index 5.	Index 6.	Index 7.
2006.08.31	1 303,82	3 808,70	16 140,76	70,26	7 647,00	31 500,00	2 442,66
2007.08.31	1 473,99	4 294,56	16 569,09	74,04	7 580,00	30 250,00	2 527,08
2008.09.01	1 282,83	3 364,40	12 834,18	115,46	7 371,00	19 415,00	1 829,42
2009.08.31	1 020,62	2 775,17	10 492,53	69,96	6 490,50	19 595,00	1 500,76
Indexek átlaga	1 259,15	3 478,04	13 298,60	86,49	7 147,17	23 086,67	1 952,42
Indexek átlagos hozama	-3,43%	-8,68%	-17,61%	23,10%	-6,54%	-26,71%	-20,07%
Teljesítmény átlag:		-8,56%					
Participációs rátával (120%) korrigált hozamkülönböt		5,47%					

Forrás: PSZÁF

Ennek a konstrukciónak egyik továbbfejlesztett – és szintén gyakran alkalmazott – változata, amikor több indexből álló részvénykosarak versenyeznek egymással. A részvénykosarakban szereplő indexek súlyainak figyelembe vételével a megfigyelési napokon meghatározzák a kosarak értékeit, illetve ez alapján az adott kosár teljesítményét, majd ezek után az adott megfigyelési napon legjobb teljesítményt elért kosár hozamát veszik csak figyelembe, vagy a kosarak teljesítménye súlyozva van az elért hozamok alapján (azaz a legjobb teljesítményt elért kosár kapja a legnagyobb súlyt). A megfigyelési napokon érvényes hozamok átlaga adja aztán az underlying portfólió futamidő alatti teljes hozamát. Szintén az átlagolós opciók egyik válfajának tekinthető az a struktúra, ahol nem kizárólag a mögöttes portfólió futamidő alatti értékeit, hanem a megfigyelési napokon a teljesítmények számításának viszonyítási alapját képező kezdőárfolyamot is átlagolás útján határozzák meg.

Maradva továbbra is az ázsiai jellegű opcióknál, sok alapkezelő alkalmaz olyan konstrukciókat, ahol az átlagszámításhoz felhasznált teljesítmények meghatározása során figyelembe vett indexek, vagy egyedi részvények adott megfigyelési napi teljesítményei maximalizálva vannak. Tegyük fel,

hogy egy hároméves futamidővel rendelkező alap kétféle hozamot kínál: egy feltétel nélküli, illetve egy feltételes hozamfizetést. Az első évre vonatkozóan az alap lejáratakor – a mögöttes részvényt piacok alakulásától függetlenül, azaz feltétel nélkül – befektetési jegyenként kifizet 10% hozamot. A második és harmadik évekre viszont feltételes hozamfizetést kínál az alap, amely több vállalat részvényeiből álló részvénykosár teljesítményétől függ. Az alap az egyenlően súlyozott részvénykosár indulástól vett átlagos teljesítményét fizeti ki. Mindkét évben az egyes részvények indulástól vett hozamai kerülnek átlagolásra úgy, hogy az egyes papírok hozamait legfeljebb +20%-os mértékig veszik figyelembe. Azaz ha pl. a második év végén minden egyes részvény 20% felett teljesített az indulástól számítva, akkor is 20% a kosár hozama. Emiatt az egyes években a 20%-os hozamplafon nem csak magára a részvénykosárra, hanem azon belül az egyes részvényekre is érvényes. Az átlagolás során figyelembe vett egyedi részvényhozamok között lehetnek negatív értékek, de a hozamfizetés alapját képező kosárhozam egyik évben sem lehet negatív (tehát legalább 0).

A példában említett 20% tekinthető egy úgynevezett „cap”-nek, amelynek értéke alapról alapra változik. Bizonyos esetekben ugyanakkor a „cap” értéke nemcsak felfele van maximalizálva, hanem lefelé történő elmozdulásnak is van egy minimum értéke: pl.: amennyiben az egyes részvényekre meghatározott százalékos változás értéke -40%-nál nagyobb, de 0%-nál kisebb, úgy az adott részvény teljesítménye 0%-os értékkel kerül figyelembe vételre a számtani átlag számítása során. Ezen konstrukciókon belül még a további főbb technikákat alkalmazzák:

- a megfigyelési napok teljesítményeit nem átlagolják, hanem azok összegzésre kerülnek;
- a futamidő végén előre meghatározott százalékponttal csökkentik a portfólió futamidő alatti átlagos vagy összesített teljesítményét;
- az átlagos hozam számítása során a legjobb teljesítményt nyújtó indexek vagy részvények értékeit fix összegű hozamokra cserélik ki;
- a pozitív teljesítményt nyújtó részvények teljesítményét egy konstans számmal szorozzák meg;
- az adott megfigyelési napon legmagasabb teljesítményt nyújtó részvénykosarat kivesszik a mögöttes portfólióból, viszont az elért értékeket rögzítik.

A fejezet elején részletesebben bemutatott CPPI technika sem számít novumnak a hazai piacon, ugyanakkor egyes alapkezelők véleménye szerint a közeljövőben egyre több olyan alap jelenhet meg, amely ezt a technikát alkalmazza, vagy adott esetben ezen technikát mixeli más struktúrákkal. A hazai gyakorlat szempontjából a CPPI technikával kapcsolatban a következőket tartjuk fontosnak megemlíteni. Mindenekelőtt ez a struktúra nem a tőkevédelemről – és főleg nem a hozamvédelemről – szól. Ahogy a technika általános bemutatásánál láttuk, ebben az esetben úgynevezett védelmi szintek vannak, amelyek egy adott időszakra – jellemzően egy évre – szólnak. Tehát azt mondja az alapkezelő, hogy az első év végére vonatkozó védelmi szint értéke az alap induló árfolyamának 90%-a, ami a másik oldalról nézve azt jelenti, hogy az első évben az alap nem veszíthet többet 10%-nál. A védelmi szint konkrét mértékének meghatározásához sokan a VaR számítást használják. Ebből már látszik, hogy ez a struktúra kockázatosabb a protected fund-oknál – hiszen tőkét is veszíthet az alap –, ugyanakkor egyes alapkezelők véleménye szerint a hazai piacon jobban eladhatóbbak az ezen technikával működő alapok a klasszikus kötvény és

részvényalapokhoz képest. Különbség a protected fund-okhoz képest, hogy a CPPI alapoknál nem feltétlenül van derivatív rész (leszámítva persze az árfolyamkockázat hedgelését), azaz a portfólió kockázatos részét ezen alapok jellemzően részvényalapok befektetési jegyeiből építik fel (tehát alapok alapja konstrukciókról van szó). Az általános résznél leírtaknak megfelelően az alapkezelők a mindenkori piaci helyzetnek megfelelően változtatják a portfólió kockázatos és kockázatmentes részét. A technika egyik legfőbb kockázata a már szintén említett gap risk, azaz amikor az alapkezelő nem tudja megvédeni a kitűzött árfolyamot. Ezt mindenekelőtt hirtelen és nagymértékű részvényárfolyam csökkenések idézhetik elő, de extrém piaci körülmények között akár az is előfordulhat, hogy az alap a biztonságosnak vélt pénzügyi jellegű eszközök árfolyamának esése következtében nem tudja biztosítani az előre determinált védelmi szintet. Egy „klasszikus” (buy and hold) OBPI struktúrához képest ez mindenképp egy aktívabb portfóliókezelést feltételez, amely viszont a kapcsolódó költségek növekedését is maga után vonja.

Egyes alapkezelői vélemények szerint a „klasszikus” struktúrákból mára a hazai piac is kihozta, amit lehetett. Összességében ezek eléggé hasonló konstrukciók voltak – nyilván azon fő eltérésekkel, hogy az adott helyzetben az alapkezelő éppen milyen mögöttes piac(ok)ban látott fantáziát. Manapság az egyik névumot azon struktúrák jelentik, ahol az opciók underlying-ját a befektetők körében népszerű és megfelelő track record-dal rendelkező alapok befektetési jegyei alkotják, azaz ilyen lehet egy abszolút hozamra törekvő befektetési jegyekből összeállított opciós struktúra.

A tőkevédett alapokhoz kapcsolódó és a hazai gyakorlatban valóban újdonságnak mondható konstrukció a futamidő alatt névértéket is törlesztő alapok struktúrája. Ezen struktúrák esetében a különbség annyi, hogy nem egyetlen zéró-kupon betét van, hanem annyi, ahány részletben a névérték törlesztése történik a futamidő alatt (pl. ha a teljes tőkerészt 25%-os részenként törlesztik, akkor négy).

A mögöttes portfóliókkal kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy azok több elemből felépülő részvénykosarak vagy indexek. A vizsgált időszakban a legkedveltebb underlying-nak a következő három index számított:

- S&P BRIC 40 Daily Risk Control;
- Dow Jones Eurostoxx50 Index;
- Dow Jones UBS Commodity Excess Return Index.

Az opciós struktúrák mellett a piacon jelenleg két szereplő swap ügyletet alkalmaz annak érdekében, hogy valamely mögöttes portfólió teljesítményéből szintetikus úton részesedjen. Jellemüket tekintve ezen swap ügyletek úgynevezett equity swap, pontosabban equity basket swap ügylek, ahol a basket szó arra utal, hogy az underlying ezen ügyletek esetében is egy több komponensből álló index vagy részvénykosár; bár meg kell jegyezni, hogy vannak olyan ügyletek, ahol az alap nem egy részvénykosár teljesítményét kapja, hanem egy fix kamatot (amely által már nem is equity, hanem interest rate swapról beszélünk). Az equity swap ügyletek keretében tehát a hazai alapok jellemzően valamely részvénykosár hozamát kapják, cserébe pedig általában egy pénzügyi referencia kamatláb adott spread-del növelt vagy csökkentett értékét fizetik. A hazai tőkevédett alapok esetében ez a pénzügyi referencia kamatláb a BUBOR, az pedig, hogy pontosan

melyik BUBOR érték, az elszámolási időszak hosszától függ (a negyedéves elszámolás miatt ez tipikusan a 3 havi BUBOR). Az alapok tehát jellemzően negyedévente fizetik az éppen aktuális és a swap ügylet névértékére vetített pénzpiaci kamatlábat, de csak az ügylet lejáratakor kapják meg a mögöttes részvénykosár futamidő alatti teljesítményét – feltéve természetesen, ha a kosár hozama pozitív. Az egyik piaci szereplő által alkalmazott swap struktúra esetében a swap névértéke is változik: ez abból adódik, hogy az alapok nyílt végűek, azaz például visszaváltások esetén az alapkezelő a névérték csökkentésével fedezi a visszaváltások ellenértékét.

4. ÉRTÉKESÍTÉS ÉS PROMÓCIÓ

4.1. *Értékesítés*

A marketing szempontjából az értékesítés mindazon tevékenységeket jelenti, amelyek könnyen elérhetővé teszik a terméket a vevők számára. Ehhez elosztási csatornákra van szükség; ezeket a disztribúciós csatornákat a marketingközvetítők jelentik. A befektetési alapok világában ezen közvetítők szerepét elsősorban a forgalmazók és a függő ügynökök töltik be.

A tőkevédett alapok szektora viszont abból a szempontból is speciális, hogy az alapok nagyságrendileg fele még mindig zárt végű struktúrában működik, ami azt jelenti, hogy a befektetési jegyek a forgalmazónál nem válthatók vissza, azok kizárólag a tőzsdén, illetve szabadpiacon, egyszerű adásvételi szerződés keretében ruházhatók át. Ezen zárt végű alapok esetében a jegyzési időszak lezárultával a forgalmazónak a futamidő alatt valójában nincs dolga. A nyílt végű struktúrák esetében viszont fontos, hogy az adott alap egy megfelelő hálózatsűrűséggel bíró forgalmazási hálózattal rendelkezzen. Ez a forgalmazói hálózat ugyanakkor nem kizárólag a megfelelő térbeli lefedettséget jelenti (lásd fiókhálózat), hanem a termékválasztékot is, azaz az adott forgalmazó kínálatában elérhető befektetési – illetve jelen esetben tőkevédett – alapokat.

Jóllehet a Batv. hatálybalépésével már az alapkezelők részére is lehetővé vált a kollektív befektetési értékpapírok forgalomba hozatala és folyamatos forgalmazása, a hazai befektetési alapok forgalmazását továbbra is a hitelintézetek és a befektetési vállalkozások végzik. Ami a forgalmazással kapcsolatban kiemelendő, hogy a 11, tőkevédett alapokat (is) kezelő alapkezelő közül 9 pénzügyi csoportba tartozik, a Generali biztosítói háttérű, egyedül a Dialóg számít független alapkezelőnek. Ebből következően 9 alapkezelő esetében az értékesítési csatorna a bankok fiókhálózata, kizárólag az említett két szereplőnek kell úgymond külső forgalmazókkal megállapodnia a befektetési jegyek értékesítéséhez. Természetesen a banki háttérű alapkezelők esetében is több forgalmazó van, azonban a csoporttag hitelintézet minden esetben vezető forgalmazóként vesz részt a jegyek értékesítésében.

Az értékesítésben tehát a bankok és a befektetési vállalkozások abszolút domináns szerepet töltenek be, de összességében a bankok fiókhálózatainak van igazán szignifikáns szerepe, hiszen ott tudatosan tudják értékesíteni a termékeket (persze attól függően, hogy a bank értékesítési stratégiája mennyire enged teret más termékeknek a bankbetétek mellett). Az alapkezelőktől származó információk alapján csak olyan alapokat érdemes kialakítani, amelyeket a bankok a fiókhálózatban el is kívánnak adni. Az értékesítés folyamatában – természetesen jóval kisebb súllyal – részt vesznek a forgalmazók ügynökei, de akár maga az alapkezelő is értékesítheti a saját maga által kezelt befektetési alapok jegyeit (a Batv. vonatkozó bekezdése értelmében saját jogon, azaz a kollektív befektetési értékpapírok forgalomba hozatalára és folyamatos forgalmazására vonatkozó engedély megléte esetén). Ez utóbbi esetben már közvetlen marketingcsatornáról van szó, amikor közvetlenül a végső „fogyasztónak” történik az értékesítés. A rendkívül gyors technológiai fejlődéssel jellemezhető mai információs társadalomban kötelező megemlíteni az online szolgáltatásokat, amelyek egyszerre jelentenek egyszerűbb megoldást a szolgáltatók és kényelmesebb megoldást az ügyfelek számára. A bankok és a befektetési vállalkozások által az

ügyfelek számára biztosított platformokon az ügyfeleknek online módon van lehetőségük a befektetési jegyek megvásárlására.

Az értékesítéssel kapcsolatban hangsúlyozandó, hogy mivel az alapok működésének végleges feltételei jellemzően az elsődleges kibocsátás (jegyzés) időszaka után válnak ismertté a befektetők számára, ezért a befektetés időpillanatában a befektetők jellemzően a konstrukció egyes lényegi feltételeinek ismerete nélkül döntenek az investícióról. Az alapkezelőknek szabad keze van ugyanis az adott alap elérhető hozamkifizetését alapvetően befolyásoló faktorok megváltoztatására a jegyzési időszakot követően. Ilyen faktorok pl. az alapkezelési díj nagysága, a participációs ráta, vagy a hozamkorlát (cap).

A zárt végű tőkevédett alapok esete annyiban speciális, hogy sok esetben egyfajta lejárat menedzsment érvényesül. Amikor egy zárt végű alap lejár, alapvetően két dolog történhet: a lejárt alap az ügyfelekkel történő elszámolás után megszűnik és az alapkezelő a lejárt és megszűnt alapot egy új alap elindításával „pótolja”. A másik esetben a lejárt alap nem szűnik meg, hanem nyílt végű struktúrában, más befektetési politikával – rendszerint pénzüpiaci vagy likviditási alapként – folytatja működését. Mindkét eset közös jellemzője azonban, hogy a lejárt alap befektetői tekintetében feltételez egy megújítási arányt. A piacvezető alapkezelő esetében a meglévő ügyfelek több mint 50%-a megújítja lejárt befektetését.

Egyes vélemények szerint azonban jelenleg eléggé beszűkült a piac. Ahogy a második fejezetben láttuk, a tőkevédett alapok értékesítési bázisát a retail ügyfelek jelentik. Célszerű hangsúlyozni ugyanakkor azt, hogy a tőkevédett alapok megfelelő diverzifikációs eszközök minden olyan befektető számára, akiknek a befektetési időhorizontja és a likviditási preferenciája lehetővé teszi azt, hogy átlagosan 3 évre lemondjanak a pénzükről, és emellett fontos számukra a tőke védelme. Ebben a tekintetben – a lakossági szegmens mellett – adná magát az egyéb intézményi portfóliók (egyesületek, alapítványok) felé történő elmozdulás, illetve az értékesítés private banking – mint egyfajta exkluzív sales – szegmensben történő erősítése. Hiba lenne nem megemlíteni az önkéntes pénztári portfóliókat, valamint a unit-linked termékeket, azonban a jelenlegi piaci helyzetben egyelőre nem várható az ezen instrumentumokban lévő vagyonok dinamikus bővülése.

4.2. Promóció

A marketingből ismert úgynevezett promóciós mix öt elemből épül fel, amelyek a következők: vásárlásösztönzés, reklám, public relations, személyes eladás és direkt marketing. A tőkevédett alapok, mint pénzügyi termékek szektorára viszont talán a promóció a legkevésbé jól levetíthető marketing mix elem, más szóval megfogalmazva itt érvényesülnek leginkább a tőkevédett alapok – de itt akár említhetnénk más pénzügyi termékeket is – speciális tulajdonságai.

A vásárlásösztönzés többek között felhasználható a hanyatló forgalom fellendítésére, viszont eszközei rendszerint csak rövidtávon hatnak, amelyek célja, hogy a fogyasztók nagyobb mértékben vásároljanak bizonyos terméket/szolgáltatásokat. A tőkevédett alapok esetében ha hanyatló forgalomról nem is, de – mint láttuk – egyfajta telítettségről mindenképpen beszélhetünk. Ugyanakkor ezen állapotból az alapkezelők valószínűsíthetően inkább a termékfejlesztés irányába mozdulnak el, ahol a vásárlásösztönzés klasszikus eszközei kevésbé lesznek meghatározóak.

Célszerű viszont megemlíteni, hogy a tőke védelme önmagában is lehet vásárlást ösztönző faktor, mégpedig a vásárlásösztönzés egyik eszközeként ismert termékgarancia – amely szintén egy ígéret a termék minőségének megfelelő teljesítményre – analógiájára, noha természetesen attól eltérő értelemben.

A reklám viszont arra alkalmas, hogy hosszú távon alakítsa ki a termék imázsát, viszont egyes formái – különösen a TV reklám – jelentős költségeket igényelnek. A tőkevédett alapok – de általános érvennyel említhetnénk akár a befektetési alapokat is – esetében elsősorban a jegyzési időszakban vagy azt megelőzően találkozhatunk reklámanyagokkal, azonban ezek jellemzően napilapokban, pénzügyi/gazdasági jellegű internetes portálokon, az alapkezelők honlapján megjelenő hirdetésekben, továbbá a forgalmazó bankfiókjaiban elérhető plakátokban, szórólapokban, brosúrákban öltenek testet.

A promóciós mix elemei közül talán a public relations bizonyos eszközei feleltethetők meg egy az egyben a tőkevédett alapokhoz kapcsolódó dokumentációs anyagoknak. A PR egyik legfőbb eszközei ugyanis azon különböző publikációs anyagok, amelyekre a vállalatok célpiacaik elérése és befolyásolása érdekében nagymértékben támaszkodnak, és amelyek figyelmet kelthetnek a cég termékei iránt. Ezek közé tartoznak többek között az éves beszámolók, hírlevelek, valamint a vezetők által írt cikkek. A hazai befektetési alapok esetében a helyzet azért annyiban más, hogy az éves, féléves beszámolókat, valamint a havi portfóliójelentéseket az alapkezelők nem kizárólag marketing okokból készítik el – azok elkészítésére az alapkezelőknek jogszabály által előírt kötelezettségük van –, ugyanakkor számos alapkezelő felismerte a havi portfóliójelentésben rejlő marketing lehetőségeket és az alapok bemutatását szolgáló figyelemfelkeltő leaflet-et a havi portfóliójelentés keretében alakítják ki.

Emellett az alapkezelők portfóliómenedzserei által – akár újságokban, akár internetes portálokon – írt cikkek, az elmúlt időszakban egyre növekvő népszerűségnek örvendő blog-ok, illetve a menedzserekkel készített interjúk teljesen alkalmasak arra, hogy felkeltsék a figyelmet a befektetési – vagy akár célzottan a tőkevédett – alapok iránt. Mindemellett pedig hasznos és fontos információkat közvetíthetnek.

A személyes értékesítés a költségekhez képest a leghatékonyabb eszköz lehet, amely szempontból a banki csoportba tartozó alapkezelők előnyösebb helyzetben vannak, hiszen a fiókhálózatban dolgozók közvetlenül kerülnek kapcsolatba az ügyfelekkel, akiknek személyesen ajánlhatják a bank értékesítési politikája alapján (a bankbetétek mellett) preferált termékeket (így adott esetben a tőkevédett alapokat). Más esetekben az ügyfelekkel történő személyes kapcsolatfelvételhez általában ügynökökre van szükség, illetve természetesen maga az alapkezelő is kapcsolatba léphet közvetlenül ügyfeleivel (gondoljunk csak az egyéni portfóliókezelés keretében kezelt ügyfelekre vagy a kiemelt státuszú ügyfelekre). Előnye, hogy a személyes találkozás során jól fel lehet mérni az ügyfél preferenciáit és lehetőséget teremt akár egy hosszú távú bizalmi kapcsolatra. A személyes eladáshoz szorosan hozzátartozik a szakértelem, amely mélyreható ismereteket feltételez a vállalat termékével kapcsolatban. A pénzügyi termékek esetében ugyanakkor ez egy kétélű fegyver, hiszen az ügynökök – jutalékbevételekük növelése okán – egyfelől valóban érdekeltek az adott termék promóciójában és sales-ében, másfelől a termékkel kapcsolatos szakértelem és tudás sok esetben hiányzik – de legalábbis nem éri el a kívánt szintet –, amelynek következtében inkább csak egyfajta

hatáskeltés van. Hozzá kell tenni, hogy a tőkevédett alapok alapstruktúrája nem annyira bonyolult, így a termék bemutatása és különösen a működéssel kapcsolatos kockázatok feltárása sok esetben egyszerűbb, mint akár más strukturált konstrukciók (pl.: különböző strukturált kötvények) esetében.

A direkt marketing eszközeit valószínűleg azon alapkezelők alkalmazzák legnagyobb mértékben, ahol elegendő humán erőforrás van erre, vagy a szervezeten belül létezik a sales-t támogató elkülönült egység. A direkt marketing egy olyan testre szabott, aktuális, interaktív és meghatározott személyhez szóló eszköz, amelyet úgy alakítanak ki, hogy vonzza a célszemélyt. Ennek legfőbb eszközei az online marketingcsatornák (internet). Tőkepiaci szempontból gondoljunk csak az online kereskedési platformokat hirdető banner-ekre, amelyek száma jelentősen megnőtt az utóbbi időben. A befektetési alapokat illetően ezen promóciós eszközön belül a leghatékonyabbnak tartott telemarketingnek lehet leginkább létjogosultsága, azaz az ügyfelek telefonon történő megkeresésének.

5. EXPLICIT KÖLTSÉG ÉS OPPORTUNITY COST

5.1. *Explicit költség*

Befektetési alapok esetében annak legjobb mutatószáma, hogy mennyibe is kerül pontosan az adott alap, az úgynevezett teljes költség (Total expense ratio – TER) mutató. Más szóval élve ez nem más, mint az adott befektetési alap tartásának költsége. Azonban egy konkrét – jelen esetben százalékban kifejezett – érték önmagában itt sem mond túl sokat, hiszen az, hogy mi számít drágának és mi olcsónak, általában relatív fogalom. A tőkevédett alapok „árát” ezért két szemszögből lehet értékelni. Elsőként célszerű áttekinteni, hogy a tőkevédett alapok szektorának átlagos TER-mutatója az elmúlt évben miként viszonyult a más befektetési politikával működő alapok átlagos TER mutatóihoz.

Másrészt ahhoz viszont, hogy a költségek szempontjából teljes képet kapjunk, nem kerülhetjük meg a mikroökonómiából ismert „opportunity cost” logikát, azaz azt az elmaradt hasznot, amelyről a befektető amiatt mondott le, mert a pénzét tőkevédett alapba és nem más megtakarítási eszközbe (mondjuk bankbetétbe vagy állampapírba) fektette. Ehhez természetesen szükség van a tőkevédett alapok teljesítményére, amelyhez a forrást a vizsgált időszakban lejárt alapok hozamai jelentik. Ezek ismeretében célszerű azt megnézni, hogy más, hasonló kockázattal bíró instrumentumokkal milyen teljesítményeket lehetett volna elérni.

A következő táblázat befektetési politika szerinti kategóriánként – az átlagos költségterhelés szerinti csökkenő sorrendben – foglalja össze az egyes alapkategóriák 2011. évi átlagos, minimális és maximális TER-mutatóit:

Befektetési politika szerinti kategóriák	TER		
	Átlag	Minimum	Maximum
Ingtatlanalap	2,68%	0,53%	6,18%
Kiegyensúlyozott vegyes alap	2,35%	0,60%	6,96%
Részvénytúlsúlyos vegyes alap	2,19%	0,52%	6,26%
Tiszta részvény alap	2,19%	0,94%	3,72%
Származtatott alap	2,06%	0,28%	18,07%
Egyéb, be nem sorolt alap	1,96%	0,45%	8,72%
Tőkevédett alap	1,93%	0,19%	3,61%
Kötvénytúlsúlyos vegyes alap	1,92%	0,98%	5,37%
Hosszú kötvényalap	1,47%	0,75%	2,80%
Rövid kötvényalap	1,40%	0,71%	2,01%
Pénzpiaci alap	1,16%	0,52%	2,70%
Likviditási alap	1,15%	0,14%	2,52%

Forrás: PSZÁF

Az átlagos költségterhelés alapján az ingatlan és részvényalapok a legdrágábbak, a legnagyobb maximális értékeket is ezen alapkategóriáknál találjuk. A tőkevédett alapok a mezőny második felének legelején helyezkednek el. A tábla adatai alapján felvetődik, hogy mi magyarázhatja, hogy egy tőkevédett alap költségterhelése magasabb legyen egy tiszta kötvényalap költségterhelésénél.

Az alapokra terhelt költségek között az alapkezelési díj jelenti a legnagyobb tételt, hiszen ez az alapja annak a „value added”-nek, amelynek következtében az alapkezelő felülteljesíti a benchmark-ot, vagy – total return típusú alapok esetében – folyamatosan pozitív hozamra törekszik. Következésképpen költségoldalról leginkább ezen költségnek befolyásolja a TER-mutató alakulását. A tőkevédett alapok esetében azonban bonyolítja a helyzetet, hogy a különböző alkalmazott struktúráknak köszönhetően az alapkezelési díj mértéke meglehetősen változatos. Sok esetben van induláskori egyszeri alapkezelési díj, folyamatos alapkezelési díj, megszűnéskori alapkezelési díj, védett időszak eleji alapkezelési díj, védett időszak végi alapkezelési díj, továbbá az alapkezelési díjak maximalizált értékeivel is gyakran lehet találkozni.

Emellett azt is fontos hangsúlyozni, hogy az alapkezelőknek meglehetősen tág tere van a tőkevédett alapok költségstruktúráinak kialakítása során. Ez abból fakad, hogy a jegyzési időszak során még nem ismert, hogy az alapkezelő az összegyűjtött tőke risk-free részét milyen zéró-kupon hozam mellett tudja majd befektetni, a jegyzési időszak lezárultát követően viszont a zéró-kupon betétre kapott ajánlatot csak az alapkezelő ismeri, a befektetők nem. Ezáltal tehát információs asszimetria érvényesül. Az információs asszimetriát az alapkezelők a participációs ráta csökkentésében, vagy a konstrukció „cap”-elésében (max. elérhető hozam korlátozása) érvényesíthetik, csökkentve ezáltal a befektetők számára elérhető hozampotenciált és egyúttal növelve a díjak formájában jelentkező bevételek mértékét.

Másrészt a „value added” szempontjából jelentőséggel bír, hogy aktív vagy passzív (benchmark-követő) befektetési politikáról van szó. A tőkevédett alapok között jelenleg is több olyan alap létezik, amely a „klasszikus” struktúrát alkalmazza: azaz zárt végű formában egy zéró-kupon betét és egy opció kombinációja. Ez teljesen megfeleltethető annak a passzív „buy and hold” stratégiának, amelynél a befektető a részvényeket hosszú távra vásárolja és nem érdekli a piac rövid távú áralakulása. Ezen struktúrák esetében 1,8%-2% körüli éves alapkezelési díjak felszámolása – amelyre van példa a piacon – túlzottnak tekinthető; legalábbis annak fényében mindenképpen, hogy az aktívan kezelt részvényalapok alapkezelési díjai általában 2% körül szóródnak. A magas alapkezelési díjak mögött egy olyan alapkezelői magyarázat húzódik, hogy itt egy olyan összetettebb termékről van szó, ahol az első fázisban sokkal több know-how szükséges, mint bármely más alaptípusnál. Ugyanakkor kijelenthető, hogy a klasszikus zárt végű struktúrák esetében az alap indulási időszakát követően már nincs sok és érdemi munka az alap kezelése tekintetében, ezért az aktívan kezelt alapok díjterheléséhez hasonló mértékű alapkezelési díj alkalmazása magyarázatra szorul.

Megint más a helyzet azon újabb és nyílt végű struktúrák esetében, amelyeknél dinamikus eszközallokáció valósul meg (lásd például a már említett CPPI-t). Ezen alapoknál a portfólió aktív kezelése indokolhatja a magasabb alapkezelési díjak alkalmazását. Talán ebből a szempontból célszerű a kötvényalapokat is figyelembe venni, amelyek esetében szintén különbség van azon alapok között, amelyek valamilyen referenciaindexet követnek, és amelyek különböző stratégiákat – pl. shift, twist és butterfly – alkalmazva aktívan próbálják felülteljesíteni a benchmarkot. Ennek következtében a „value added” logika, valamint a költségterhelések – de mindenképp az alapkezelési díj – indokoltsága szempontjából a legcélravezetőbb az volna, ha egyedi szinten vizsgálnánk az alapok befektetési politikáit, amelynek fényében megalapozottabban lehetne

véleményt formálni, hogy egy alap drágának vagy éppen olcsónak minősül-e, azonban jelen elemzésnek ez nem célja.

5.2. Opportunity cost

Sokkal célszerűbb ezért áttekinteni a tőkevédett alapok implicit költségét. Az összehasonlításhoz a vizsgált időszakban lejárt tőkevédett alapok hozamait használtuk fel, viszont nem a futamidő alatt elért nominális hozamokat, hanem az éves átlagos hozamértékeket, amely egyúttal az összevetést is megkönnyíti. A vizsgált időszakban lejárt több mint 110 tőkevédett alap éves átlagos hozamait a következő táblázatban foglaljuk össze:

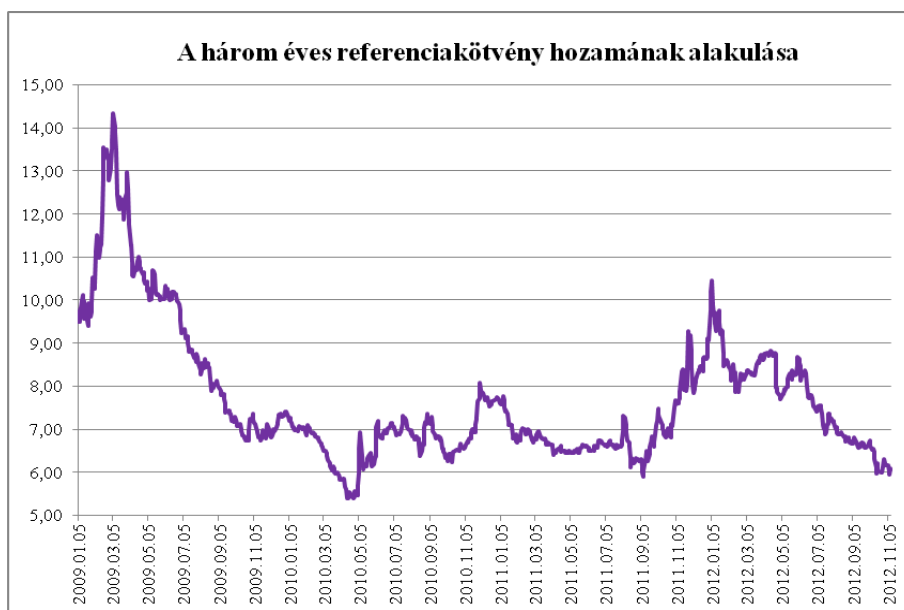
Éves átlagos hozamok	Alapok száma (db)	Megoszlás	Kumulált megoszlás
10% felett	4	3,39%	100,00%
5% és 10% között	16	13,56%	96,61%
3% és 5% között	39	33,05%	83,05%
0% és 3% között	51	43,22%	50,00%
Csak a tőkét adta vissza	8	6,78%	6,78%

Forrás: PSZÁF

A táblázatból látható, hogy összesen 98 tőkevédett alap futamidő alatti éves átlagos hozama 5% alatti, amely 80% feletti arányt jelent. Ezen sávon belül a lejárt alapok 50%-a 3% alatti éves átlagos hozamot ért el a futamideje alatt. A fenti táblázatban szereplő egzakt számok tükrében nézzük meg, hogy miként alakult az opportunity cost néhány, alternatívának tekinthető instrumentum tekintetében. Szeretnénk hangsúlyozni, hogy az összehasonlítás nem teljesen pontos, de talán mégis ad egyfajta átfogó képet az opportunity cost-ot illetően. Annak, hogy az összehasonlítás nem teljesen precíz, elsősorban a futamidő az oka. Ugyanis a vizsgált időszakban lejárt alapok futamideje ha nem is nagymértékben, de mindenféleképpen mutat olyan mértékű szórást, amelynek a teljesítmények összevetésénél mindenképpen van jelentősége.

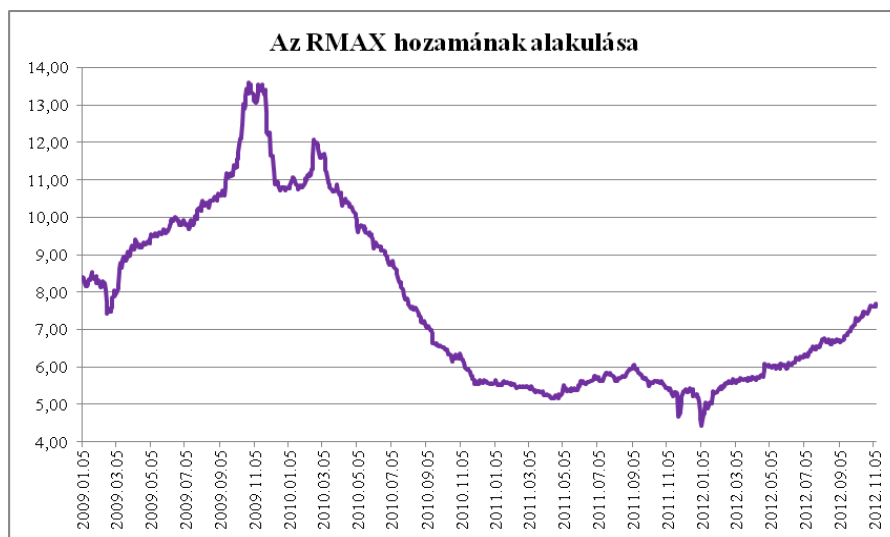
Ha futamidőről van szó, a tőkevédett alapok kapcsán legtöbbszörnek talán egy 3 év, vagy legalábbis ahhoz közeli lejáratok jutnak eszünkbe. A vizsgált periódusban lejárt alapok futamideje alátámasztja ezen feltevésünket, mivel a lejárt alapok közel 65%-ának a futamideje 3 és 4 év között volt. Emellett érdemes megemlíteni, a lejárt alapok 30%-ának volt 2 és 3 év közötti futamideje, ugyanakkor 4 éven túli futamidővel mindössze 9 alap rendelkezett. Ily módon a 3 éves futamidő tekinthető a lejárt alapok futamideje mediánjának. Az aktuális piaci környezet és az opportunity cost szempontjából azonban nem mindegy, hogy egy alap például 2009 márciusában, vagy 2009 végén indult el 3 éves futamidővel.

Jellegüket tekintve a tőkevédett alapok elsősorban bankbetétekkel és a fixed income típusú instrumentumokkal versenyeznek. A tőkevédett alapok futamidejére abszolút jellemző 3 év fényében célszerű megnézni, hogy 2009 januárjától miként alakult a 3 éves referenciakötvény IRR-je, amelyet a következő grafikon mutat be:



Forrás: ÁKK

A grafikonról látható, hogy a 3 éves kötvény hozama az érintett időszak csaknem teljes egészében 6% felett volt, jellemzően 6 és 8% között alakult, azaz ilyen éves átlagos hozamszinteket tudott elérni a befektető, amennyiben a kötvényt megtartotta lejáratig. A tőkevédtett alapok közül 6% feletti éves átlagos hozamot 13, 8% feletti éves átlagos hozamot pedig 6 alap tudott felmutatni a futamideje alatt. Itt érdemes megjegyezni azt, hogy az összes lejárt tőkevédtett alap éves átlagos hozamának átlaga 3,23% volt. Az éves átlagos hozamok ismeretében célszerű megnézni azt is, hogy az éven belüli állampapírokat magában foglaló RMAX index hozamszintje miként alakult 2009 januárjától kezdődően.

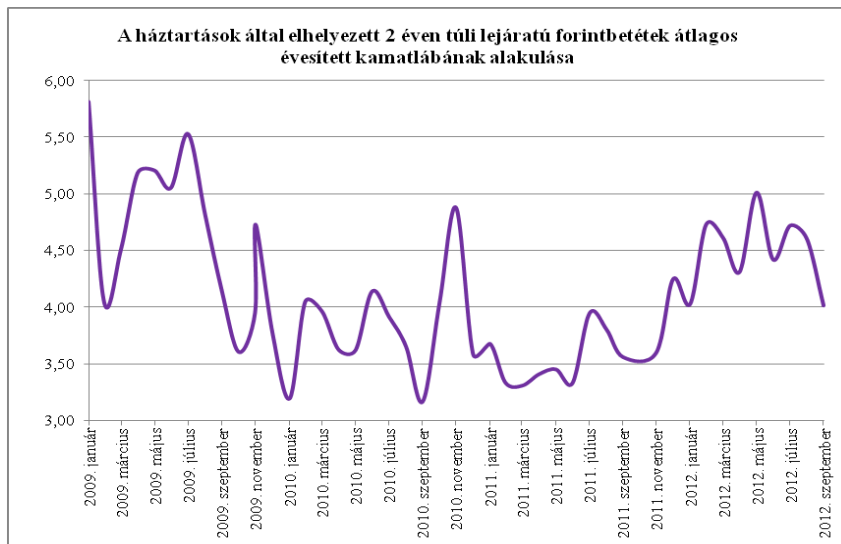


Forrás: ÁKK

Ahogy látható, az időszak elején – nagyságrendileg 2010 júliusáig – 8% feletti hozamszintek voltak, ezt követően az index hozamszintje általában 5 és 7% között mozgott. A lejárt tőkevédtett alapok közül 5% feletti éves hozamot mindössze 20 alapnak sikerült elérnie. Amennyiben csak a hozamok átlagait vesszük, akkor azt látjuk, hogy a 3 éves referenciakötvény átlagos IRR-je 7,69%,

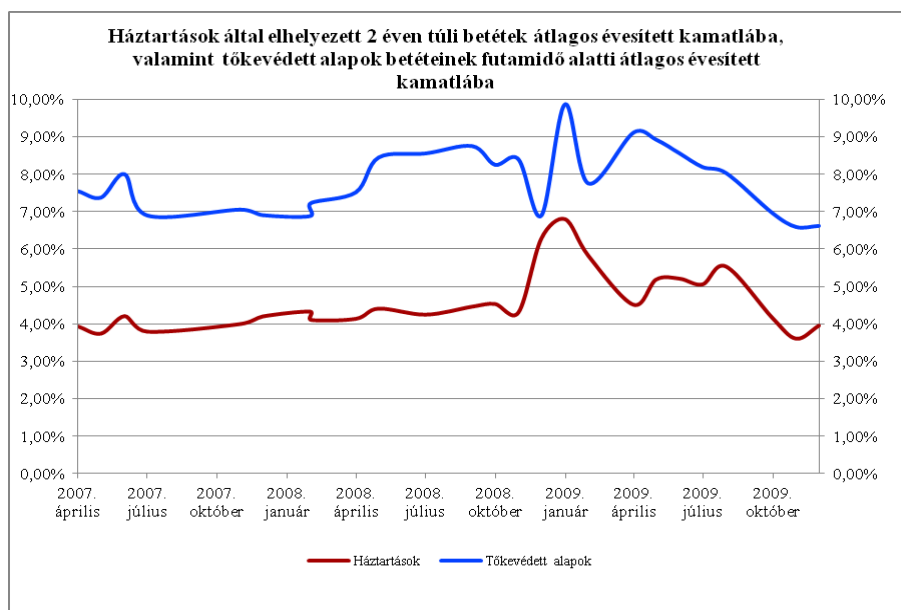
míg az RMAX átlagos hozamszintje 7,66% volt a 2009 januárjától kezdődő időszakban. Megállapítható, hogy – figyelembe véve a lejárt alapok évi 3,23%-os hozamátlagát – éves szinten az opportunity cost mértéke több mint 4%-os.

A bankbetétek esetében némileg hasonló a helyzet. A következő grafikon a háztartások által elhelyezett 2 éven túli betétek átlagos évesített kamatlábát mutatja be:



Forrás: MNB

A vizsgált periódusban a 2 éven túli bankbetétek éves átlagos kamatlábainak minimális értéke 3,17% volt, amely a lejárt alapok 50%-a esetében meghaladja az éves átlagos hozamok értékeit. Az időszak 2 éven túli éves átlagos betéti kamatainak átlaga 4,14%, amely közel 1 százalékponttal magasabb a tőkevédett alapok szektorának átlagánál. A tőkevédett alapok kapcsán is fontos megemlíteni ugyanakkor a méretgazdaságosságból származó előnyöket. A következő diagram egy olyan összehasonlítást tartalmaz, amely – szintén az MNB adatait felhasználva – a háztartások által elhelyezett 2 éven túli forint betétek átlagos évesített kamatlábát veti össze az egyik piaci szereplő által kezelt, az adott vonatkozási hónapban elindult tőkevédett alapok évesített zéró-kupon betéti szintjeivel.



Forrás: MNB, PSZÁF

Kizárólag a betéti részt tekintve éves átlagban a tőkevédett alapok jellemzően több mint 3%-kal több hozamot tudnak biztosítani a háztartások által elérhető hozamszinteknél. Ha az opciós struktúra nem hoz semmit, akkor ennek a 300 bázispontnak – figyelembe véve a tőkevédett alapok 1,93%-os átlagos költségterhelését – elvileg elégnek kellene lenni arra, hogy egy tőkevédett alap vonzóbb legyen egy bankbetétnél. Megjegyezzük, hogy az összehasonlítás némileg elnagyolt; a legpontosabb az lenne, ha egy adott konstrukció hozamát – annak minden jellegzetességével együtt – vetnénk össze a futamidejéhez legközelebb álló instrumentum teljesítményével. Összességében elmondható, hogy a tőkevédett alapok döntő többsége esetében az állampapírokon és a bankbetéteken elérhető hozamokhoz képesti opportunity cost létezik, amelynek mértéke a mindenkori piaci helyzettől függően akár jelentős mértékű is lehet.

A teljesítmények kapcsán még egy fontos faktort kell figyelembe venni: ez pedig az infláció. Befektetési szemszögből jelentősége van annak, hogy a befektetett tőke vásárlóerejét sikerült-e az adott befektetésnek megőrizni vagy sem. A tőkevédett alapokra jellemző 3 éves futamidő miatt az elmúlt három év inflációs adatainak mértani átlagát vettük, amely 4,33%-os értéket eredményezett. Ebben az esetben sem mindegy, hogy mikor indult az adott alap, így az eredményeknek egyfajta tájékoztató jellegük van. Azt viszont fontos hangsúlyozni, hogy a vizsgált időszakban lejárt alapok közül a legkorábbiak a 2006. év folyamán indultak el. Figyelembe véve az infláció idősorát megállapítható, hogy éppen az elmúlt három év mértani átlaga eredményezi a legkisebb számot, azaz bármely korábbi három év mértani átlaga ennél magasabb lett volna: ez azt jelenti, hogy az alapok szempontjából az inflációt illetően a legkedvezőbb verzióval kalkulálunk. A lejárt alapok közül 4,33% feletti éves átlagos hozamot 31 alap ért el, amely az összes lejárt alapnak kevesebb, mint a harmadát jelenti, az alapok többsége (közel 72%-a) tehát nem volt képes reálhozamot biztosítani a befektetők részére. Nem meglepő módon ugyanezen következtetést lehet levonni az opportunity cost logikából is, tekintettel arra, hogy alapvetően mindhárom említett tényező – diszkont-kincstárjegy, betét, infláció – erősen összefügg.

Tekintettel arra, hogy a fenti számítás némileg elnagyolt és nem konzisztens az egyes alapok konkrét futamidejével, ezért néhány kiválasztott alap esetében megvizsgáltuk, hogy az alapok futamidő alatti éves átlagos hozama, valamint a futamidők alatti havi inflációs adatokból számolt éves átlagos CPI értékek összevetésével képződik-e reálhozam. A kiválasztásnál egyfelől igyekeztünk figyelembe venni, hogy a mintába bekerülő alapok esetében az underlying különböző legyen, másrészt pedig a futamidők is elég „változatosak” legyenek, mind a futamidő hosszúsága, mind pedig a lejárat dátumok alapján. Az eredményeket a következő táblázat foglalja össze:

Alap megnevezése	Indulási dátum	Lejárat dátum	Futamidő alatti éves átlagos hozam	Az alap futamideje alatti havi adatokból számolt éves átlagos CPI ⁴	Éves átlagos reálhozam mértéke
K&H fix plusz 12 származtatott nyíltvégű befektetési alap	2009.04.02	2011.06.10	6,17%	4,62%	1,55%
K&H hozamfa 5 származtatott nyíltvégű befektetési alap	2009.06.30	2011.10.14	5,48%	4,57%	0,91%
K&H mínuszban is plusz származtatott zártvégű értékpapír befektetési alap	2009.03.09	2012.03.16	10,44%	4,52%	5,93%
K&H Fix Plusz 17. Származtatott Zártvégű Értékpapír Befektetési Alap	2007.04.02	2010.05.21	4,85%	5,83%	-0,99%
K&H Visszapillantó 2. Származtatott Zártvégű Értékpapír Befektetési Alap	2007.04.02	2010.10.25	1,12%	5,64%	-4,52%
OTP Axióma Hozamvédtett Nyíltvégű Származtatott Alap	2009.05.12	2012.08.31	3,05%	4,73%	-1,68%
OTP Csúcsvállalatok Hozamvédtett Nyíltvégű Származtatott Alap	2009.03.20	2012.06.29	8,97%	4,59%	4,38%
MKB Természeti Kincsek Tőke- és Hozamvédtett Származtatott Alap	2009.08.06	2012.08.07	1,87%	4,77%	-2,90%
Erste Garantált Zártvégű Származtatott Befektetési Alap 1.	2006.03.08	2010.03.05	2,19%	5,67%	-3,48%
Erste Garantált Zártvégű Származtatott Befektetési Alap 2.	2006.05.16	2010.05.07	1,50%	5,80%	-4,29%
CIB Trendkövető Tőkegarantált Származtatott Alap	2007/01/03	2010/01/08	3,52%	6,07%	-2,55%
CIB Profitmix 2 Tőkegarantált Származtatott Alap	2006/01/09	2012/03/02	4,64%	5,17%	-0,53%
Hozamfix Tőkegarantált Származtatott Alap	2007.10.01	2010.09.30	0,68%	5,27%	-4,58%
UniCredit Piaci Optimum Származtatott Alap	2007.05.17	2010.11.30	0,59%	5,53%	-4,94%
Befutó Tőke- és Hozamvédtett Származtatott Befektetési Alap	2007.12.21	2010.12.28	5,28%	5,11%	0,18%
Triatlon Tőkevédtett Nyíltvégű Származtatott Alap	2008.05.30	2011.06.30	0,71%	4,65%	-3,94%
Raiffeisen Univerzum 2 Tőke- és Hozamvédtett Származtatott Alap	2008.04.03	2011.08.01	1,82%	4,72%	-2,90%

Forrás: KSH, PSZÁF

⁴ Fogyasztói árindex

6. KOCKÁZATOK

A tőkevédett alapok működéséből fakadó főbb kockázatok az alábbiakban összegezhetők.

6.1. Azon hitelintézetek default-ja, ahol a tőkevédett alapok a betéteiket helyezik el

Mivel a zéró-kupon betétek szavatolják a tőke védelmét, így nyugodtan tekinthetjük őket a tőkevédett alapok működéséből fakadó legfőbb kockázatnak. A jelenleg 11, tőkevédett alapokat kezelő alapkezelő közül 9 pénzügyi csoportba tartozik, így abszolút az a jellemző, hogy a betétek a csoporthoz tartozó hitelintézeteknél kerülnek elhelyezésre. (Nehéz elképzelni, hogy egy pénzügyi csoportba tartozó alapkezelő ne a csoporttag hitelintézetnél helyezze el az alap zéró-kupon betétjét, amely átlagosan 3 évre biztosít forrást a banknak).

Ezzel párhuzamosan a tőkevédett alapok által biztosított források növekvő hányadát teszik ki az adott hitelintézet teljes betétállományának.

6.2. Az opciós/swap partner nemteljesítésből fakadó kockázat

A tőkevédett alapok struktúrájából fakadóan az opciós vagy swap partnerek azok, akiknek a hitelintézetek mellett fizetési kötelezettsége keletkezhet az alapok irányába.

Ebben a tekintetben sincs lényeges változás a három ével ezelőtti állapothoz képest, azaz a derivatív ügyletek 3/4-e esetében 3 nemzetközi befektetési bank tölti be a partner szerepét. Ebben a tekintetben a kockázatot a derivatív ügyletek másik oldalán álló (azaz az opciókat kiíró) nagy befektetési bankok nemteljesítése jelenti. Ezen kockázat csökkentése érdekében felmerülhet, hogy az alapkezelők kérjenek valamilyen letétet/biztosítékot (angol szakkifejezéssel: option margins) az opció kiírójától, ugyanakkor ez a gyakorlatban kivitelezhetetlen. A hazai alapkezelők közül többen próbálkoztak letéteket kérni a kiíróktól, de ez nem járt sikerrel. Ha viszont mégis sikerülne valamilyen option margin-t kialakítani, az valószínűsíthetően az opció árát drágítaná meg. Az EMIR hatálybalépésével azonban kötelezően kölcsönösen biztosítékokat kell elhelyezniük az OTC derivatív ügyletben résztvevő feleknek, emellett jellemzően a piaci szereplők ISDA megállapodásokat kötnek – amelyek az úgynevezett Credit Support Annex-szet (CSA) is magukban foglalják, és a tranzakciókból származó credit risk-et hivatottak fedezetek előírásával csökkenteni –, ugyanakkor az opció kiírójának egy esetleges default-ja esetén ez valójában irreleváns, mivel ekkor az opciók nagy valószínűséggel nem köthetők újra a piacon a rendelkezésre álló fedezetekből, ezért az alapok a meghirdetett kifizetési profilnak nem tudnak lejáratkor megfelelni. Egy ilyen jelenség jelentős (negatív) hatást gyakorolna a tőkevédett alapok hazai piacára.

Az opciók kiírói számára ugyanakkor a lejáratkor sok esetben nem áll fenn teljesítési kötelezettség, mivel a mögöttes portfólió teljesítménye miatt az opciók jogosultjainak nem érdemes lehívni az opciókat. fel. 2012. augusztus 31-i állapot szerint a megkötött ügyletek mindössze 25%-a esetében lenne érdemes lehívni az alapoknak az opciót. Természetesen a futamidő végéig az underlying-ok árfolyama még alakulhat úgy, hogy érdemes lesz élni a lehívás lehetőségével, de a jelenlegi 25%-os adat is érzékelteti, hogy az opciós vagy swap partnerek esetleges nemfizetéséből adódó kockázatát

valamelyest mérsékli a mögöttes portfólió árfolyamának – az alapok szemszögéből nézve – nem megfelelő alakulása.

6.3. Likviditási kockázat

A likviditási kockázat a nyílt végű struktúrák fokozatos térnyerésével jelentősen csökkent, de a piacon jelen lévő zárt végű alapok esetében továbbra is fennáll. A zárt végű alapok befektetési jegyeit csak tőzsdei forgalomban, vagy szabadpiacon lehet értékesíteni, így a tőzsdei ár elszakadhat az alap egy jegyre jutó nettó eszközértékétől. A befektetések eszközlésének egyik kulcseleme a megfelelő időzítés, és a zárt végű struktúrák ezen időzítési „szabadságot” redukálják le nagyon minimálisra. Ezért ezek a zárt végű konstrukciók csak azoknak ajánlottak, akik átlagosan 3 évre le tudnak mondani a pénzükről – viszont ezzel együtt lemondanak a futamidő alatti azon befektetési lehetőségekről, amelyek az aktuális piaci környezetben magasabb várható hozammal kecsegtetnek.

6.4. Árfolyamkockázat

Az alapok által kötött opciók devizában – többnyire euróban vagy dollárban – denomináltak, azaz a mögöttes portfólió teljesítménye nem forintban van kifejezve. Ezen kockázat forward ügyletekkel kezelhető; az alapkezelők többsége fedezi ezt a kockázatot. (Hozzá kell tenni ugyanakkor, hogy a forward ügyleteken is képződhet vesztesége az alapnak)

Vannak olyan tőkevédett alapok, amelyek valamilyen devizában denomináltak. Ezekben az esetekben a befektető rendszerint az EUR/HUF vagy az USD/HUF keresztárfolyamok kockázatát futja, azaz a forint futamidő alatti gyengülése kedvezőleg hat a hozamokra. Extrém esetekben a forint jelentős gyengülése valamelyest az opciós struktúra rossz teljesítményét is kompenzálhatja, illetve fordítva.

6.5. Opportunity cost és reálhozam

Az opportunity cost esetében a befektető más, hasonló kockázattal bíró instrumentumok (tipikusan állampapírok) vásárlása esetén jobban járt volna, ezáltal akár nagyobb mértékű hozamokról lemondva, míg a reálhozam „kockázata” azt jelenti, hogy a tőkevédett alapokba eszközölt investíciók nem képesek megőrizni a befektetések vásárlóerejét. Mint láttuk, mindkét tényezőtől fakadó fenyegetés valós, ezért – ha nem is minősülnek egzakt kockázatoknak – figyelembe kell venni őket.

7. JÖVŐBENI KITEKINTÉS

Ezen fejezetben néhány olyan faktort szeretnénk megemlíteni, amelyek jelentőséggel bírhatnak a tőkevédett alapokat illetően.

A szűk keresztmetszetet nem a kínálati oldal jelenti. A termékfejlesztés és az innováció folyamatosan zajlik: ahogy láttuk, egyre több a nyílt végű struktúra, elkezdtek megjelenni a futamidő alatt tőkét is törlesztő alapok, továbbá az olyan alapok, ahol az opciós konstrukció a megfelelő teljesítménnyel rendelkező és népszerű alapok befektetési jegyeire épül. A pénztári vagyon kiesése többek között azzal a következménnyel jár, hogy az intézményi ügyfelek után az alapkezelők még inkább a lakossági, azon belül is pedig az átlagnál magasabb megtakarítási szinttel rendelkező privát banki ügyfelek felé nyitnak. A jövőben olyan konstrukciók is megjelenhetnek, amelyek a futamidő alatt – egyfajta osztalékjelleggel – rendszeres időközönkénti kifizetéseket biztosítanak a befektetők számára.

A keresleti oldal ennél jóval összetettebb. A tőkevédett alapokba befektetéseket eszközölő megtakarítók döntő részben a lakossági befektetők közül kerülnek ki. A háztartások megtakarításainak alakulását több faktor is befolyásolja, amelyek közül első helyen a gazdaság általános helyzetét célszerű kiemelni. Ha gazdasági növekedés van, a háztartások elkölthető jövedelme (úgynevezett disposable income-ja) nő és növekvő jövedelemhez rendszerint növekvő megtakarítás társul. Ugyanakkor lehetnek olyan háztartások, akik jövedelme akár romló gazdasági kilátások közepette is növekszik, azaz egyes háztartások helyzete is hat a megtakarításokra. A harmadik jelentős faktor a mindenkori szabályozási környezet, és itt elsősorban a megtakarításokat (kamatjövedelmet, árfolyamnyereségből származó jövedelmeket) terhelő adókulcsokra kell gondolni. Ha ezen faktorokat levetítjük a tőkevédett alapok piacára, akkor a jelenlegi kép nem éppen pozitív. Elemzői vélemények szerint rövid távon érdemi gazdasági növekedés nem várható, sőt technikai értelemben jelenleg recesszióban van a hazai gazdaság. Talán ennél is fontosabb, hogy a világon szinte mindenütt a korábban felhalmozott hitelállományok leépítése (deleveraging) zajlik, ami önmagában sem támogatja a megtakarításokat. Ez alól sajnos a hazai háztartási szektor sem kivétel, amely jelentős mértékű – döntő részben svájci frankban denominált – jelzáloghiteleket halmozott fel. Akinek képződik megtakarítása, azok döntő többsége feltehetően törlesztésre fordítja ezen összegeket.

Kizárólag növekedési és megtakarítási szempontokat mérlegelve azt mondhatjuk, hogy rövid távon valószínűleg nem várható a tőkevédett alapok érdemi bővülése.

A jelenlegi adókörnyezet szempontjából a befektetési alapok semlegesek, tekintettel arra, hogy egységes 16%-os kulcs vonatkozik mind a kamatjövedelmekre, mind az árfolyamnyereségből származó jövedelmekre.

Makroökonómiai szempontból a háztartások a megtakarításokra vonatkozó döntéseiket a tőke hozadékának függvényében hozzák meg. A magasabb adók visszafogják a magánmegtakarításokat, mivel csökkentik a tőke hozadékát. Különféle adókedvezményekkel azonban növelhető a hozadék és ösztönözhető a megtakarítás. Ebből a szempontból pedig a nyugdíj-előtakarékossági számlán és a

tartós befektetési számlán elérhető adókedvezmények mindenképpen pozitívak a tőkevédett alapok szempontjából, hiszen a 3, 5 éves futamidejű zárt végű alapok is tökéletesen illenek a konstrukcióba. Amennyiben ezen adókedvezmények a jövőben is fennmaradnak, az a tőkevédett alapok eladhatóságát továbbra is növelni fogja.

Tekintettel arra, hogy a lakossági ügyfelek kockázati attitűdjében a közeljövőben nem várható változás, ezen kockázatkerülő magatartás biztosan támogatja a tőkevédett alapok iránti keresletet. A befektetésekkel kapcsolatban sokszor hangsúlyozott tőke védelme mellett – a mögöttes portfóliók megfelelő teljesítménye esetén – egyfajta extrahozam ígérete a hazai retail befektetők körében jól eladhatóvá teszi a terméket. A jövőt illetően szintén pozitív faktor lehet, hogy egyes alapkezelők – beleértve a piacvezetőt is – a zárt végű alapok esetében 50% feletti megújítási arányról számoltak be (azaz a meglévő befektetők rendszerint több mint fele marad az alapban, ha az más befektetési politikával folytatja működését, vagy a lejárat után egy másik induló alapba allokálja a befektetésének egy részét), ami mindenképpen feltételez egyfajta stabil ügyfélbázist ezen alapok esetében.

Banki szempontból nézve fontos kiemelni azon tényt, hogy a tőkevédett alapok zéró-kupon betétjei átlagosan három éves – sőt adott esetben még hosszabb futamidejű – forrást jelentenek a bankok számára (mint láttuk, a 11 érintett alapkezelő közül 9 alapkezelő banki háttérű), amelyekre így egyfajta stabil forrásként lehet tekinteni. Ennek azért lehet jelentősége, mert a Bázeli III szabályozás olyan újabb likviditási követelményeket támaszt majd a bankok számára, amelyek a hosszabb távú likviditásra is fókuszálnak. A szabályozás bevezeti az úgynevezett Nettó Stabil Forrásellátottsági Mutatót (Net Stable Funding Ratio - NSFR), amely az egyes intézmények eszközszerkezetéhez igazodva vár el megfelelő mennyiségű stabil forrást, és amelynek célja, hogy csökkentse a banki mérlegekben a lejáratú eltérést. A tőkevédett alapok hosszabb távú zéró-kupon betétjei – mint rendelkezésre álló stabil források – az NSFR mutató értékét javítják, amelynek következtében a bankok még tovább ösztönözhetik a számukra stabil forrásokat biztosító tőkevédett alapok értékesítését.

A hazai alapkezelési piacon mindig is vannak olyan trendek, amelyek felszínre dobják az aktuális slágertermékeket. A tőkevédett alapok életciklusának bemutatásánál láttuk, hogy ezen alapok esetében a trend már lezajlott, jelenleg az abszolút hozamú alapok népszerűségének időszakát éljük. Ugyanakkor egyes alapkezelői vélemények szerint ezen piaci szegmens is egyre telítettebb lesz, a trend kipukkad, és egyre több átlagos, vagy gyenge teljesítményt nyújtó alap lesz. Amit célszerű kiemelni, hogy a tőkevédett alapok úgymond második szinten a más befektetési politikával rendelkező alapokkal versenyeznek a megtakarításokért, és az abszolút hozamú alapok esetében várható, hogy jól fognak teljesíteni a lakossági piacon, főleg azért, mert az ügyfél szempontjából ezen konstrukciók is jól emészthetőek. Népszerűség tekintetében jelenleg tehát a 'total return' alapok dominálnak, azt viszont nehéz megjósolni, hogy ezen ciklus lecsengése után milyen befektetési politika válik az új slágertermékké.

A jövőbeni gazdasági bizonytalanság viszont egészen biztosan nem kedvez nemcsak a befektetési alapoknak, hanem általában a hazai megtakarításoknak; a bizonytalanságok miatt már így is sok megtakarítás áramlott külföldre. Ugyanígy a kiszorító hatás jövőbeni esetleges intenzív mivolta (gondoljunk csak az inflációkövető Prémium államkötvényekre) szintén hátrányosan érintheti a

befektetési alapokat, ezen belül pedig a tőkevédett alapok iránti keresletet is. Ezzel szemben a jegybanki alapkamattal párhuzamosan csökkenő betéti kamatok, illetve az elmúlt időszakban jelentősen leredukálódott állampapír-piaci hozamok egyértelműen támogatólag hatnak a befektetési alapok iránti keresletre, amelyből természetesen a tőkevédett alapok is profitálhatnak.

Végezetül, ha tisztán azon makroökonomiai kitéfelt tekintjük, hogy a befektetők a tőke várható hozadékának függvényében hozzák meg befektetési döntéseiket, akkor a tőkevédett alapok elért hozamai önmagukban szinten nem hatnak támogatólag a keresletre. Ezzel nyilván az a probléma, hogy – mivel rendkívül nehéz a jövő megjóslása – a múltbéli tapasztalatok alapján vonunk le következtetéseket a jövőre nézve, bízva abban, hogy ami a múltban történt, az valószínűleg jellemző lesz a jövőben is. Ez nem más, mint a „behavioral finance”-ből ismert „recency bias” magatartás, amely fontos szerepet játszik a más típusú befektetésekből is. Bár minden befektetési alap hivatalos tájékoztató anyaga hangsúlyozza, hogy a múltbéli teljesítmények nem jelentenek garanciát a jövőre nézve, gyanítható, hogy sokan azokat az eszközöket preferálják, amelyek jól teljesítettek az elmúlt években. Kizárólag tehát csak a múltbéli hozamokat tekintve a tőkevédett alapok más eszközökhöz képest nem tűnnek annyira vonzóknak, azt azonban természetesen nem tudhatjuk, hogy a jövő ebből a szempontból mit tartogat ezen alapok számára.