

KISS GÁBOR DÁVID–VAJDA BEÁTA

# A biztonság kockázata – a tőkegarantált befektetési alapok komplex megközelítésben<sup>1</sup>

A tőkegarantált alapok 2002-es indulásukkal<sup>2</sup> meglehetősen újak számítanak hazánkban. Ennek következtében a mai napig nem jelent meg olyan tanulmány, amely átfogóan igazítana el a témában. Az alap működése ugyanis bizonyos mértékben eltér a korábban megismert, „hagyományos” (részvény, kötvény, ingatlanpiaci, illetve pénzügyi) alapokétól, egyúttal betekintést nyújt az opciós ügyletek világába. Munkánk alapvető célja, hogy minél alaposabban megvizsgáljuk ezt az instrumentumot, szem előtt tartva a keresleti oldalt és annak pszichológiai vetületét is. A cikk választ keres arra is, hogy a sajátos hazai viszonyok között mely befektetői csoportoknak jelenthet megfelelő lehetőség az, amit empirikus úton is vizsgáltunk.

## 1. BEVEZETÉS

Egy új, hazánkban még csekély irodalommal rendelkező befektetési formával kapcsolatban több kérdés is felmerül a kutatóban. Munkánk során mindenekelőtt modellezni szeretnénk volna ezen eszközök működését, illetve választ adni arra, hogy milyen kockázatok mellett milyen befektetési stratégia javasolható a befektetőknek a tőkegarantált alapok esetében.

Mindenhhez azonban meg kellett vizsgálnunk: valójában mit is jellemzi a befektetők által alkotott keresleti oldal? Azonos-e a kockázat értelmezése a keresleti és kínálati oldalon?

E kérdések jelölik ki az alábbi négy fő problémát, amelyre az alábbi összesített választokat adtuk.

- **Milyen tényezők befolyásolják a laikus kisbefektetőket döntésük meghozatalakor? Milyen szerepet játszanak a pénzügyi szempontok, és milyen szerepet játszik a kockázat szubjektív észlelése a tőkegarantált alapok választásában?**

<sup>1</sup> A cikk a Budapesti Értéktőzsde által alapított Kochmeister-díj 2007. évi III. helyezett pályamunkájának rövidített változata. A tanulmány megírásával kapcsolatban jelentős segítséget nyújtott dr. Kosztópulosz Andreász (SZTE GTK, Pénzügytan Szakcsoport), és a vizsgált szervezetek interjúalanyai: Bilibok Botond (Concorde Alapkezelő), Zsiday Viktor (Aegon Alapkezelő), Sudár Gábor (PSZÁF), Gulyás Adrienn (K&H Alapkezelő), Knáver György (CIB Alapkezelő), OTP Alapkezelő. Támogatásukat a szerzők ezúton szeretnék megköszönni.

<sup>2</sup> Az MTI adatbázisában a legkorábbi hivatkozás a „tőkegarantált alapok” működésére 2002. 09. 12-én 15:27:13-kor történt: a K and H Alapkezelő és az anyabankhoz tartozó KBC Vagyonkezelő stratégiai együttműködésének leírása. („A cég sikereinek egy részét az úgynevezett tőkegarantált alapoknak köszönheti, a KBC Vagyonkezelő több mint 400 fajta tőkegarantált alap jegyeit kínálja az ügyfeleknek...”) [20020912:MTI:z0073]

Az emberek mint befektetők döntéseik során nemcsak az objektív – ahogyan az az eddigiekben megfogalmaztuk: pénzügyi – kockázatokat veszik figyelembe; döntéseiket szubjektív érzéseik, kockázatszlelésük befolyásolja.

● **Mi eredményezheti a tőkegarantált befektetési alapok felülreprezentáltságát hazánkban?**

Magyarországon az emberek többsége kockázatkerülőnek minősül; a tőkegarantált alapok választásának fő motivációja az, hogy ezen befektetési formánál kizárólag a nyereség bizonytalan, ezzel szemben a tőke garantált; azaz, ha a nyereség nem is biztosított, a veszteség korlátozott.

● **Mennyire van kitéve a többi piaci szereplő működési kockázatának egy tőkegarantált befektetési alap? Melyek a különösen magas kockázatú piacok?**

A tőkegarantált befektetési alapok által kezelt eszközök terén kapcsolat mutatható ki a fedezeti alapok között. A fejlődő- és nyersanyagpiacokon utóbbiak jelenléte miatt fennáll a buborékok kialakulásának veszélye, ami rejtett kockázatként jelentkezik a befektetők számára.

● **Léteznek-e olyan alapkezelési stratégiák, ahol a személyi és tranzakciós költségeken a leginkább lehet spórolni?**

A tőkegarantált befektetési alapok esetében alkalmazott, passzív portfóliókezelési stratégia azt eredményezi, hogy csupán az alap indulásakor keletkeznek tranzakciós költségek.

Munkánkat a fenti gondolatmenetre fűzzük fel, végigjárva és modellezve mind az eszköz, mind az azt választó befektető működését és környezetét.

### ***1.1. Kutatási módszereink***

Kutatásunkat a szekunder források, illetve a rendelkezésre álló adatok áttekintésével és elemzésével kezdtük, ezek alapján fogalmaztuk meg kérdéseinket és feltételezéseinket. Ezeket ezután primer, empirikus módszerekkel igazoltuk:

- kérdőív felvétele egy 392 fős, véletlen kiválasztással készült szegedi mintán,
- mélyinterjúk készítése alapkezelőkkel (Concorde, Aegon, K&H, CIB, OTP), valamint a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) képviselőjével,
- próbavásárlás végrehajtása 12 budapesti, illetve 3 vidéki bankfiókban,
- PSZÁF- és BAMOSZ-jelentések, adatbázisok és statisztikai idősorok elemzése,
- az adatok további nyomon követése.

Empirikus tapasztalataink valamennyi feltételezésünket igazolták, illetve számos újabb, érdekes és megvizsgálandó területre irányították figyelmünket, amelyekkel kutatásunk folytatásában szeretnénk foglalkozni.

## 2. A KÍNÁLATI OLDAL

Vizsgáljuk meg a tőkegarantált alapokat előbb kockázati szempontból, majd pedig rámutatva arra, hogy miért is éri meg egy alapkezelőnek egy ilyen terméket kibocsátani.

### ***2.1. Mennyire van kitéve a többi piaci szereplő működési kockázatának egy tőkegarantált befektetési alap? Melyek a különösen magas kockázatú piacok?***

E probléma tisztázása során kísérletet teszünk arra, hogy bemutathassuk, miként fonódnak össze láthatatlan szálakkal az off-shore adóparadicsomokban bejegyzett, minimális szabályozással működő hedge fundok a kockázatkerülő kisbefektetők körében népszerű, tőkegarantált alapokkal.

Munkánk így három részre tagolódik. Először bemutatjuk az opciós piac működését, definiálva a tőkegarantált alapokat, ismertetjük működésük alapvető szabályait. Ezután kifejtjük, milyen gyakorlati hátrányokkal járhat a tisztán matematikai megközelítés, amit egy példával szemléltetünk. Végül a fejlődő- és nyersanyagpiacokon mutatjuk be, mi módon hat a fedezeti alapok jelenléte a kockázatra és a buborékok kialakulásának veszélyére, ami rejtett kockázatként jelentkezik a befektetők számára.

#### **2.1.1. A termék felépítése és működése**

A tőkegarancia létrehozásának technikája a legfontosabb momentum a tőkegarantált befektetési alapok esetében. Mindezt a 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról az alábbi módon szabályozza:

241. § *A befektetési alapkezelő az alap hozamára vonatkozó ígéretet kizárólag a tőke megóvására vonatkozó ígérettel együtt tehet. Az ígéretet köteles*

*a) bankgaranciával biztosítani, vagy*

*b) a hozamot biztosító pénzügyi eszközökkel és befektetési politikával alátámasztani az ügyfél részletes tájékoztatása mellett.*

A tőkegarantált befektetési alapokat (illetve más terminológia szerint „strukturált alapok”, illetve „bull cv”-k) az alábbi felépítés jellemzi: a tőkének a futamidő végén esedékes, garantált visszafizetését valamilyen fix hozamú, alacsony kockázatú eszköz (állampapír, bankbetét) beiktatásával biztosítják, míg a tényleges hozamot opciók vásárlásával érik el. Ezért arra a következtetésre jutottunk, hogy az előállított portfólió voltaképpen kockázatmentes – a befektetett tőkénket nem kockáztatjuk, hiszen az állam és a bank rendes körülmények között fizetőképes, miközben az opció közbeiktatása nem jár a tőkénk kockáztatásával.

#### **2.1.2. Különbség két „kockázatmentes” befektetés között**

Nem árt tisztázni tehát a „kockázatmentes befektetés” fogalmát. Az állampapír esetében az állam jogi garanciája áll a befektetett tőke és a kamatok törlesztése mögött, míg az opciók esetében azért lehet alacsony kockázatról beszélni, mert az opciós díj kifizetése után a tőke

elvesztésének kockázata nem fenyeget (pl. ha csődbe megy az a társaság, amelynek részvényeire az opciót megvették). Azonban a tőke hozama továbbra is bizonytalannak tekinthető, amit át lehet hidalni azzal, hogy a tőkét az opció lehívásáig terjedő időben az alapkezelő befektetheti egyéb, alacsony kockázatú eszközökbe, lehetővé téve a „bull cv” jellegű működést.

Az opciók logikájából kiindulva (az opciós díjat leszámítva), a negatív hozam kizárt, a kockázat tehát abban rejlik, hogy lesz-e hozamunk a lejáratkor. Mindebből arra a következtetésre juthatunk, hogy a befektető kockázata a tőkegarantált befektetési alap választása esetén nem a befektetett tőke oldalán keletkezik (hiszen az védve van a garancia miatt), hanem a hozamoknál. Ezáltal értelmezhető az eltérő kockázat, valamint helyreáll a tőkepiacokat jellemző alapvető szabály is: magas hozammal nem járhat alacsony kockázat.

A tőkegarantált befektetési alapok tájékoztatói tartalmazzák az alábbi kitétel:

*„Ezúton is felhívjuk továbbá tisztelt befektetőink figyelmét arra, hogy az Alap származtatott ügyletekbe befektető alap, s a származtatott ügyletek általában a szokásostól eltérő (magasabb) kockázati szintet jelentenek.”*

Az eltérő kockázat a különböző opciós ügyletek alkalmazásából fakad. Egyes alapok ráadásul nem csupán a „klasszikus” opciókra épülő befektetési politikát folytatják, bizonyos alapok ugyanis limitáras és egyéb „egzotikus” opció is felhasználnak. Mindezt megfelelően illusztrálja Ács Gábor cikke is, amely az MKB Euroforint nevű alapját az alábbi módon írja le: az alap egyedül abban az esetben fizet 18%-os hozamot, ha az euro/forint árfolyam nem lépi át a 280 forintos szintet. (Ács [2006/16]). Mindezt a sáv szélein álló vételi (240,5 EUR/HUF-on) és eladási opció (280 EUR/HUF-on) birtoklása tette lehetővé („double-no-touch”), amelyből azonban az eladási aktiválódott 2006. június 26-án, így azóta az alap 99%-ban bankbetétből áll (MKB Alapkezelő [2006]).

### 2.1.3. A tőkegarantált alapok megszületése

A pénz- és tőkepiacok alapvető tulajdonsága a hozamok ingadozása. Opciók alkalmazásával azonban lehetőség nyílik a **hozam garantálására** is, ezzel a vagyionkezelő a hozam biztos realizálását garantálja. A befektető az adott alapba történő befektetés során szert tesz az arra szóló eladási jogra is, tehát magasabb értéken értékesítheti, mint a vételi ár. Mindez így eladási opcióként is értelmezhető (May [2003]).

A hozamgarancia egyik megjelenési formája a **bull betétjegy (bull cd)**<sup>3</sup>. Ha ezt megvásárolja a befektető, akkor a kamat mellé bizonyos részvények hozamából részesedést is kínál neki az alapkezelő. Mindez azt jelenti, hogy az alapul vett benchmark emelkedése esetén a garantált fix kamat kiegészül az így szerzett profittal. Mindez abban tér el a hozamgaranciától, hogy a bull cd esetében nem kell fizetni a plusz jogért, illetve az index emelkedésének csupán bizonyos hányadát kapja meg a befektető. Mindez megéri a vagyionkezelőnek, mivel a referenciaindex emelkedésének másik hányada az övé, illetve a kifizetett kamat (esés esetén) elmarad az azonos kockázatú befektetések kamatától (May [2003]).

3 A szakirodalom jellegzetessége, hogy mielőtt Magyarországon is megjelentek volna a tőkegarantált alapok, addig ezek az eszközök egymástól meglehetősen eltérő néven (pl. bull cd, strukturált termékek) szerepelnek.

Ez a megoldás már 1976-ban felbukkant, amikor *Merton* és *Scholes* CBOE (Chicagói Opció Tőzsde) opciókba fektetett, hogy kihasználja az emelkedő árfolyamok nyereségét. Mindezt kamatot fizető számlákkal kombinálták, így védekezve az árfolyamcsökkenés ellen (1. ábra). Akkor ez a kísérlet a befektetők érdeklődésének hiánya miatt megbukott, azonban innentől számíthatjuk a tőkegarantált alapok megszületését (*Dunbar* [2000]).

*Goldstein* azonban 1990-ben az UBS svájci banknál Európában már megütötte a főnyereményt azzal, hogy piacra dobta a „strukturált termékeket”. A sikert az európai és amerikai piac eltérő volta magyarázza: az európai befektetők (a nyugdíjalapokkal együtt) távol tartották magukat a részvényektől, javarészt kötvényekben tartva az általuk kezelt vagyont. Az Európai Monetáris Unió megvalósulásának közeledtével azonban a kamatlábak Európaszerte csökkenésnek indultak, illetve az ekkor lezajló privatizációs hullám friss részvényekkel látta el a piacokat. Mindez a befektetőket a részvényt piacok felé fordította.

*Goldstein* a strukturált termékek segítségével ajánlott fel a kisbefektetőknek részesedést a részvényt piacok hozamából úgy, hogy közben nem kell attól tartaniuk, hogy elvesztik a befektetett tőküket.

A legegyszerűbb strukturált termékben egy hosszú lejáratú részvényindexvételi opció és államkötvény található. Az index esetleges zuhanása esetén az opció ugyan értéktelenné válik, de az államkötvény garatálja a befektetett tőke visszafizetését. Milyen módon érik el mindezt? Induláskor kiszámolják, hogy mekkora államkötvény-állomány esetén éri el az állampapírok jövőértéke a befektetések névértékét – ennyi pénz jön össze a kamatokból. A fennmaradó tőkét pedig indexvételi opcióba teszik be.

Méretgazdaságossági okokból az opciókat a lakossági bankok és biztosítók közvetlenül az UBS méretű befektetési bankoktól vették meg, zömében 100 millió dolláros csomagokba burkoltan.

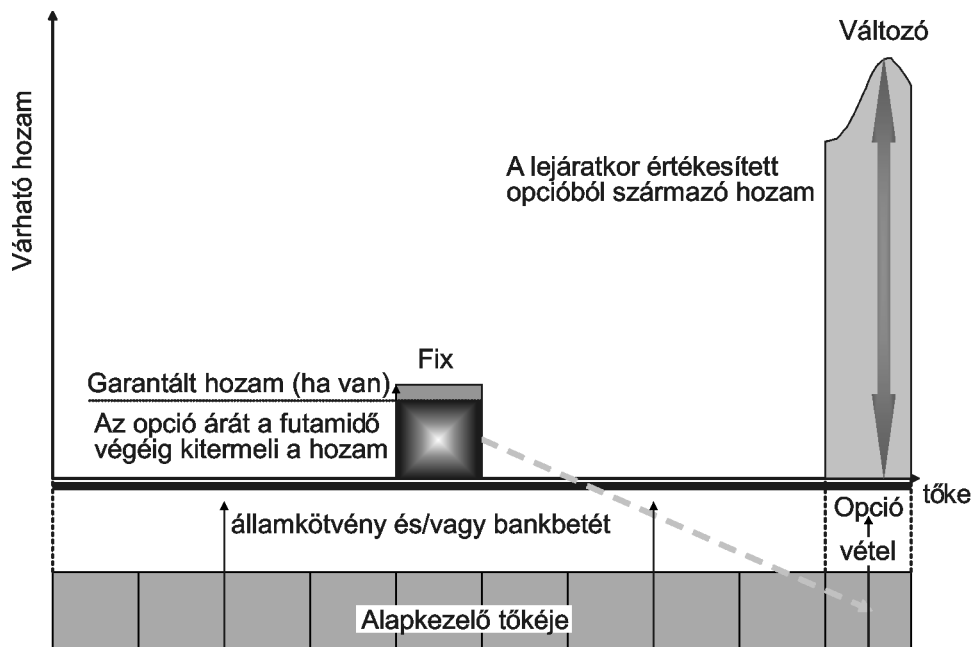
Az instrumentum először a brit piacon debütált (az FSTE 100-as indexére vonatkozó opcióval felszerelve), azzal a jogi kikötéssel, hogy a befektetési szolgáltatónak valóban vissza kell fizetnie a befektetés névértékét, mivel az 1980-as évek végén az Egyesült Államokban a portfólióbiztosítás rendszere csúfosan megbukott. (*Dunbar* [2000])

#### **2.1.4. A tőkegarantált alapok típusai**

A klasszikusnak számító, zárt végű, egy opciót tartalmazó struktúrának napjainkra mind több alváltozata ismert. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeleténél 2007. február 20-án készített interjúból kitűnik, hogy hazánkban a legújabb formák – épp rendkívüli népszerűségük miatt – hamarabb jelennek meg, mint a nyugat-európai piacokon.

Fontos azonban megemlíteni három uralkodó tendenciát. A garantált alapok hazai elvárásokhoz történő adaptálásának tekinthető újdonságok (az ügyfelek számára likviditást biztosító, nyílt végű alapok) mellett érezhető a nyugaton jellemző, hosszú lejáratú típusok (nálunk unit-linked módon értékesített) elterjedése. Mindazonáltal valamennyi típust az eredeti, zárt végű változat módosulataként képzelhetjük el; azaz úgy módosítják az eredeti modellt, hogy az megfeleljen a kitűzött céloknak, de a klasszikus forma egy-egy tulajdonságának feláldozásával.

## A tőkegarantált alap működése



Forrás: alapkezelői tájékoztatók

A klasszikus modell tulajdonságai tehát az alábbiak: zárt végű, emiatt nem igényel túl nagy készpénzállományt (zömében az esetleges alapkezelői, letétkezelői, felügyeleti, könyvvizsgálói díjak fedezésére fordítja). Portfóliója túlnyomó hányadát (induláskor többnyire 80-90%-át) állampapírok vagy bankbetétek teszik ki. A „maradék” (10-20%-os) részt fektetik opciókba. A jegyzék időszaka után a befektetési jegyeket tőzsdére vezetik, így módon biztosítva a befektetők számára a kiszállás lehetőségét. A futamidő átlagosan 2-3 év.

A hozamgarantált alapok ettől térnek el oly módon, hogy a fix hozamú eszköz arányát megemelik, amely így nem csupán kipótolja az opciós díj miatt kieső részből fakadó tőkehányadot, hanem még pozitív hozamot is biztosít. Áttekintve azonban a klasszikus modell működését, mindebből az következik, hogy opciók vásárlására kevesebb tőke jut, ami az elérhető hozam mértékét csökkenti.

A hozam- és tőkegarantált pénzügyi, betét- és kötvényalapok érdekes színfoltjai a garantált alapok nagy családjának. Közös jellemzőjük, hogy – akárcsak „hagyományos” társaik – teljes mértékben fix hozamú termékekből állnak (bankbetét, repó, jelzáloglevél, állampapír, egyéb kötvények). Tőkegaranciát jellemzően 90 napos tartást követően biztosítanak tulajdonosaik számára. Mindazonáltal felmerül a kérdés: a tőkegarancia ígérete több-e a befektetők igényeit kiszolgáló, egyszerű marketingfogásnál? Ezt a véleményünket mind a felügyeletnél, mind az alapkezelőknél készített interjúk alátámasztották („divatmarketing”,

„a magyaroknak bármit el lehet adni garancia mellett”). E tendenciáért a válaszadók mindannyiszor az alulfejtett befektetői kultúrát okolják.

A „cliquet tree capitalization” elven működő alapok esetében több opciót tartalmazó kosarat indít az alapkezelő, amelyet előre meghatározott referencia-időpontokban értékelnek, és a rosszul (küszöb alatt) teljesítő elemek kikerülnek a kosárból (K&H Alapkezelő [2006], Ács [2006/16’]; CIB [2006a], 4. o.).

2. ábra

### Példa a több eszközkosárból álló tőkegarantált befektetési stratégiára a CIB Alapok Alapja termék esetén

Az első eszközkosár	A második eszközkosár
40% CIB Kincsem Kötvény Alap 35% CIB Indexkövető Részvény Alap 15% CIB Európai Részvény Alap 10% CIB Ingatlan Alapok Alapja	CIB Pénzpiaci Alap

Forrás: CIB Alapok Tőkegarantált Származtatott Alapjának rövidített tájékoztatója [2006], 5. o.

Maximált hozamú alapok esetében az opciós részalappal elérhető hozam mértéke limitált, ezt meghaladó hozam esetén a fennmaradó hányad az alapkezelőt illeti.

Az alapok alapja konstrukció meglehetősen sajátos értelmezését érhetjük tetten a CIB Alapkezelő esetében, ahol a saját alapjaik mozgását követő terméket hoztak létre. Ezáltal az ügyfelek részesülhetnek az ingatlan-, a kötvény-, a pénz- és részvénypiacok hozamaiból, miközben az alapkezelő voltaképpen saját magával szemben ír ki opciót. Mindez jelentős költségmegtakarítást jelent az alapkezelőnek, ami javítja a termék jövedelmezőségét (CIB Alapkezelő [2006a]).

Nyílt végű, garantált alapok esetében az alapkezelő vállalja a befektetési jegyek visszaváltását, ami viszont többlet készpénzállomány tartását feltételezi. Az alapmodell működéséből következik, hogy a többletlikviditás biztosítása csak akkor lehetséges, ha csökkentik az opciók arányát. Néhány alapkezelő ezt a problémát úgy kezeli, hogy a fix hozamú eszközöket 3 hónaposnál rövidebb bankbetétekből állítja össze, ezáltal szabadabban biztosíthatja az alap likviditását.

Sajátos hibát értünk tetten a CIB Alapkezelő Dollár Profitmix nevű termékének 2006. október 31-i portfóliójelentésében, ahol az eszközoldalon három elemet találunk: folyószámlán tárolt készpénzt (összes eszköz 5 százaléka), legfeljebb 3 hónapos lekötésű bankbetétet (összes eszköz 91 százaléka) és *opciók helyett határidős forwardügyleteket* az összes eszköz 4 százalékat kitevő értékben. (CIB [2006b])

A forwardtermékek az OTC-piacokon értelmezett, egyedileg kialakított, nem szabványosított határidős ügyletek. Mindez kissé ellentmondásos, mivel az adott termék rövidített tájékoztatójának a 6. oldalán az alábbi szöveget olvashatjuk:

„A befektetési stratégiában leírt opciókon kívül további származtatott ügyleteket az alapkezelő nem köt.” (CIB [2006c])

A fenti technikai probléma lényegére végül a felügyelet adta meg a választ azzal, hogy a portfóliójelentésben szereplő kérdéses tétel valójában forwardopciót tart.<sup>4</sup>

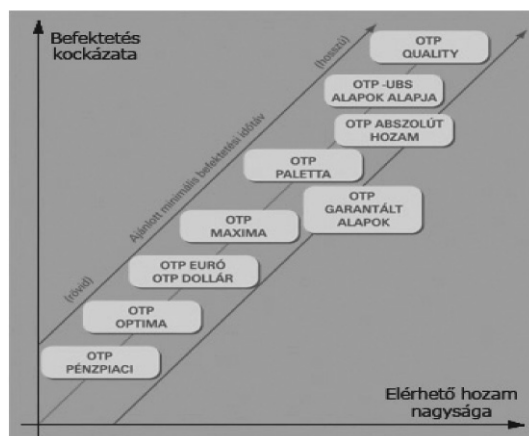
Mindezzel némileg szemben állt az érintett alapkezelő válasza<sup>5</sup>, amely már az októberi portfóliójelentések javításáról szólt – azóta ugyanazt a tételt már OTC-opcióként tüntetik fel, miközben a megelőző hónapokban még a fent említett módon jelent meg.

### 2.1.5. A kockázat matematikai megközelítése – a tőkegarantált alapok szórása

A jelentkező kockázat mindig viszonylagos, azaz el kell helyeznünk a tőkegarantált alapokat a befektetési alapok hozam-kockázat terében ahhoz, hogy valós képet kapjunk erről az instrumentumról. Az OTP alapkezelő tőkegarantált alapjainak kommunikációjában (3. ábra) érzékelteti a kérdést, de nem állít fel sorrendet az alapok között, azonban azt a látszatot kelti, hogy azonos kockázat mellett magasabb hozamot ajánl a befektetőknek.

3. ábra

#### A garantált alapok „kilógnak” a kockázati besorolásokból



Forrás: OTP Alapkezelő

A várható hozamot valamennyi zárt végű alap esetében igyekeznek felvázolni a befektetőnek, aki végső soron ennek alapján minősíti a befektetést. Az ettől való eltérés mind magasabb varianciát fog mutatni. Kockázatmérési problémát vet fel, hogy nem különíthető el a pozitív és a negatív irányú kilengés. Azonban logikusnak tűnik azt feltételezni, hogy egy hirtelen felívelés sem jár későbbi komoly korrekcióval (ilyen heves kilengésekkel jellemezhetők például a nyersanyagok).

Bernstein szavaival élve tehát nagy szórás mellett „könnyen a fejünk a sütőben – lábunk a hűtőben helyzetébe kerülhetünk” (Bernstein [1998]).

4 A PSZÁF 2006. december 7-én kelt leveléből.

5 A CIB Alapkezelő online ügyfélszolgálatának 2006. december 18-ai válasza.

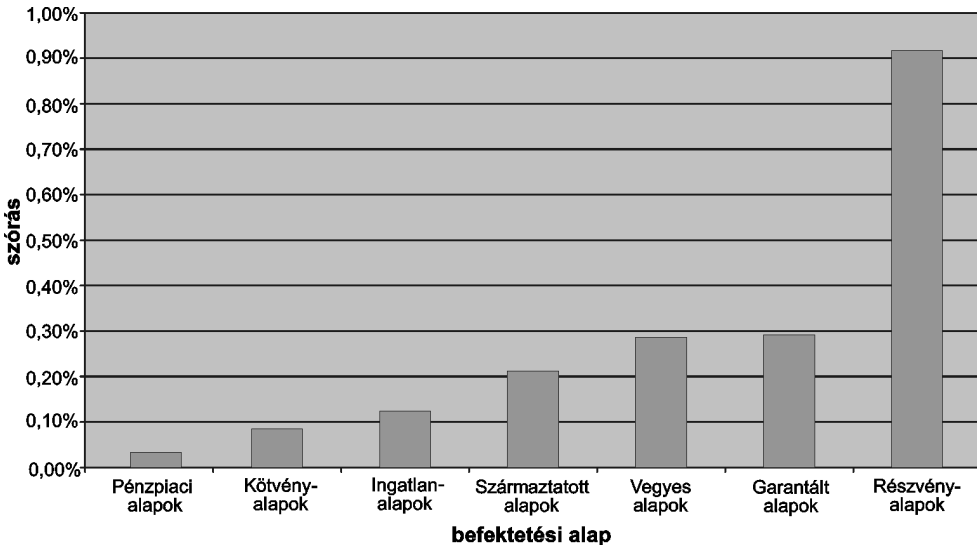


Egyszerűbb lesz a kép, ha a kockázati besorolásnál visszanyúlunk az alapok szórásnégyzetéhez, hiszen ez a statisztikai mutató a papír árfolyamának instabil voltára mutat rá (Ulbert [2002]).

Így viszont leszögezhető, hogy a variancia és a kockázat együttes mozgást végez. A PSZÁF *A nyilvános befektetési alapok költségei a 2006-os évben* című kiadványához kapcsolódó, statisztikai adatbázisban fellelhető szórásadatok alapján készítettünk egy átfogó értékelést (4. ábra). Ennek során 69 tőkegarantált és 197 „hagyományos” befektetési alap esetében mértük fel az átlagos szórást. A garantált alapok esetében az átlagolás a mögöttes termékek figyelembe vétele nélkül történt, a súlyozás során a súlyozott átlagos nettó eszközértéket vettük figyelembe, akárcsak a többi befektetési alap-kategória esetében.

4. ábra

#### A tőkegarantált alapok helye szórás alapján



Forrás: PSZÁF [2007], saját szerkesztés

Mindez azt mutatja, hogy a tőkegarantált alapok szórásuk (és ezáltal kockázatuk) alapján a részvényalapok és a kötvényalapok között foglalnak helyet. Ez az ábra épp arra bizonyíték, hogy a tőke garantálása mellett a hozam létrejötte meglehetősen bizonytalan.

#### 2.1.6. Opciók és hedge fundok

1994-ben a Times magazin az alábbi módon méltatta a modern pénzügyi tudományon alapuló hedge fundok alapját jelentő, származtatott termékeket:

„A származtatott ügyletek fantasztikus rendszere nem ódivatú emberi ösztönökön, hanem számítógépes varázslók által tervezett és megfigyelt számításokon alapul..., akik nehezen érthető képletekkel dolgoznak..., amelyeket az ún. kvantok, azaz a kvantitatív elemzők találnak ki.”

A fent említett sajtóorgánum akkori lelkesedését a pénzügyi stabilitás újbóli megteremtésének illúziója magyarázza. A Bretton Woods-i rendszer harmincéves stabilitását hirtelen felváltó volatilitás motiválta a szakembereket a kockázatkezelés mind hatékonyabb eszközeinek kifejlesztésére. Így a származtatott ügyletekre úgy tekinthetünk, mint az áringadozások kivédésére létrehozott eszközökre (Bernstein [1998]).

A spekulatív tőkére, annak likviditásteremtő szerepénél fogva, a piac egyik elengedhetetlen részeként kell gondolnunk, mivel enélkül a piacok működése jóval drágább lenne a specialisták kényszerű árjegyzései miatt.<sup>6</sup> Különösen igaz ez az olyan opciókra, amelyek – „zéró összegű játékok” lévén – feltételezik a kereslet és kínálat tökéletes egymásra épülését (Rini [2000]). Az újságírók optimizmusának legfőbb oka talán az lehetett: még nem is sejtették, hogy 1998 nyarán a kvantok által megalkotott, matematikai elveken alapuló rendszerek mi módon eredményeznek piaci káoszt, és a hedge fundok akkori zászlóshajójának, a Long-Term Capital Managementnek a bukását.

A befektetési alapok világának meglehetősen egyedi szereplőit alkotják ugyanis a hedge fundok – egyrészt azért, mert működési területük alapvetően az opciós piacra irányul, másrészt, mert ezek működését határolja körül a legkevesebb jogszabály.

Ezen zártkörű alapok egyik fő jellemzője, hogy elsősorban nagy vagyonnal rendelkező befektetőknek – nagyon magas kockázat és rövid időtáv mellett – magas hozamot biztosítanak. Ennek érdekében korlátlan kereskedési jogokkal bírnak (a gyenge szabályozást és az alacsony adózást többnyire az adóparadicsomokban történő bejegyzés is elősegíti), felvehetnek rövid pozíciókat, illetve nagyobb mértékben vehetnek fel hitelt, mint más alapok. Mindez megteremti a magas tőkeáttétel és kockázatvállalás lehetőségét, ami azt eredményezheti, hogy az alap önmaga is képes a piac működését jelentős mértékben befolyásolni (May [2003]).

Megértésükhöz először is tisztázzuk a fedezeti ügylet jelentését.

Mindemellett elmondhatjuk, hogy a fedezeti alapoknak „keves közülük van a kockázatkezelési célból kötött fedezeti ügyletekhez” – már csak azért is, mert az általuk alkalmazott befektetési stratégiák gyakran nagyon összetettek és kockázatosak. Klasszikus „buy and hold” pozíciók helyett előszeretettel vásárolják distressed (pénzügyi átszervezés, csőd vagy felszámolás alatt álló), illetve event driven (felvásárlás vagy fúzió alatt álló) vállalatok papírjait. Emellett ők állnak a legtöbb arbitrázsművelet mögött is (*Affentrager* [1998]).

### 2.1.6.1. Az opciós piacok veszélyei – a Long-Term Capital Management bukása (esetpélda)

A tőkegarantált alapok történetét ott fejeztük be, amikor Goldstein sikeresen piacra dobta strukturált termékeit. Mindehhez szükség volt állampapírokra és indexvételi opciókra, amelyeket a befektetési bankok nagy tételben bocsátottak a lakossági bankok és biztosítók rendelkezésére.

<sup>6</sup> A new yorki értéktőzsde 1959 óta ún. specialistákat alkalmaz arra, hogy a piac optimálisan tudjon működni. A specialista munkája a tisztességes, kétoldalú piac biztosítására és az ársáv szűkítésére irányul. Ennek értelmében, ha senki sem akar venni, akkor a vételi oldalra állva, neki kell biztosítania a likviditást. Az OTC-rendszerek összekapcsolása révén 1971-ben létrejött Nasdaq nem alkalmaz árjegyzést (RINI [2000], 195–199. o.).

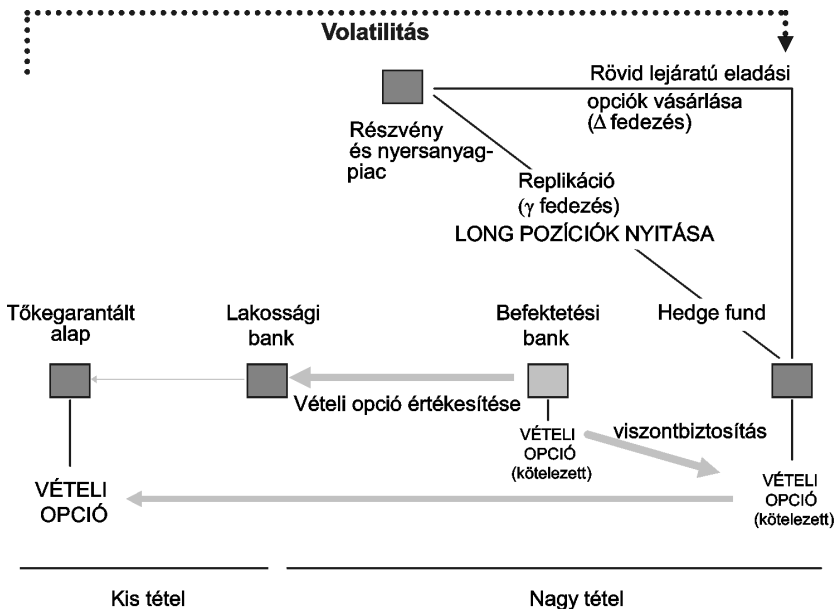
Az indexvételi opciók esetében azonban a befektetési bankoknak fedezniük kellett a befektetés kockázatát. Erre Goldsteinék a delta- és gammafedezés módszerét használták.

Az opciók eladása után Goldsteinék tehát a kockázatokat deltafedezéssel (az alaptermék részvényeiből történő vásárlásokkal) és gammafedezéssel (európai tőzsdéken rövid lejáratú opciók vásárlásával) kezelték, s e technika alkalmazásával kockázatmentes hozamra számíthattak, legalábbis *Harrison és Kreps* 1979-es eredményei ezt mutatták (idézi Dunbar [2000]). Mindeközben a különböző időtávú, opciós termékek eltérő likviditással bírtak a piacon, a rövid távúak nagy forgalommal és így likviditással rendelkeztek (a gammafedezés miatt), azonban hosszú távon már inkább kínálati piacról beszélhettünk.

A gammafedezet iránti igény és a beépített profitvárakozásoktól megemelt implicit, valamint a stabilabb historikus volatilitás szétnyílása azonban arbitrázslehetőséget teremtett. A hosszú lejáratú opciók ugyancsak túl voltak árazva, legalábbis a részvények tartásával járó 4-5 éves fedezeti stratégiához képest. *Modest* és az LTCM ekkor lépett a színre, hogy átvállalva a bázeli keretek közé szorult befektetési bankoktól a volatilitást, viszontbiztosítóként működjön (5. ábra). Ekkor, 1997-ben már csak 20 milliárd dollárnyi hosszú lejáratú, új opciós kibocsátás történt (Dunbar [2000]).

5. ábra

### Kapcsolat a hedge fund és a tőkegarantált alap között



Forrás: Dunbar [2000]

Az opciós piac fölött az első viharfelhők 1997 őszén jelentek meg a kelet-ázsiai válsággal. A volatilitás ismét kezdett szétterjedni a globális piacokon, így elért Európába is. Hatására a rövid lejáratú indexopciók ára mind meredekebben nőtt (a ciprus átalakult cédrussá).

Mindez a gammafedezet és így a hosszú lejáratú opciók megdrágulásához vezetett. Október 27-én a Dow Jones Industrial indexe 550 pontot zuhant egy nap alatt, és novemberre a hosszú távú volatilitás a historikus 16%-ról 24%-ra emelkedett, ami százalékpontonként 400 millió dolláros veszteséget jelentett a piacnak. Az érvényben lévő bázeli szabályozások (és a cikkünkben később részletesen tárgyalt, a kockázatokat felügyelő, számítógépes VAR-rendszerek) miatt a nagy befektetési bankoknak likvidálniuk kellett a hosszú lejáratú indexportfóliókat, amelyeket az LTCM fel is szívott a piacról, bízva abban, hogy a kedélyek lecsillapodása után majd emelt áron adhatja el őket újra.

Az 1998-as oroszországi gazdasági válság azonban korábban soha nem látott szakadást eredményezett – gyakorlatilag az opciók árazásának alapjául szolgáló Black–Scholes-képlet valamennyi kitétele megdőlt: a piac egyszerre szűnt meg likvidnek, folytonosnak és normális eloszlásúnak lenni. Emellett, mivel globális összeomlás zajlott le, a földrajzi és termékbeli diverzifikáció is hatástalannak bizonyult. A hosszú távú volatilitás elérte a 40%-ot, ami az LTCM-et a magas tőkeáttétel miatt előbb a saját tőke felélésére, majd a partnerbankok tőkeinjekciójára kényszerítette, s ez végül az alap felszámolásához vezetett (Dunbar [2000]).

Az alapkezelői interjúk során felmerült az a probléma, hogy a befektetők a piaci szereplőkre mint „piaci mágusokra” tekintenek. A fenti Times-idézet is jól példázza, hogy nem csupán a hazai fejletlen befektetői kultúrára jellemző ez a fajta csodavárás – amely azonban azzal, hogy a kockázatmentes nyereség elérését tűzi zászlajára, mindig csúfos bukással jár együtt.

Empirikus vizsgálataink során a Dunbar-féle modellt csupán részben tudtuk alátámasztani. A nagy befektetési bankházaktól a tőkegarantált alapokig vezető út meglete bizonyosságot nyert, azonban a nyugat-európai anyabankok, illetve a BNP Paribas köpönyege mögé már nem állt módunkban betekinteni. Így a hedge fundok által jelentett kockázatokról csupán közvetett információkkal rendelkezünk.

### 2.1.7. Nemzetgazdasági hatások

Bár kutatásunknak nem kimondott célja, hogy az alapkezelők tevékenységének eme hatásaival számoljon, de komplex elemzést nem végezhetünk e komponens kihagyásával. A tőkegarantált alapok működésekor a legfőbb intézményi érdekhordozóknak az alapkezelőn túl a bankrendszer, a magyar állam és az opció kibocsátója tekinthető (eltekintve a könyv-vizsgálóktól, letétkezelőtől és egyéb szereplőktől).

A bankrendszernek – bármilyen meglepő is – a tőkegarantált befektetési alapok piac-szerzési lehetőséget kínálnak úgy, hogy közben stabilizálhatják betéti állományukat. Abban az esetben ugyanis, ha az alap fix eszközei bankbetétekből állnak, a teljes vagyon 70-90%-a a bankokhoz vándorol. Mindez azt is jelentheti, hogy ha az ügyfél a saját bankjának tulajdonában álló alapkezelőnél jegyez tőkegarantált alapot, akkor valójában a tőkénének mindössze 10-20%-ával végez tényleges műveleteket, hiszen a „maradék” visszavándorol a bankhoz, illetve az alapkezelő realizálja a relatíve magas alapkezelői díjakat.

Az államháztartásban az adósság finanszírozását teszi könnyebbé az állampapírok iránt mutatkozó, esetleges többlettereslet. Ezért itt sem beszélhetünk a külső egyensúly romlásáról.

Az opcióknál már nem teljesen egyértelmű a kép. Abban az esetben ugyanis, ha az alaptermék nem a hazai piacon van jegyezve, illetve az OTC-opció kiírója külföldi befektetési bankház, akkor a külső egyensúly romlásáról és tőke kivonásról beszélhetünk.

## ***2.2. Léteznek-e olyan alapkezelési stratégiák, ahol a személyi jellegű és tranzakciós költségeken a leginkább spórolni lehet?***

A pénzügyintézeteknél (amelyek a magyar alapkezelők többségének anyavállalatai) a legmagasabb nem kamatjellegű ráfordítás magából a személyi jellegű ráfordításokból származik. Nem minden ok nélkül, hiszen ebben a szektorban az emberi tőke a siker legfontosabb tényezője. Azonban ennek a drága erőforrásnak a minél hatékonyabb felhasználása ugyanúgy kulcsfontosságú tényező – elég csak arra gondolni, hogy a hazai piacvezető OTP Bank teljes mérlegfőösszegéből a személyi jellegű ráfordítások 1,82%-kal részesedtek – a nem kamatjellegű ráfordításokkal összevetve, az arány már 32,4% volt 2005-ben (OTP [2005], 66. o.).

Passzív, például indexkövető alapkezelési stratégia alkalmazásával az egy termékegységre jutó személyi és egyéb (pl. tranzakciós) ráfordítások alaposan csökkenthetők. Azonban még ekkor is szükséges valamiféle korrektív jelenlét, ha nyílt végű papírról van szó.

Hazánkban a PSZÁF behatóbb vizsgálatai alapján elmondhatjuk, hogy az *„intézmények portfóliókezelési magatartását, az aktív vagy passzív stratégiát általában intézményi szinten, illetve azon belül portfóliónként határozzák meg”* (PSZÁF [2005/1] 3. o.).

Azzal kapcsolatban, hogy valójában melyik stratégiát célszerű követni, már megoszlik a szakirodalom véleménye. A passzív módszer alkalmazása mellett mégis az alábbi érv szól: egy aktív portfóliómenedzser átlagosan több mint 100 részvényt tart 80%-os forgási sebesség mellett, ami magas tranzakciós költséghányaddal jár. Passzív stratégia követésekor ezzel szemben valamilyen részvényindexbe történik a befektetés – ez a technika újabb keletű. Mivel a modern pénzügyi világ komplex rendszerében az ingatag elméleti alapok miatt képtelenség megjósolni a jövőbeli eseményeket, és az aktivitás költségei is magasak, nem csoda, hogy míg 1977-ben még az alapok fele volt képes teljesítményével felülmúlni a Standard and Poor's 500-as indexét, addig 1997-ben már csak egynegyedük volt ilyen sikeres.

Miközben a passzív portfóliómenedzser által vezetett indexkövető alap teljesítménye magas stabilitást mutat a magas szintű diverzifikáció miatt, egyúttal elmondható az is, hogy mindez csupán közepszerű teljesítményhez elég.

A fókuszált befektetés iskolája ezzel szemben csak néhány erősen szelektált vállalat részvényeire koncentrál, ezeket azután hosszú távon meg is tartja. A szelektálás elsősorban annak alapján történik, hogy megkeresik azon vállalatok papírjait a piacon, amelyek erősen aluláróztak, ugyanakkor jelentős, hosszú távú versenyelőnyökkel bírnak. Mindez tehát kihasználja a piaci ár és a belső érték közötti különbséget, ami a nem hatékony piac által teremtetett, potenciális arbitrázs kiaknázását jelenti. A hosszú távú tartás jellemzően alacsony, 10%-os forgási sebességet eredményez (Hagstrom [2000]).

Érdekes piaci magatartásról tanúskodik a PSZÁF 2005. évi befektetéskezelési témavizsgálata. Ennek során ugyanis az alábbi tanulságokat szögezik le:

*„Összességében megállapítható, hogy a befektetéskezelőnek előírt stratégiai portfólióösszetétel rendszerint tág mozgásteret biztosít. (...) Ennek ellenére nem ritka, hogy a befektetéskezelő tartósan passzív, elsősorban benchmarkkövető befektetési attitűdöt tanúsít, azaz a megcélzott portfólió összetételtől való eltérésre még a rendelkezésére álló kereteket sem használja ki.”* (PSZÁF [2005/1], 2. o.)

A zárt végű, tőkegarantált befektetési alapok befektetési jegyei forgalomképesek, azonban a futamidő során kizárólag a tőzsdén értékesíthetők, illetve vásárolhatók meg. A túlzott likviditás ugyanis már ellenkezne a működés logikájával – túl sokszor kellene hozzányúlni a már befektetett bankbetét/államkötvény-állományhoz, ami a nyitó pozíció szétforgácsolódásához vezetne. További veszélyként jelentkezne az alapkezelőnél az időről időre bekövetkező, nemzetközi nyereségrealizálás (és tőkekivonás) trendje, ami fokozná a tőkegaranciát biztosító elemeken a nyomást.

Tehát a lejáratkori tőkegarancia intézménye kifejezetten igényli az alacsony likviditást, továbbá ily módon a befektető a jegyek eladása után csak nehezen lenne képes újabb zárt végű tőkegarantált alapot találni olyan piacon, ahol épp jegyzési időszak van. A tőkegarantált hozam „kimazsolázása” ellen hat az a tény is, hogy az alapkezelők az átlagnál magasabb jutalékkal sújtják a vételt és eladást e jegyek esetében. Ez a magatartás azért is érthető, mert így az alapkezelőknek kell az ügyfél nevében megjelennie a piacon, ami már élmunkaterhet von maga után.

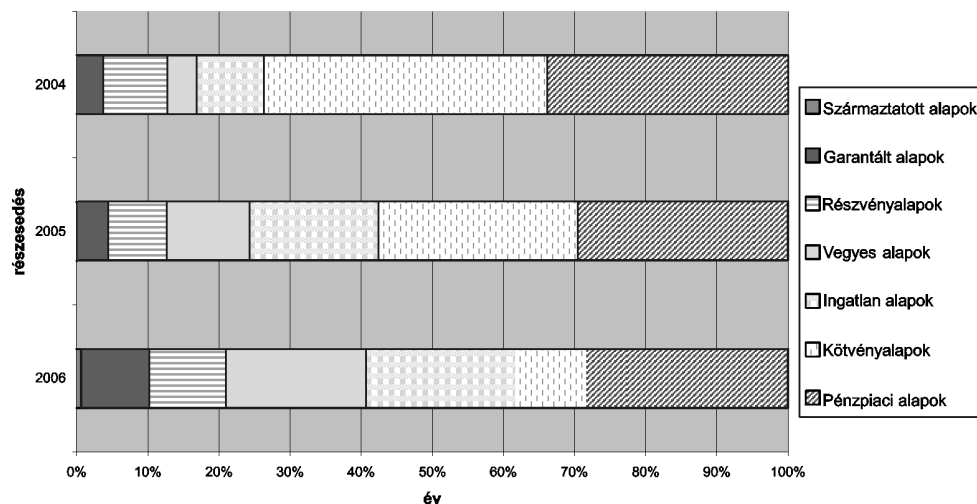
### 2.2.1. Az alapkezelési tevékenység során felmerülő és felszámított költségek

Ahhoz, hogy megállapíthassuk, mennyire tekinthetők költségesnek a tőkegarantált alapok, meg kell vizsgálnunk azt, hogy egy „hagyományos” alap működése milyen költségekkel jár.

A befektetési alapok tevékenysége azonban rendkívül szerteágazó lehet (6. ábra), akár a befektetési kört (nyilvános, zártkörű), a befektetési időtartamot (zárt végű, nyílt végű), a befektetés irányát (ingatlan, értékpapír), a jövedelem szétosztását (rendszeresen felosztó és újra befektető), vagy az értékpapír eredetét (belföldi, külföldi és deviza) vizsgáljuk. (Bakonyi, Décsi, Lauf, Tasnádi [2004]).

6. ábra

Egyes befektetésialap-kategóriákban tárolt vagyon megoszlása (2004–2006)



Forrás: PSZÁF [2007]

A jegyek megvételekor és az azokból történő kiszálláskor számolhatják fel az **eladási és a visszavásárlási jutalékot**. Ennek célja, hogy az alapkezelő elkerülje a befektetők túlzottan kismértékű ügyleteit, illetve az arbitrázsra játszó spekulánsok támadásait. Azzal ugyanis, hogy a nettó eszközérték kiszámítása időben eltolva (zömmel egy nappal később) történik, a mozgékonyabb befektetők a piacok zárása előtt pozíciókat vehetnének fel a befektetési alapokban úgy, hogy az egy nappal korábbi nettó eszközértéken szerzik be annak jegyeit.

E rendszeresen jelentkező költségek kiegészülnek még az úgynevezett **egyszeri költségekkel**, amelyek javarészt az alap indulásakor keletkeznek (prospektusok, marketing és felügyeleti díjak). Ezeket méretgazdaságossági okokból többnyire az alapkezelői díjba építik be (Bakonyi, Décsi, Lauf, Tasnádi [2004]).

A felügyelet vizsgálatai megállapították, hogy a befektetési alapokra kibocsátott értékpapíroknál a költségek megállapítása nem követ egységes gyakorlatot.

*„Egyes esetekben a befektetési alapkezelő ugyanazon tevékenység után kétszeresen is részesül díjban (portfóliókezelési/vagyonkezelési díj + alapkezelési díj), ami nem méltányos az ügyfeleivel szemben, míg másoknál az a gyakorlat, hogy az alapkezelők a saját maguk által kibocsátott portfóliókba helyezett befektetési jegyeket kiemelik a díjszámítás alapjából.”* (PSZÁF [2005/1], 11. o.)

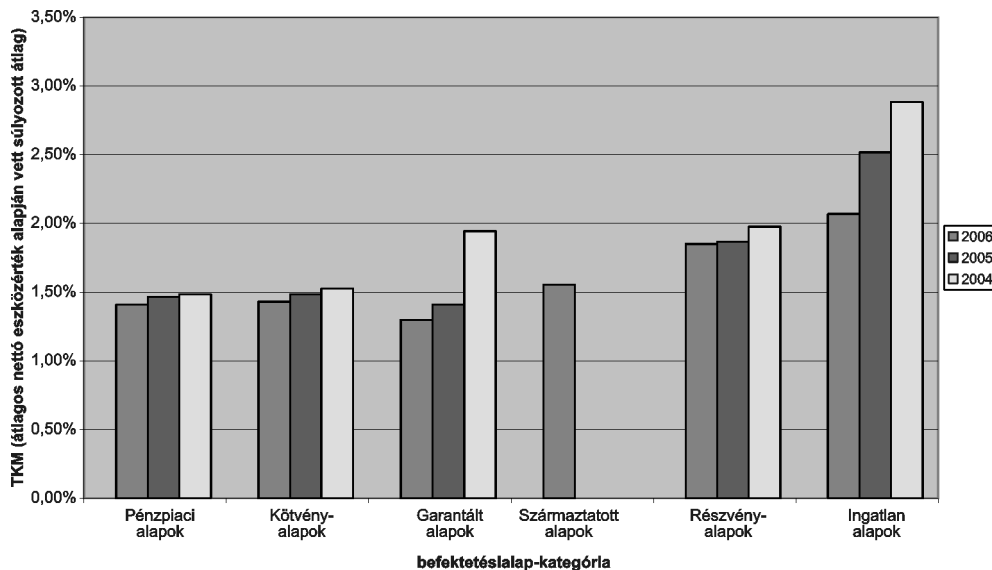
Ennek ellenére megállapítható, hogy melyek a befektetési alap működése során keletkező, legfontosabb költségek.

Az **alapkezelő fix jutalékait** a nettó eszközérték 1-2%-ában állapítják meg, amit az – napi bontásban – le is von.

A **letétkezelő díja**, amelyet az értékpapírok őrzéséért és az értékpapírszámla vezetéséért számítanak fel, a nettó eszközérték 0,3-0,5%-ára terjed ki.

Az alapok költségalapú minősítésére biztosít lehetőséget a 2004/384/EK ajánlás, amelynek értelmében – a napi nettó eszközértékre vonatkozó adatszolgáltatások és a befektetési alapok éves jelentései alapján – a befektetési alapkezelő társaságok a PSZÁF rendelkezésére bocsátották a működési költségeiket. Ezek az alapok tájékoztatóiban és kezelési szabályzataiban szerepelnek mint alapkezelési díj, letétkezelési díj, alapkezelő sikerdíja, könyvelési költségek, könyvvizsgálói díjak, marketingköltségek, közzétételi díjak, felügyeleti díjak stb. Mindebből számítják ki a **teljes költséghányadost**, amely az alapot terhelő összes költség, csökkentve az értékpapíralapok esetében az értékpapírok kereskedési költségeivel, illetve ingatlanalapok esetében az értékcsökkenéssel. Mindezt elosztjuk az alap éves átlagos nettó eszközértékével. Ezáltal megkaphatjuk az egyes alapokra jellemző, átlagos költség szintet (7. ábra, idézi Portfólió [2006a]).

**A teljes költséghányados változása 2004 és 2006 között  
a nyilvános befektetési alapok esetében**



Forrás: PSZÁF (2007)

A grafikon szemléletesen mutatja a garantált alapok viszonylagos olcsóságát, hiszen azok költségei az ingatlan- és részvényalapokénál kisebbek. A garantált alapoknál – sajátos módon – egyedül a különböző állampapírokra épülő alapok voltak olcsóbbak. Ugyanakkor nem mehetünk el amellett a tény mellett, hogy a garantált alapok jelenleg az értékesítés felfutó ágában vannak, ami magasabb marketingköltségeket terhel rájuk. A teljesköltségmutató évről évre látható csökkenését a garantált alapok esetében a szegmens gyors felfutása magyarázza; a 2004-ben indított, 18 új és a 2005-ben indított, 17 új alap esetében már nem állnak fenn az indítás egyszeri magas költségei, így – széles bázist alkotva – képesek ellensúlyozni a 2006-os bővülést (34), miközben a forgalmazó alapkezelők bővülése miatt a verseny is megnőtt.

### 2.2.2. Tanulságok a költségekkel kapcsolatban

Tapasztalataink alapján elmondhatjuk, hogy a tőkegarantált befektetési alapok esetében alkalmazott, passzív portfóliókezelési stratégia eredményeképpen csupán az alap indulásakor keletkeznek tranzakciós költségek. Ezáltal az alap működése rendkívül gazdaságos lehet az alapkezelő számára.

A zárt végű forma előnye, hogy az alapkezelő mentesül a visszaváltással járó tranzakciós költségek alól. A nyílt végű formánál ellenben az alap felépítése már egyre inkább



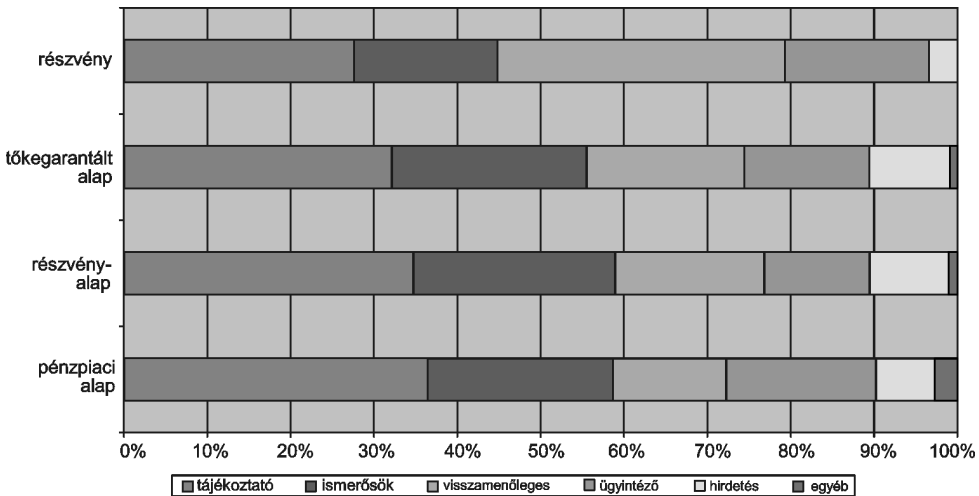
hasonlít egy nagy, de likvid bankbetételre. Ezáltal a befektetőre hárítják át a likviditásból fakadó többletköltségeket úgy, hogy ezen alapok jutalékai a zárt végű, garantált és a „hagyományos” alapokéi közé esnek.

### 2.2.3. Tanulságok az értékesítő hálózat esetében

Az értékesítés szerepének kérdése először a felügyeletnél készített interjú során merült fel. A bankrendszer fióknyitási boomját ugyanis nem mindig követte a humán erőforrás megfelelő képzése – az alapkezelők korlátozott kapacitásai miatt. Másfelől az általunk készített, 392 fős véletlen mintán felvett kérdőív az ügyintézők alulreprezentáltságát mutatta – lényegében a hirdetésekkel azonos súlyozást kaptak.

8. ábra

**Mi alapján döntenek a befektetés mellett a kockázat-hozam párosok által szimbolizált terméket választó, potenciális befektetők?  
(N= 392)**



Forrás: saját szerkesztés

Annak eldöntésére, hogy a befektetők miért nem értékelik nagyra az ügyintézők által biztosított, közvetlen információs csatornát, próbavásárlásokat végeztünk 12 fővárosi és 3 vidéki bankfiókban. A fiók kiválasztása során igyekeztünk minél nagyobb reprezentativitásra törekedni, így arra, hogy azok minél látogatottabbak legyenek. A budapesti mintánk ennek értelmében a West End City Centertől a Deák térig terjedő területet foglalta magába. Ezzel biztosítottuk, hogy minden résztvevő bank legalább két fiókkal is képviseltesse magát.

A feltett kérdések az alábbi témákban mozogtak:

- Mi módon biztosítja a tőke garanciáját az alapkezelő?
- Miért ajánlja vételre ezt a típusú alapot?
- Említi-e az idő és a kockázat közötti kapcsolatot?
- Mi termeli a hozamot?
- Milyen írásos anyagot biztosít a további tájékozódáshoz?

A kapott eredmények meglehetősen szélsőségesek, mivel a válaszok szakmaisága függetlenül bizonyult mind a banktól, mind az ügyintéző nemétől, életkorától, mind a fiók elhelyezkedésétől. Gyakran előfordult, hogy ugyanazon bank egyik fiókjában kielégítő válaszokat kaptunk, majd egy órán belül, fél kilométerrel arrébb már lesújtó tapasztalatokról kellett beszámolnunk (és viszont).

A vidéki fiókok esetében szintén szóródik az eredmény. Mindez azt jelenti, hogy még egy átlagosan informált ügyfél sem lehet biztos abban, hogy szakmailag mennyire kompetens válaszokat fog kapni kérdéseire. Bár a vizsgált minta mérete alapján nem vonhatunk le messzemenő következtetéseket, a kapott adatok mégis elgondolkoztatóak, és alátámasztják a felügyelet véleményét, illetve a kérdőíves vizsgálatunk során feltárt preferenciákat is.

### 3. A KERESLETI OLDAL

A befektető személyisége jelentősen képes árnyalni a tőkegarantált alapokról alkotott képet. A befektetők ugyanis emberi lények, azaz nem csupán a racionális haszonmaximalizálás vezérli őket.

#### 3.1. *A laikusok pénzügyi döntéseit befolyásoló tényezők*

Milyen tényezők befolyásolják a laikus kisbefektetőket döntéseik meghozatalakor? Milyen szerepet játszanak a pénzügyi szempontok, illetve a kockázat szubjektív észlelése a tőkegarantált alapok választásában?

Az emberek a kockázatokat tekinthetik jelentéktelennek/elhanyagolhatónak, elviselhetőnek, elfogadhatónak vagy éppenséggel elfogadhatatlannak.

Felmerül a kérdés: mitől függ tehát, hogy az emberek (mint a pénzügyi szférában laikusnak számító egyének) hogyan ítélik meg a kockázatokat, és ezen belül a pénzügyi döntések kockázatát? A válasz benne van a kérdésben, és eddig is utaltunk rá: emberek vagyunk, ezért **szubjektíven** ítéljük meg a kockázatokat. Ez a tény a kockázat pszichológiai megközelítéseiben játszik fontos szerepet, ezért ezekkel a megközelítésekkel foglalkozunk részletesebben.

##### 3.1.1. **A kockázatészlelés megközelítései**

Nemcsak a kockázat fogalmának, hanem a kockázatészlelésnek is számos megközelítése, illetve definíciója létezik, tovább árnyalva a képet a befektetők viselkedésének vizsgálatá kapcsán.

### 3.1.1.1. Valószínűségi ítéletalkotás

A pszichológiai megközelítések egyik irányzata a valószínűségi ítéletalkotást vizsgálja, azaz azt, **hogyan hasznosítjuk az információkat bizonytalan helyzetekben**. E terület egyik legfontosabb kérdése: hogyan viszonyulnak az egyén által becsült valószínűségek az egyébként „racionálisan” kiszámíthatókhöz? Azaz: hogyan ítélik meg az emberek az olyan befektetési lehetőségeket, amelyeknek egyébként az általunk pénzügyinek nevezett kockázata pontosan kiszámítható? A laikusok kockázatészlelésének és értékelésének vizsgálatára irányuló kutatások alapján az egyik, talán legfigyelemreméltóbb kijelentés, hogy a laikusok értékelésében a statisztikai adatok nem játszanak döntő szerepet. *Kahneman és Tversky* (idézi *Slovic* [2007]) ide vonatkozó elmélete szerint az emberek úgynevezett **heurisztikákat** (feladatmegoldó módszereket, olyan folyamatokat, amelyekben bonyolult ítéleteket egyszerűbbekre vezetnek vissza) alkalmaznak döntéseik során, és nem követnek racionális számítási elveket, illetve statisztikai törvényszerűségeket. Általában ezek a heurisztikák hasznosak, néha azonban komoly és szisztematikus hibákhoz vezetnek. A következő heurisztikákat említhetjük meg, amelyek befolyásolják az ítéleteket a kockázatészlelésben:

- Hozzáférhetőségi heurisztika: alkalmazásakor egy esemény gyakoriságának megítélése attól függ, hogy mekkora az esemény érdekessége, milyen könnyű azt emlékeztetni. Az előforduló hibák:
  - a példák felidézhetőségének köszönhető torzítások,
  - a keresési halmaz hatásosságának köszönhető eltérések,
  - az elképzelhetőségből fakadó torzítások,
  - látszólagos korreláció.
- Reprezentativitás vagy hasonlóságészlelés: az emberek annak valószínűségét például, hogy valaki orvos, aszerint becsülik meg, hogy milyen mértékben hasonlít egy orvos sztereotípiájához. Ezzel kapcsolatban az alábbi hibákra hívja fel a figyelmet *Tversky és Kahnemann*:
  - érzéketlenség az eredmények priori a valószínűségével szemben,
  - a mintanagysággal szembeni érzéketlenség,
  - a véletlen helytelen értelmezése,
  - érzéketlenség az előrejelezhetőséggel szemben,
  - az érvényesség illúziója,
  - a regresszió helytelen értelmezése.
- Kiigazítás és lehorgonyozás: az emberek egy kezdeti értékből kiindulva készítenek becsléseket, amit úgy igazítanak ki, hogy a végső választ adja. A következő hibák fordulnak elő ilyenkor:
  - elégtelen kiigazítás,
  - eltérések a konjunktív és diszkonjunktív események értékelésében,
  - lehorgonyozás a szubjektív valószínűség-eloszlások becslésében.
- Túlzott bizonyosság a saját ítélet helyességében: a saját tudás korlátainak fel nem ismerése.

- A bizonyosság kívánása: ez arra készteti az embereket, hogy a bizonytalanság okozta szorongást túlzott, megalapozatlan bizonyossággal csökkentsék. Ilyen hibára derült fény *Kates* [1962] interjúiban, amikor az árvíz áldozatai (tévesen) úgy vélik, hogy ugyanaz a katasztrófa nem fordulhat velük újra elő.

A szerzőpáros tehát „*a pszichológiai kutatás felismeréseit a közgazdaságtudományba integrálta, különös tekintettel az emberi ítéletalkotásra és döntéshozatalra a bizonytalanság körülményei közepette*” (*Hámori* [2003], 780. o.).

### 3.1.1.2. *Pszichometrikus irányzat*

A pszichológiai megközelítések egy másik irányzata a pszichometrikus irányzat, amelynek egyik legismertebb képviselője *Slovic*. Az ide tartozó szakértők a **kognitív pszichológia módszereivel** próbálták feltárni a kockázatészlelést meghatározó tényezőket, és egy társadalomban, illetve kultúrában jelen lévő kockázatattitűdők és -észlelések kognitív térképeinek megrajzolására tettek kísérletet. *Weber* [2003] kutatásaival igazolta, hogy a pszichometrikus modell a pénzügyi döntések kapcsán is alkalmazható. *Slovic* kutatta a laikusok kockázatészlelésének jellegzetességeit, fontosnak tartotta a laikusok kockázatról alkotott képének megismerését. A laikusok kockázattal kapcsolatos tudását a kevesebb információ és esetleges tévedések ellenére is sokkal gazdagabbnak tartotta a szakértőkénél.

### 3.1.1.3. *Kulturális megközelítések*

A kulturális antropológia megközelítései szintén a pszichológiai közelítésekhez tartoznak. Az alap gondolatok *Douglas* és *Widavsky* [1982] nevéhez fűződnek. Az embereket a közösen osztott értékek és hitek alapján meghatározott kulturális csoportokba osztották, és nem a kockázatot magát tartották a kockázatokkal kapcsolatos ítéletek és észlelések létrejöttében a legmeghatározóbb tényezőnek, hanem a kockázatészlelő jellemvonásait, felhívva a figyelmet arra, hogy a laikusok szubjektív kockázatészlelése mögött ott van a kultúra területe az általa meghatározott értékekkel, hiedelmekkel, előítéletekkel. *Douglas* szerint a kockázatészlelés olyan **társadalmi folyamat**, amelynek során a társadalom létrehozza saját domináns konszenzusát arról, hogy mely veszélyek váltják ki a legnagyobb szorongást, illetőleg milyen kockázatok fölvállalása tekinthető még ésszerűnek.

Úgy gondoljuk, hogy a pénzügyi befektetések kockázatának megítélésénél is kiemelten fontos a kulturális faktor. A magyar befektetők alacsonynak mondható kockázatvállalási hajlandósága (lásd pl. *Ulbert–Csanaky* [2004]) nagymértékben köszönhető a kultúrának. Ezt alátámasztja a *Geert Hofstede* által meghatározott **bizonytalanságkerülési index** (amely egyike azoknak a dimenzióknak, amelyekkel *Hofstede* a kultúrák közötti különbségeket jellemezte). A bizonytalanságkerülési index azt fejezi ki, hogy egy kultúrában az egyének mennyire érzik magukat kellemetlenül strukturálatlan, szokatlan szituációkban. Magyarország bizonytalanságkerülési indexe (82 pont) jóval magasabb, mint a világátlag (62 pont), és az európai átlagot (79 pont) is meghaladja.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Az adatok forrása: [www.geert-hofstede.com](http://www.geert-hofstede.com)

### 3.1.2. A kockázatészlelés definíciói

Everitt [1996] a kockázatészlelést a következőképpen határozza meg: **az egyén álláspontja** egy bizonyos cselekedettel vagy életstílussal kapcsolatos kockázat valószínűségéről.

Kolos [1998] több szerző alapján a következőképpen írja le az észlelt kockázatot (speciálisan vásárlási szituációkra meghatározva): „*A fogyasztó szükséglet kielégítésére irányuló, célorientált magatartását feltételezve, a kockázat a fogyasztó azon szubjektív várakozása, hogy cselekedeteinek negatív következményei lehetnek, amelyek valamilyen veszteség formájában jelentkeznek. Minél inkább biztos a fogyasztó az őt ért veszteségről, illetve minél súlyosabbnak itéli ezen veszteség következményeit, annál magasabb szintű kockázatot észlel.*”

Adams (idézi Greene [2000]) kijelenti, hogy mindannyian valódi kockázatszakértők vagyunk, és szakértelmünk mindennapi tapasztalatainkon és az ezekből való tanulás képességén alapszik.

### 3.1.3. Az információk jellegének és feldolgozásának szerepe

Weber [2003] MBA-tanulókkal végzett kutatásainak eredményeképpen a pénzügyi kockázatok észlelésének modellezésére egy általa **hibridnek** nevezett modellt talált a legalkalmasabbnak.

Weber szerint az emberek egy **kettős feldolgozó rendszeren** keresztül értékelik a megszerzett információkat. Egyrészt egy algoritmikus rendszeren keresztül, amely szabályokon alapul, szimbólumokat és gyakran numerikus számításokat is magában foglal, és folyamatos tudatosságot igényel; másrészt olyan rendszeren keresztül, amely gyors, automatikus, és érzelmi reakciókkal, valamint asszociációkkal segíti az információk feldolgozását. Mindkét rendszer működik bennünk, ugyanakkor fontos jellemzője ennek a működésnek, hogy olyan kérdésekben, amelyekben laikusnak számítunk, a másodikként említett, érzelmek által működtetett rendszer a domináns.

Egyetértve Weber feltevéseivel, úgy gondoljuk tehát, hogy a kisbefektetők nagy része, akik laikusnak számítanak a pénzügyek világában, nagymértékben **érzelmeik és asszociációik** segítségével dolgozzák fel az egyes befektetési lehetőségekről, így a tőkegarantált alapokról kapott információkat.

Szintén Weber [2003] leírása alapján különböztethetünk meg **kétféle szituációt** az észlelt kockázat kapcsán: amikor **jellemzések** alapján ítélünk meg egy kockázatot, illetve amikor **saját tapasztalataink** alapján ítélkezünk. Ez az adott szituációtól függ. Például egy gazda egy (pl. árvízeseményt tartalmazó) biztosítás megvásárlásakor a saját tapasztalatait veszi figyelembe, míg a biztosítási ügynök a jellemzés alapján hoz döntést.

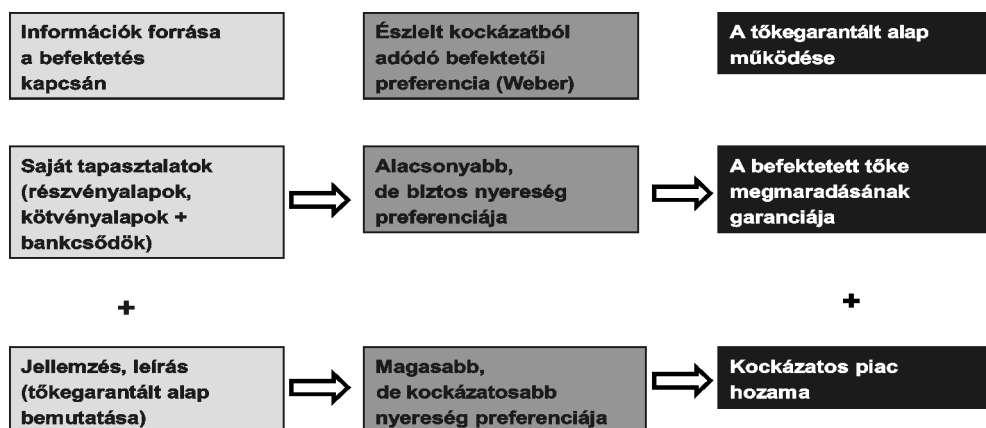
Több empirikus kutatás tapasztalatai alapján az a megállapítás született, hogy azokban az esetekben, amikor az egyéneknek csupán leírások, jellemzések alapján van információjuk az adott szituációról, a ritkább események gyakoriságát túlbecsülik (lásd a már említett kilátásméleletet Kahneman és Tversky megfogalmazásában), így kevésbé preferálják a kisebb, de biztos nyereséggel járó eseményt, míg jobban a nagyobb nyereséggel járó, de kockázatos. Ugyanakkor, ha már vannak tapasztalataik egy adott szituációval kapcsolatban, ez a tendencia megfordul, és többen preferálják a biztos kimenetelt.

Úgy gondoljuk, hogy ez a gondolat sor remekül illeszthető a magyar lakosság tőkegarantált alapokkal kapcsolatos kockázatészlelésére. Tőkegarantált alapot egyrészt gyakran olyan

befektetők választanak, akiknek már vannak tapasztalataik egyéb alapokkal – kötvényalapokkal – részvényalapokkal kapcsolatban, illetve az elmúlt másfél évtized pénzügyi működéséről, banksődjeiről is vannak emlékeik; másrészt maga a tőkegarantált alap, ahogyan már említettük, meglehetősen újnak számít a magyar lakosság körében, így erről a konkrét formáról jellemzések, leírások alapján van információjuk. A tőkegarantált alapok működésének jellemzője (a befektetett tőke megmaradását garantálja, ugyanakkor az opciók révén lehetőség van nagyobb nyeresésre, amely azonban már korántsem biztosított) azt eredményezheti tehát, hogy ezen befektetési forma kapcsán a Weber által fent jellemzett, mindkét típusú szituáció fennáll, és jól illeszkedik hozzá. Mindezt a 9. ábra szemlélteti:

9. ábra

### A weberi modell alkalmazása tőkegarantált alapokra

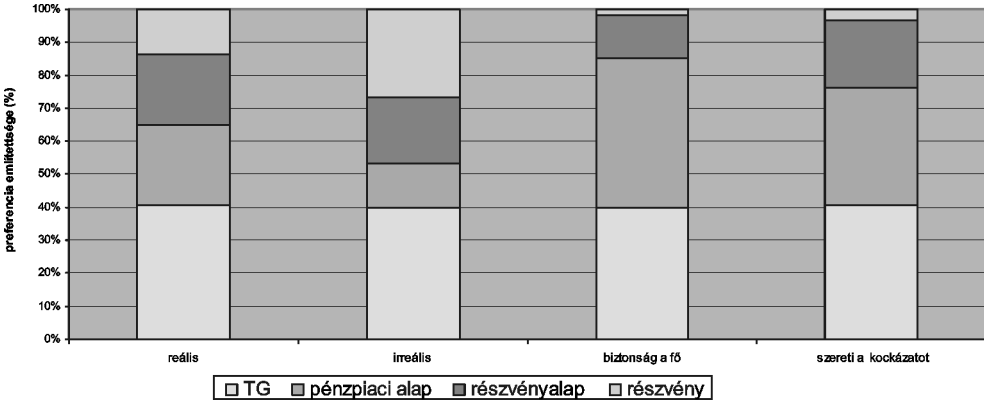


Forrás: saját szerkesztés Weber [2003] alapján

A tőkegarantált alapok kapcsán ezt a kettős szemléletmódot nagyon jól alátámasztja kérdőív felmérésünk. A 10. ábrán látható, hogy a tőkegarantált alapokhoz köthető kockázathozam párost preferálók hogyan viszonyulnak a kockázatvállalás és biztonság kérdéséhez. Irreális viszonyt az tekintettük, ha valaki úgy gondolta, magasabb hozam eléréséhez nem szükséges magasabb kockázat vállalása, míg reálisnak, ha valaki tisztában van azzal, hogy a magasabb hozam magasabb kockázattal jár. Ezek mellett megkülönböztettük még kockázatkérülő (azaz biztonságot kedvelő), illetve kockázatkedvelő attitűdöket. Az eredmények szerint a tőkegarantált alapot preferálók szinte azonos mértékben kockázatkedvelők, illetve kockázatkérülők, és szinte ugyanennyien viszonyulnak mind reálisan, mind irreálisan a kockázatokhoz. Úgy gondoljuk, hogy a fentiek alátámasztják azt, hogy a garantált alapokat választóknak mind a biztonságra, mind a kockázatra igényük van, és nincs egyértelműen kialakult attitűdjük. Látható, hogy a többi befektetési lehetőség kapcsán ezzel szemben nagyon jól kirajzolódnak azok az attitűdök, amelyekre számítunk is, azaz a részvényeket és részvényalapokat preferálók közül jóval többen kockázatvállalók, mint akiknek a biztonság fontosabb, míg a pénzügyi alapoknál a biztonságra vágyók vannak többségben.

10. ábra

**Adott kockázat-hozam párost választók preferenciái**



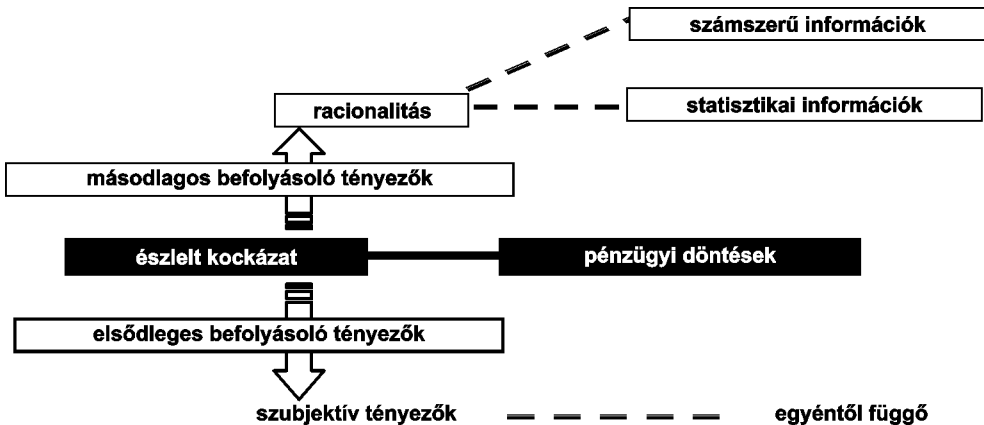
Forrás: saját szerkesztés

**3.1.4. Konklúzió**

Az emberek mint befektetők döntéseik során elsődlegesen nem az objektív – ahogy az eddigiekben megfogalmaztuk: pénzügyi – kockázatokat veszik figyelembe; döntéseiket sokkal inkább **szubjektív érzéseik, kockázatészlelésük** befolyásolja, ahogyan ezt a 11. ábrán szemléltetjük:

11. ábra

**A pénzügyi döntéseket befolyásoló észlelt kockázat**



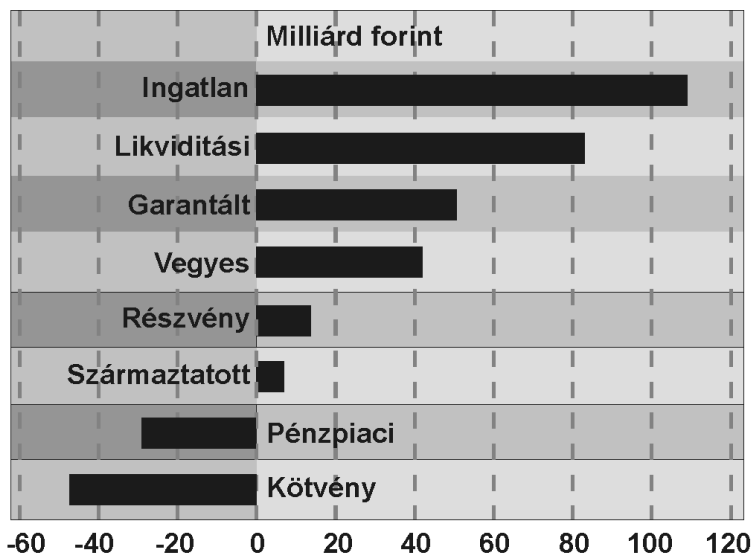
Forrás: saját szerkesztés

### 3.2. Miért népszerűek a tőkegarantált befektetési alapok Magyarországon?

A tőkegarantált befektetési alapok népszerűségét mutatják azok a számadatok (12. ábra), amelyek a 2006. augusztusi – a kamatadó bevezetését megelőző – befektetési hajráját jellemzik.

12. ábra

Pénzáramlás a hazai befektetési alapoknál, 2006. VIII. hó



Megjegyzés: Előzetes, kerekített adatok; a felsoroltakon kívüli egyéb alaptípusoknál összeségében 36 milliárd forinttal nőtt az állomány

Forrás: BAMOSZ, Figyelő

A BAMOSZ adatai alapján elmondhatjuk, hogy a tőkegarantált alapok bizonyultak a **harmadik legnépszerűbb** befektetési formának. Látható továbbá, hogy az adóhatás miatt a lakossági befektetők elmozdultak a szélsőséges befektetési formák irányába: a nagyon rövid, illetve a több éves lejáratú termékeket preferálták a közepes időtávra szóló befektetésekkel szemben.

#### 3.2.1. Kockázatészlelés és kockázati magatartás a magyar lakosság körében

Ulbert és Csanaky [2004] nem, kor és iskolai végzettség szerint reprezentatív kutatásukban kérdőíves interjúkkal vizsgálták a kockázatészlelést és kockázati magatartást a befektetői döntések kapcsán. Eredményeiket az alábbiakban foglaljuk össze:

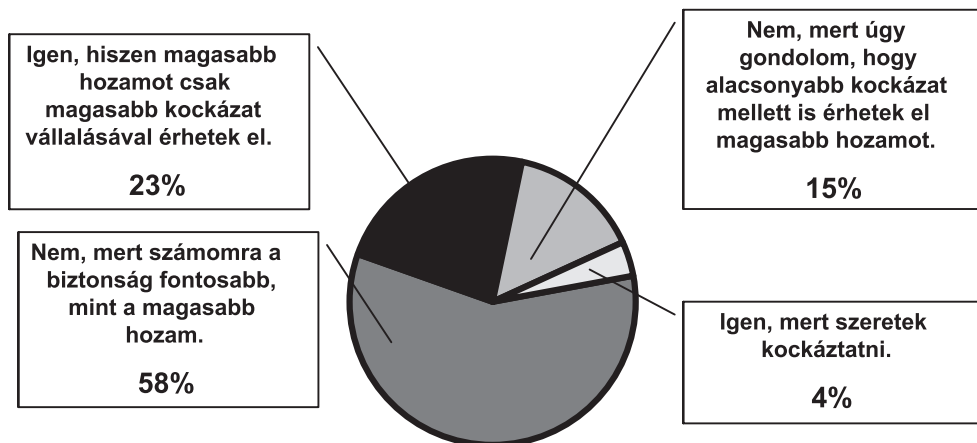


- Szoros kapcsolat van a befektethető összeg nagysága és a kockázati magatartás között. Magasabb befektethető összeg esetén (100 millió forint, szemben az alacsonyabb, 10 millió forintos összeggel) megnő a kockázatkerülés intenzitása, azaz megnő azok aránya, akik nem önállóan vállalják a kockázatot, hanem szakemberre bíznák a döntést, így megosztva, illetve áthárítva a kockázatot. Kiderült az is, amit Hagstrom [1999] állít, nevezetesen, hogy a kockázatvállalási hajlam nemhez is köthető, és a nők jellemzően elővigyázatosabbak, mint a férfiak; a férfiak között „szignifikánsan nagyobb volt az önálló döntésben bízók aránya, a nők viszont nagyobb arányban vennék igénybe szakemberek segítségét” (Ulbert és Csanaky [2004], 243. o.).
- A kockázati magatartás és a befektetési formák, lehetőségek választása között szoros kapcsolat van.
- A kockázatészlelés „fejlettsége” összhangban áll a befektetési preferenciákkal és kockázati magatartással. A kockázatészlelés fejlettségét a szerzőpáros szerint a jövedelemszint, az iskolai végzettség, valamint a nem mint háttérváltozó befolyásolja. „Az alacsonyabb jövedelemmel és iskolai végzettséggel rendelkezők az általunk felsorolt, szinte minden lehetséges kockázati tényezőben sokkal nagyobb veszélyt látnak, mint a magasabb jövedelemmel rendelkező, magasabban kvalifikáltak.” (Ulbert és Csanaky [2004], 248. o.)
- A döntésméleti megközelítésből a kockázati magatartásra nézve hasonló következtetésekre lehet jutni, mint a kockázatészlelésből. A kutatás igazolta az úgynevezett bizonyosságthatást, illetve kiderült, hogy a döntéshozók nagy része a nyereségtartományban kockázatkerülő.
- A megkérdezettek nagy része, 60%-a nevezhető kockázatkerülőnek.
- „A megkérdezettek sok tekintetben megsértik a racionális magatartási axiómákat...” (Ulbert és Csanaky [2004], 251. o.).

Összességében, a fent leírt kutatás eredményei véleményünk szerint alátámasztják állításainkat, nevezetesen, hogy az emberek nagy része hazánkban **kockázatkerülő**, illetve, hogy a pénzügyi döntések során nem a racionalitás, a statisztikai vagy számszerű információk az elsődleges befolyásoló tényezők, hanem egyéb, az egyéntől függő, illetve szubjektív, a kockázatészleléssel összefüggő tényezők. Az eredmények megfelelnek továbbá a dolgozatunk 3.1.1.3. *Kulturális megközelítések* című alpontjában kifejtett gondolatoknak a magyar lakosság kockázatkerülő mivoltáról. Úgy gondoljuk, hogy a magyar kisbefektetők kockázatkerülő tulajdonsága rendkívül fontos tényező – sőt, a legfontosabbak egyike – a tőkegarantált alapok választását motiváló tényezők közül, hiszen egy tőkegarantált alap, jellegeből adódóan, kedvelt befektetési forma lehet a kockázatkerülő rétegek számára, hiszen a tőke elvesztésének esélye itt nem áll fenn.

Mindezt alátámasztja saját kérdőíves felmérésünk is; válaszaik alapján az általunk megkérdezettek közel 60%-a, azaz nagyon nagy része mondható kockázatkerülőnek.

## Kockázatvállalási kedv a megkérdezettek körében



Forrás: saját szerkesztés

### 3.2.2. Az újdonság hatása az észlelt kockázatra

Ganzach [2000] kutatási eredményei szerint különböző módon történik a megszokott, ismerős, illetve a még nem ismert pénzügyi befektetések kockázatának és várható hozamának megítélése. Kutatásunk szempontjából ez a megközelítés azért lehet lényeges, mert a tőkegarantált alapok, ahogyan említettük, meglehetően újnak, és így kevésbé ismertnek tekinthetők a hazai piacon. Ezért érdemes lehet megvizsgálni, hogy ez a tulajdonság milyen sajátosságokat eredményezhet a kockázateszlelés szempontjából. Ganzach [2000] alapján az ismeretlen befektetéseknél mind a kockázattal, mind a hozammal kapcsolatos megítélések magával a befektetési formával kapcsolatos **átfogó, globális preferenciák** szerint alakulnak, szemben a megszokott befektetési formákkal, ahol a befektetés pénzügyi piacokon kifejezett közgazdaságtani értékéből származtathatók.

Ganzach kutatása szerint a nem ismert pénzügyi befektetések (eszerint a tőkegarantált alapok magyarországi) kockázatának megítélése egy folytonos skálán, a „jó” és a „rossz” között helyezkedik el, és attitűdök alapján dől el. Ha a befektetési forma inkább a „jóhoz” áll közel, akkor az emberek alacsonyabb kockázatot, illetve magasabb hozam képzetét társítják hozzá. Emellett a nem ismert befektetések megítélésénél rendkívül fontosak a heurisztikák, illetve az előítéletek. Ez a kutatás így tükrözi a már eddig bemutatott megállapításokat, ugyanakkor újdonságot is tartalmaz, hiszen egy újabb dimenzió (az újdonságérték) mentén tesz különbséget.

Egyetértve Ganzach megállapításaival, úgy gondoljuk, hogy a tőkegarantált alapok népszerűsége hazánkban annak a már a marketing irányába vezető ténynek is köszönhető, hogy sikeresen pozicionálták ezen befektetési formát a kisbefektetők „jó-rossz” kontinuumán, így előidézve a rendkívül kedvező befektetési lehetőségre való asszociációkat. Azaz, egy

jól sikerült marketingkampánynak nagy szerepe van a kisbefektetők döntésében. Az általunk készített mélyinterjúk alapján azt mondhatjuk, hogy a kínálati oldal szereplői szerint is messzemenőig igaz ez a megállapítás.

### 3.2.3. Konklúzió

Hazánkban az emberek többsége kockázatkerülőnek minősül; a tőkegarantált alapok választásának fő motivációja az, hogy ennél a befektetési formánál kizárólag a nyereség megléte bizonytalan, ezzel szemben a tőke megléte garantált; azaz, ha a nyereség nem is biztosított, a veszteség korlátozott.

A tőkegarantált befektetési alapok egzotikus jellege tehát abból fakad, hogy mentesíti a befektetőt a tőke kockázata alól úgy, hogy elméletileg magasabb hozamot helyez kilátásba, mint amit a kockázatmentesnek tartott állampapíroktól megszokhattunk.

## 4. ÖSSZEZÉS ÉS KITEKINTÉS

Cikkünkben áttekintettük azt a kérdést, hogy vajon tényleg létezhet-e olyan eszköz, amelybe fektetve, kockázat nélkül részesedhetünk a hozamból egy olyan piacon, amely gyakran, de nem mindig hatékony.

Amikor a befektetők a tőkegarantált alap mellett döntenek, a kockázatot úgy értelmezik, mint valamiféle – számukra kedvezőtlen – esemény bekövetkeztének lehetőségét. Kérdés csupán az, hogy egy tőkegarantált alap esetében mi számíthat kedvezőtlen lehetőségnek. Mivel az eszköz jellegéből adódóan, kizárólag a hozam a bizonytalan, ezért úgy gondoljuk, hogy a magyar befektetők kockázatkerülő jellemvonásának megfelelő – szemben például az amerikaiakkal, ahol a konstrukció nem keltette fel a piac figyelmét sem.

A befektetők szubjektív, észlelt kockázata azonban nem áll maradéktalan összhangban a szóráson alapuló, pénzügyi kockázattal. Ezért megvizsgáltuk a kockázat pszichológiai dimenziójának több vetületét, számba véve azokat a tényezőket, amelyek befolyásolhatják az egyének kockázatszelését a pénzügyi döntéseknél. Úgy gondoljuk, hogy ez a szempont újdonságnak számít a pénzügyi témájú vizsgálódások terén.

Az opciók alkalmazása felveti annak kérdését, hogy valójában mit érthetünk „kockázatmentes befektetés” alatt. Ennek során megállapítottuk, hogy az állampapír esetében az állam jogi garanciája áll a befektetett tőke és a kamatok törlesztése mögött, míg az opciók esetében azért lehet alacsony kockázatról beszélni, mert az opciós díj kifizetése után a tőkét nem fenyegeti elvesztésének kockázata.

A „kockázatmentes befektetés” lehetőségét a tőkegarantált befektetési alapok szórásának vizsgálata ugyancsak megcáfolta – hiszen ennek alapján ez az instrumentum a harmadik helyen áll a nyersanyag- és részvényalapok mögött.

Az opciók kapcsán közvetett kapcsolatot fedeztünk fel a tőkegarantált alapok és a fedezett alapok között. Mindezt további kockázati tényezőként értékeltünk, mivel a hedge fundok – erőfölényükkel visszaélve – képesek befolyásolni az árfolyamokat, illetve tevékenységük piaci buborékok megjelenését eredményezheti.

A tőkegarantált alapok legalapvetőbb típusának a zárt végű formát tekintjük, amely jelentős prémiumot hozhat a kibocsátónak azáltal, hogy érvényesíti a teljes költséghányados

és a valódi alacsony működési költség közötti különbséget. Emellett rávilágítottunk arra, hogy a nyílt végű, saját kibocsátású befektetési jegyek bázisán képzett alapok alapja jellegű konstrukció további járulékos előnyökhöz juttatja az alapkezelőt. További megfigyeléseink szerint a nyílt végű és hozamgarantált konstrukciók a tényleges hozamot termelő opciók alapon belüli részarányának rovására jönnek létre.

Felfigyeltünk egy ellentmondásra annak kapcsán, hogy eltérnek az alapkezelők befektetési tájékoztatói – amelyeket jegyzéskor bocsátanak a befektetők remdelkezésére –, és a működés során készült portfóliójelentések. Több alap a beígért opciók helyett forward-, illetve kamat-swap ügyleteket nyitott.

Mindezek fényében érdekes lehet az a kérdés, hogy milyen stratégiát célszerű alkalmazni a tőkegarantált alapok esetében. Klasszikus „buy and forget” technika a hedge fundok miatti, nagyobb kockázat miatt kevésbé ajánlott, ugyanakkor a magasabb eladási jutalékok és a zárt végű forma komoly hozamáldozatokkal járhat a befektetési jegyek értékesítésekor.

A konstrukció vitathatatlan előnye mégis az a lehetőség, hogy a befektetők tömegeit csábíthatja ismét a korszerű befektetések piacára. Ez remélhetőleg idővel hozzájárul majd a hazai pénzügyi kultúra javulásához, és talán a jövőben nem a lakosság kockázatkerülő magatartását erősíti.

Kutatásainkat nem tekintjük befejezettnek, további szekunder vizsgálódások mellett szeretnénk primer, mélyinterjúkon alapuló eredményeket is beépíteni munkánkba, valamint marketingszempontról is elemeznénk a tőkegarantált alapok piacát.

## IRODALOMJEGYZÉK

- ÁCS GÁBOR [2006a]: Garantált alapok boomja, *Figyelő*, 2006/16.
- ÁCS GÁBOR [2006b]: Hangulatjavulás a tőzsdén, *Figyelő*, 2006/31.
- AFFENTRAGER, MARCUS [1998]: Fedezeti alapok Svájcban, *Bank és Tőzsde*, 1998. augusztus 14.
- BAKONYI ZOLTÁN–DÉCSI JENŐ–LAUF LÁSZLÓ–TASNÁDI MÁRTA [2004]: Tőke- és pénzpiacok, Perfekt Gazdasági Tanácsadó, Oktató és Kiadó Rt., Budapest
- BAMOSZ [2006a]: Negyedéves jelentés a BAMOSZ tagok által kezelt befektetési alapok, pénztári vagyonok, biztosító vagyonok és egyéb portfóliók 2006. II. negyedéves alakulásáról, 2006. július 28.
- BAMOSZ [2006b]: Befektetési alapkezelők és vagyonkezelők magyarországi szövetsége, Éves jelentés 2005., 2006. március
- BERNSTEIN, PETER [1998]: Szembeszállni az istenekkel – A kockázatvállalás különös története, Panem Kiadó, Budapest
- BOTOS KATALIN [1996]: Elveszt(t)ett illúziók, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Chickens, J. C.–Posner, T. [1998]: *The Philosophy of Risk*, Thomas Telford
- CIB [2006a]: Alapok tőkegarantált származtatott alapja – rövidített tájékoztató
- CIB [2006b]: Portfóliójelentés – Dollár Profitmix
- CIB [2006c]: Dollár Profitmix – rövidített tájékoztató
- CSERMELY PÉTER [2005]: *A rejtett hálózatok ereje*, Vince kiadó, Budapest
- DOUGLAS, M.–WILDAVSKI, A. [1982]: *Risk and Culture: An Essay on the Selection of Technological and Environmental Dangers*, University of California Press, Berkeley, CA University of California Press
- DUNBAR, NICOLAS [2000]: *A talált pénz – a pénzpiacok természetrajza*, Panem Kiadó, Budapest
- EMBLEMSVAG, JAN–KJOLSTAD, LARS-ENDRE [2002]: Strategic Risk Analysis – a field version, *Management Decision* 2002/9., 842–852. o.
- ENGLANDER TIBOR [1999]: *Viaskodás a bizonytalannal*, Akadémia Kiadó, Budapest
- EVERITT, BRIAN [1996]: *Risk Perception*, Institute of Psychiatry, King's College, London

- GANZACH, YOAV [2000]: Judging Risk and Return of Financial Assets, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2000/2, 353–370. o.
- GILFORD, W. E. [1979]: Message characteristics and perceptions of uncertainty by organizational decision makers, *Academy of Management Journal*, 1979/3., 458–481. o.
- HAGSTROM, ROBERT G. [2000]: Warren Buffet portfólió, Panem Kiadó, Budapest
- HÁMORI BALÁZS [2003]: Kísérletek és kilátások – Daniel Kahneman, *Közgazdasági Szemle* 2003/9., 779–799. oldal
- HULL, JOHN C. [1999]: Opciók, határidős ügyletek és egyéb származtatott termékek, Panem Kiadó, Prentice-Hall, Budapest
- K&H Alapkezelő [2006]: Fund Partners tájékoztató
- KOLOS KRISZTINA [1998]: Észlelt kockázat és kockázatkezelési stratégiák a fogyasztói szolgáltatásoknál, PhD-disszertáció, BKE
- KOMÁROMI GYÖRGY [2000]: A behavioral finance-től a pénzügyi viselkedésig. In: Doktoranduszok Fóruma 2000, Gazdaságtudományi Kar szekciókiadványa, Miskolci Egyetem, 27–34. o.
- MÁLOVICS ÉVA–VERES ZOLTÁN–MIHÁLY NIKOLETTA–KUBA PÉTER [2005]: Kompetenciák és kockázatérzet a szolgáltatásokban, in: BUZÁS NORBERT [szerk.]: Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés, SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005., JATEPress, Szeged, 162–182. o.
- MAY RÉKA [2003]: Vagyon-, alap- és portfóliókezelés [szerk.], Aula könyvkiadó, BAMOSZ, Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest
- MKB Alapkezelő [2006]: MKB Euro Forint Alap 2006. éves beszámolója
- OECD [2003]: Emerging Risks in the 21st Century – An agenda for Action, OECD, Paris
- OTP [2005]: Pénzügyi jelentés
- OTP [2006a]: Az OTP Optima Nyílt végű Értékpapír Alap rövidített tájékoztatója
- POTÓVI RÓBERT [1998]: Opciók elszámolása – a SPAN-modell. *Bank és Tőzsde*, 1998. december 11. 9. o.
- PSZÁF [2004/1]: Hosszú távú előrejelzés a nemzetközi és hazai makrogazdasági folyamatok, a globális pénz- és tőkepiaci fejlődés, a pénzügyi intézményrendszer és a pénzügyi felügyelettel szembeni követelmények várható alakulásáról
- PSZÁF [2005/1]: Összefoglaló a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által végzett 2005. évi befektetéskezelési témavizsgálatról
- PSZÁF [2007]: A nyilvános befektetési alapok költségei 2006-ban (*kiegészítettük a 2005-ös és a 2004-es évet taglaló vizsgálatok adatbázisával – a szerzők*)
- RENN, ORTWIN [1992]: Risk communication: towards a rational discourse with the public. *Journal of Hazardous Materials*, 1992/3. február, 465–519. o.
- RINI, WILLIAM A. [2002]: Bevezetés a részvények, kötvények, opciók világába, Panem Kiadó, Budapest
- ROTYIS JÓZSEF [1998]: Tőzsdei kereskedési rendszerek. *Bank és Tőzsde*, 1998. szeptember 4., 8. o.
- RUNDE, JOCHEN [1998]: Clarifying Frank Knight's discussion of risk and uncertainty. *Cambridge Journal of Economics* 1998/22., 539–546. o.
- SHILLER, ROBERT J. [2002]: Tőzsdemámor, Alinea kiadó, Budapest
- SLOVIC, P.–FINUCANE, M. L.–PETERS, E.–MACGREGOR, D. G. [2007]: The affect heuristic. *European journal of operational research* 2007/177; 1333–1352. o.
- SLOVIC, PAUL–ROPEIK, D. [2003]: Risk in Perspective, Harvard Center for Risk Analysis 2003/11.
- SZÁZ JÁNOS [1999]: Tőzsdei opciók vétele és eladása. Tanszék Kft, Budapest
- ULBERT JÓZSEF–CSANAKY ANDRÁS [2004]: Kockázatészlelés és kockázati magatartás. *Közgazdasági Szemle*, 2004/3., 235–258. o.
- ULBERT JÓZSEF [2002]: Értékpapír-értékelés, PTE, Pécs

## INTERNETHIVATKOZÁSOK

- ANWAR, ZSUZA [2000]: Környezeti kockázat az információs társadalomban. *InCo* 11., <http://www.inco.hu/inco2/infoert/cikk3r.htm> (letöltve: 2004. 10. 08.)
- Environmental Sciences Training Center, Rutgers, The State University of New Jersey [1996]: Risk – how do we assess it? Factsheet. <http://www.state.nj.us/dep/rpp/llrw/download/fact08.pdf> (letöltve: 2004. 09. 24.)
- GREENE, ADAM [2000]: A Process Approach to Project Risk Management, Department of Civil and Building Engineering, Loughborough University, <http://www.arcom.ac.uk/workshops/01-Loughborough/05-Greene.pdf> (letöltve: 2004. 19. 25.)
- PARK, CHRIS [2004]: Risk communication, perception and management. <http://www.lancs.ac.uk/staff/gyaccp/374/lecture%204%20-%20notes.pdf> (letöltve: 2004. 09. 24.)
- [www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu) [2006a]: Olcsó és drága alapok: a lista elkészült (2006. július 6., 11:05.)
- [www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu) [2006b]: Nyersanyagpiaci összeomlás részvénypiaci ralival megspékelve? (2006. augusztus 20., 8:00.)
- [www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu) [2006c]: Menekül a külföldi tőke Magyarországról (MNB értékpapír-statisztika, 2006. augusztus 22., 10:55.)
- [www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu) [2006d]: Szakadnak az olaj- és nyersanyagárak! Megint kell félni a fejlődő piacokon? (2006. szeptember 12., 14:41.)
- [www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu) [2006e]: Hatalmasat bukott a hedge fund! 5 milliárd dollár lett a vége (2006. szeptember 26., 10:08.)
- [www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu) [2006f]: Fejjel a falnak – elkerülhetik-e sorsukat a hedge fundok? (2006. október 25., 8:00.)
- POWELL, DOUGLAS [1996]: An Introduction to Risk Communication and the Perception of Risk. <http://www.foodsafetynetwork.ca/risk/risk-review/risk-review.htm> (letöltve: 2004. 09. 24.)
- SIMMONS, ERIC [2002]: The Human Side of Risk, Intel Corporation, <http://www.rexblackconsulting.com/publications/Risk%20Perception.pdf> (letöltve: 2004. 09. 24.)
- University of Zurich and Swiss Centre for Global Dialogue [2003]: Management of Risk and Trust – Implications for business and society, [http://www.ruschlikon.net/INTERNET/rschwebp.nsf/\(UID\)/61554E2817C7E8A8C1256DF000522501/\\$FILE/Social-Tructs.pdf](http://www.ruschlikon.net/INTERNET/rschwebp.nsf/(UID)/61554E2817C7E8A8C1256DF000522501/$FILE/Social-Tructs.pdf) (letöltve: 2004. 10. 12.)
- WEBER, ELKE U. [2003]: Origins and Functions of perception of risk. NCI Workshop on „Conceptualizing and Measuring Risk Perceptions” [2003] <http://dccps.nci.nih.gov/brp/presentations/weber.pdf> (letöltve: 2004. 09. 24.)