

Pénzügyi intézményrendszer Magyarországon 2019

DOI 10.35511/978-963-334-336-4



SOPRONI EGYETEM KIADÓ

Sopron, 2019

Szerkesztők:

Kovács Tamás, Szóka Károly, Varga József

Szakmai lektor:

Parragh Bianka

Szerzők:

Baranyi Aranka
Bartók János
Fóriánné Horváth Margit
Für István
Gál Veronika Alexandra
Gulyás Éva
Hegedűs Mihály
Kómár András
Kovács Róbert
Kovács Tamás

Moizs Attila
Parádi-Dolgos Anett
Pataki László
Sipiczki Zoltán
Szarka Gábor
Szóka Károly
Tatay Tibor
Tóth Gergely
Varga József
Végh Richárd

Nyelvi lektor: Tompáné Székely Zsófia

Technikai szerkesztő: Horváthné Józsa Ágnes

**A könyv a Soproni Egyetem és a Magyar Nemzeti Bank közötti együttműködés
keretében, a Magyar Nemzeti Bank támogatásával készült.**

Kiadja: Soproni Egyetem Kiadó
9400 Sopron, Bajcsy-Zsilinszky u. 4.

Felelős kiadó: Dr. Alpár Tibor László kutatási és külügyi rektorhelyettes

© Soproni Egyetem Kiadó

Nyomdai kivitelezés: Pátria Nyomda Zrt.
Felelős vezető: Simon László vezérigazgató

ISBN 978-963-334-335-7 (nyomtatott)
ISBN 978-963-334-336-4 (elektronikus)

DOI 10.35511/978-963-334-336-4

Minden jog fenntartva.

11. Befektetési alapok

11.1. A befektetési alapok rövid története a kezdetektől napjainkig

Az első befektetési alapot 1774-ben indította útjára Adriaan van Ketwich Hollandiában. Az alapnak az „Egységben az erő” nevet adta. Az alap sok befektetőtől gyűjtötte össze tőkéjét, amit aztán különböző kötvényekbe fektetett. Az alap célja az volt, hogy kisbefektetők pénzét gyűjtse össze, és a továbbiakban azt alacsony költséggel kezelje. Lehetőség nyílt arra, hogy a kisbefektetők pénzét több befektetésbe megosztva helyezték el. Az alap vagyonát elsősorban kötvényekbe fektették. A vagyonban volt német, osztrák, dán, orosz, svéd és amerikai kötvény is. Az alap tőkegyűjtésére kibocsájtott papírjait korlátozottan váltotta vissza, de ezeket a tulajdonosaik más befektetőknek szabadon eladhatták. Az első befektetési alap egészen 1824-ig működött.

A XIX. század során Európa más országaiban is indultak befektetési alapok, így Svájcban 1849-ben, Angliában 1868-ban. Ehhez képest az Egyesült Államokban viszonylag későn, 1893-ban indult az első alap.

Az alapok a XX. század előtti időszakban nem jutottak el széles rétegekhez, amelynek oka lehetett működési formájuk. A zártvégű működési elv miatt az alapok tőkebevonása viszonylag rugalmatlan volt, és a befektetők sem tudtak egyszerűen befektetésük ellenértékéhez jutni. A befektetési alapok újkori története azonban áttörést hozott. Az első nyíltvégű elven működő alap az Egyesült Államokban 1907-ben létrehozott Alexander Fund volt. Igaz az alap szabályzata szerint az alap befektetési jegyeiből csak évente kétszer lehetett vásárolni, de a papírokat az alap már bármikor visszaváltotta. A mai értelemben véve teljesen nyíltvégűnek tekinthető alap aztán 1924-ben indult el Massachusetts Investors Trust néven. Az 1929-33-as gazdasági világválság megtépázta a befektetési alapokat is. A válság előtt a világon mintegy 700 zártvégű és 19 nyíltvégű alap volt. A válságot csak néhány alap vészelte át. Az 1950-es évek elejére az alapok piaca kezdett helyreállni, az Egyesült Államokban hozzávetőleg 100 alap működött. A következő két évtizedben aztán számuk több mint 3,5-szörösére nőtt. Az 1970-es évek elején bekövetkezett olajválság ismét jelentős hatást gyakorolt a piacra.

A domináns befektetési célként részvényeket választó alapok mellett megjelentek a rövid lejáratú hitelpapírokba és bankbetétekbe fektető alapok. Ez lehetővé tette, hogy a befektetők alacsony kockázatú, esetlegesen tőkegarantált alapokba helyezzék el pénzüket.

A színesedő befektetési alap piac az 1980-as évek elejétől óriási dinamikával bővült. Jellemző adat, hogy míg az 1980-as évek elején az Egyesült Államok háztartásainak 5,7%-a tartott befektetési jegyeket, addig 2010-re ez az arány már 44%-ra bővült (Rouwenhorst, 2004). A befektetési alapok száma 2019 elején az Egyesült Államokban 8088 volt, az általuk kezelt vagyon nagysága 27 337 milliárd dollárt tett ki.¹

A nyíltvégű befektetési alapok összesített eszközértéke a világban 2017 végén 49 300 milliárd dollár értéket ért el (ICI, 2018). Magyarországon az 1990-es évek elején jelentek meg a befektetési alapok. Az első létrejövő magyar alap neve: CA értékpapír Magyar Állami Értékpapírokba Befektető Alap. 1992. április 9-én vették nyilvántartásba 1,74 milliárd forint saját tőkével. Zártvégű alapként öt éves futamidővel indult. Portfólióját államadósságot megtestesítő értékpapírokból alakították ki. Átmenetileg szabad tőkéjét bankbetétekben helyezték el, illetve olyan értékpapírokat vásároltak, amelyeket a jegybank bármikor visszavásárol. Ez az alap az érdeklődőknek olyan befektetési formát kínált, amely biztonságos, és hozama viszonylag magas. A befektetési jegyek likviditását azok tőzsdei bevezetésével teremtették meg.

A CA Állampapír Alap sikerét hamarosan követték az 1992. november-december folyamán lejegyzett Prémium Alap, Budapest Első Befektetési Alap, Hunnia Befektetési Alap, az első nyíltvégű alap a Buda Alap, és előkészítése alatt állt az Első Magyar Ingatlan Alap is. A Buda Alap kivételével a többi, már bejegyzett alap is elsősorban a biztonságra törekedett. Portfóliójuk nagy részét államkötvények tették ki, kiegészítve állami és nagybanki garanciális gazdálkodói kötvényekkel, illetve kifogástalan adósnak tekinthető gazdálkodó szervezetek kötvényeivel. A Buda Alap szakemberei nem akartak megállni ezen a szinten, ők ugyanis alapjuk összegyűjtött pénzének nagy részét az állampapírok mellett részvényekbe szerették volna fektetni.

¹ *Trends in Mutual Fund Investing January 2019.* https://www.ici.org/research/stats/trends/trends_01_19 Letöltés: 2019. március 5.

Az 1992-es év meghozta a befektetési alapok elindulását és beigazolta célját, nagyfokú biztonság mellett, az adókedvezménnyel kiegészítve elegendő hozamot biztosított a befektetők számára, valamint levette a magánemberek válláról a pénzük befektetésével kapcsolatos terheket. Az elsőként megjelent befektetési alapok mögött olyan nagybankok álltak, amelyek a „kisbefektetők” előtt ismeretek, népszerűek voltak, ami szintén a befektetési alapok iránti bizalmat növelte.

Az 1993-as év jelentette Magyarországon az induló befektetési alapok igazi térhódítását. Az adókedvezmény, amelyet más értékpapír közvetlen vásárlása esetén nem lehetett igénybe venni, a bankbetéteknél magasabb hozam biztosítása és mindezek mellett a relatív biztonság vonzotta a befektetőket ezen befektetési forma felé. Ez az év a zártvégű alapok sikerét hozta meg. A korábbi évben alapult alapkezelők közül szinte mindegyik a második alapját indította útnak. 1993-ban is tartott az állampapírok előnye az alapok portfóliójában, bár a hosszabb lejáratú is az újonnan kibocsátott alacsonyabb kamatozású állampapírok a befektetési alapok hozammutatóit is visszavetették. Az ebben az évben alakult befektetési alapok kissé merészebbek voltak az előző évhez képest a portfóliójuk kialakításában. Az állampapírok mellett fokozatosan megjelentek a vállalati kötvények. A részvényportfólió azonban még mindig váratott magára a csekély kínálat és a nagyobb kockázat miatt.

1994-től az alapok részéről egyre inkább a részvényekbe való befektetés szándéka került előtérbe. Az első próbaképpen megalakuló részvényalap a Millennium II. elsősorban részvényekbe, illetve mivel a törvényi szabályozás lehetővé tette kárpótlási jegyekbe fektette tőkéjének jelentős részét. Az alap tervei között szerepelt az árfolyam-emelkedési várakozások idején spekulációs célzattal fellépni a részvénypiacon, illetve az állami vagyonkezelő szervek által meghirdetett kárpótlási jegy-részvény cserékben részt venni. Az állampapír alapok alapítása visszaesett azévből, hiszen a tíz új alap közül öt részvényalapnak tekinthető, legalábbis a befektetett tőkéje felét tulajdoni jogokat megtestesítő papírokba kívánta befektetni, a másik pedig az alaptőke visszafizetését biztonságban tudva a megszokott állampapírba. Az évi újdonságként említhető több alap tekintetében az anyabankok által vállalt tőke-visszafizetés garancia, amit a kockázatosabb részvényportfólió miatt vállaltak. Ez azt jelenti, hogy az alap veszteségessé válásakor a letétkezelő a befektetési jegyek névértékét visszafizeti. További újdonság volt a CA Növekedési Alap kezdeményezése, ami abban nyilvánult meg, hogy a CA a kezelési díj helyett úgynevezett „sikerdíjat” számolt fel.

A befektetési alapok működésének természetesen jogi keretet kellett adni. A rövid történeti áttekintés mindezt sugallja is. Az 1990-es évek elejének átalakuló pénzügyi intézményrendszerének szabályozásában az egyik fontos mérföldkő a befektetési alapok jogi háttérét megteremtő törvény, az 1991. évi LXIII. törvény a befektetési alapokról. A törvény 1992. január 1-jén lépett hatályba.

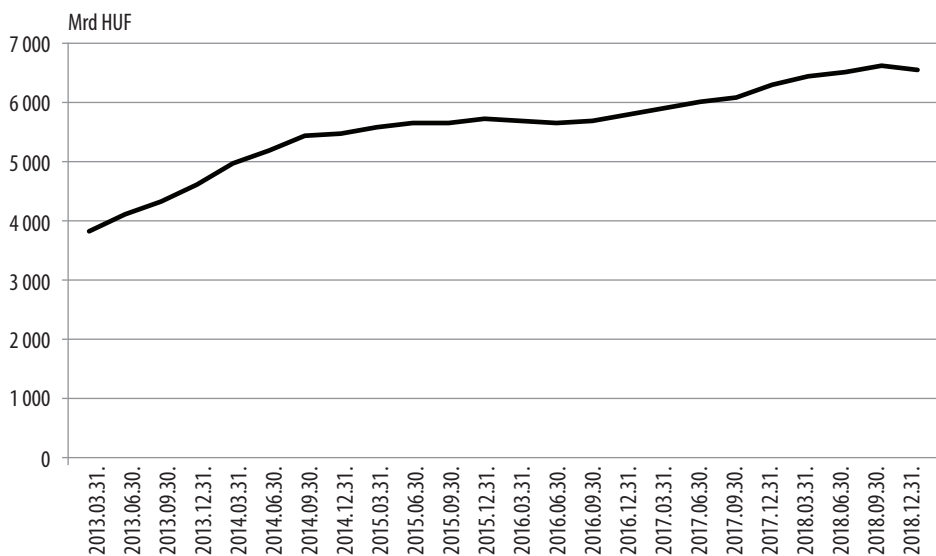
A törvény célja az volt, hogy megteremtse a feltételeit a befektetési alapok legfontosabb fajtáinak, az értékpapír- és ingatlanalapoknak Magyarország területén való létrehozásának, kezelésének és működtetésének. Meg kívánták határozni a működtetést biztosító, a felügyeletet ellátó szervezetek kereteit, hatásköreit, szerelmi és tárgyi feltételeit.

Cél volt ezáltal egy olyan befektetési forma létrehozása, amely hatékonyan és az addigi formákkal versenyezve volt képes bevonni a lakossági és egyéb szervezeti megtakarításokat a tőkepiacok vérkeringésébe. A szabályozás célkitűzése volt tehát a megtakarítók és a tőkét bevonni kívánó gazdasági szereplők érdekeinek együttes kiszolgálása a gazdaság fejlődése érdekében.

A jogszabály meghatározta az alapokat létrehozó és kezelő szervezetek, az alapkezelők szervezeti kereteit. Rögzítette az alapok tőkegyűjtésére szolgáló értékpapírok kibocsátásának és forgalmazásának feltételeit. Meghatározásra kerültek a befektetési alapok fajtái, az ezekre vonatkozó befektetési elvek és korlátok. Kidolgoztak egy, a befektetők védelmét célzó többszintű garanciarendszert.

A törvény hatályba lépésével Magyarországon is megteremtődött a kerete egy viszonylag mérsékelt kockázattal a tőkepiacok hozamlehetőségeit felkínáló befektetési forma létrejöttének, amely egyben a gazdaság tőkeigényének kielégítését kínálta. Ezzel erősödött a pénz- és tőkepiacok transzmissziós funkcióját biztosító intézményi bázis.

A következő ábra a Magyarországon bejegyzett befektetési alapok vagyonának alakulását mutatja az utóbbi évekre.



1. ábra: A Magyarországon bejegyzett befektetési alapok vagyonának alakulása 2012. I. negyedéve és 2018. IV. negyedéve között

Forrás: Saját szerkesztés az MNB adatai alapján (2019)

2018 végére a befektetési alapok száma Magyarországon 691 volt, az alapokban összegyűlt vagyon 6 558,376 milliárd forintot tett ki.

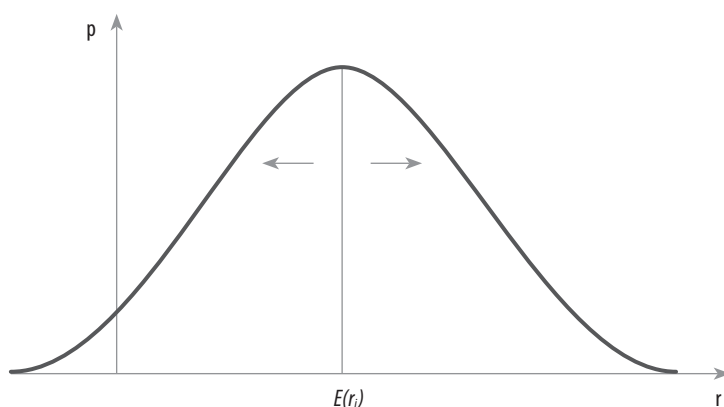
A jogi háttérszabályozás változására 2001-ben került sor, amikor a befektetési alapok működési szabályai a 2001. évi CXX. törvényben kerültek rögzítésre. A szabályozást 2011-ben a 2011. évi CXCI. törvény vette át. Majd ezt követte 2014. évi hatálybalépéssel a 2014. évi XVI. törvény. A 2000-es évek jogalkotásai az alapok szabályozásának korszerűsítését, illetve az Európai Unió jogharmonizációt szolgálták.

11.2. A befektetési alapok, mint portfólióbefektetések

Bár már az első befektetési alap létrehozásakor megjelent az a szándék, hogy az alapon összegyűlt vagyont több értékpapírba fektetve megosszák a kockázatokat, de a kockázat-hozam optimalizálás elméleti hátterét csak a XX. század közepén dolgozták ki. A portfólió elméletet azóta széleskörűen alkalmazzák a befektetési alapok befektetéseinek kiválasztásakor.

A kockázatok áthárítására már évszázadok óta léteznek technikák, mint például a biztosítások. A pénzügyi kockázatok mérésének, kezelésének tudományos megalapozása viszont csak a XX. század közepére tehető. Természetesen voltak előzmények, de a pénzügyek „tudományossá” válása, majd a tudományos eredmények gyakorlatba való átültetése csak ezután következett. 1952-ben Harry Markowitz volt az egyike azoknak, aki matematikai eszközök alkalmazását vezette be a pénzügyi területen. Ő volt az, aki a kockázat kvantitatív meghatározásában úttörő szerepet játszott. Markowitz a korábbi részvénybefektetési stratégiákkal szembeni kritikaként azt fogalmazta meg, hogy azok csak a várható hozamok alapján részesítik előnyben az egyik, vagy a másik részvényt. Az elméleti fejtegetések arra szorítkoztak, hogy a befektetők ki tudják választani a legmagasabb várható hozamú papírokat. Ez azonban ellentmondani látszott az addigi befektetői gyakorlatnak is, mivel a befektetők általában nemcsak egy maximális várható hozamú papírba fektettek. A különböző kockázatérzékenyséű szereplők ráadásul eltérő eszközökbe fektettek, ösztönösen feltételezve az eszközök eltérő kockázatát. Markowitz a részvényekbe való befektetéseket elemezte. A részvények hozama mellett azok kockázatát is be kívánta vonni az optimális befektetések kialakításakor döntési szempontként.

A múltbeli adatsorokat vizsgálva a hozamok nem állandóak, hanem ingadoznak. Bizonyos hozamértékek gyakrabban előfordulnak, ezektől szélsőségesen eltérő hozamértékek viszont nagyon ritkán adódnak. A hozamokat előfordulási gyakoriságuk szerint sorba véve, eloszlásukat grafikusan ábrázolhatjuk.



2. ábra: A hozamok eloszlása

Forrás: Saját szerkesztés

Az ábra koordináta rendszerében a vízszintes tengelyen a hozamot (r), a függőleges tengelyen az adott hozam előfordulási valószínűségét (p) tüntetjük fel.

Ha a hozamok eloszlását normálisnak tekintjük, akkor két jól megragadható értéket számolhatunk egy-egy részvényhez kapcsolódóan. Az egyik a hozam várható értéke, illetve a hozamok ingadozását jellemző variancia. A várható hozamot a múltbeli hozamok átlagával lehet becsülni. A variancia a hozamok átlagtól való négyzetes eltérésének átlaga. A variancia négyzetgyöke a szórás.

A hozam varianciája, illetve szórása a kockázat mérésére alkalmasnak bizonyult mérőszámok. Markowitz a kockázat kvantifikált megragadása mellett azt is vizsgálta, hogyan alakulna egy befektető kockázata amennyiben többféle részvénybe fektetne be. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a részvények hozamai nem mozognak teljes mértékben együtt, sőt a hozamok akár ellentétesen is alakulhatnak.

Egy kereskedő például a nyári szezon előtt beszerezhet napolajat és esőkabátokat. Napos idő esetén a napolaj, esős idő esetén pedig az esőkabát fog jobban. Amennyiben a kereskedő csak napolajat tartana, napos időnél nyeresége magas volna, de esős idő beálltakor nyeresége alacsony lenne. Ha csak esőkabátot tartana a napos idő okozna részére veszteséget, és esős időjárásnál realizálna magas hasznot. Ezekben az esetekben a nyereség szélsőségesen alakulna. Amennyiben a kereskedő raktárában napolaj és esőkabát egyaránt volna, akkor bármely időjárás bekövetkeztekor hasonló profitot érhet el. Igaz a nyereség nem lenne semelyik esetben sem kiugróan magas, hiszen vagy a napolaj, vagy a kabát maradna a nyakán, csökkentve az értékesítésen elért nyereséget. A következmény mindezenesre a hozamingadozás csökkenése. A példa úgyis értelmezhető, hogy a két áruval való kereskedést külön üzletágként felfogva, a két üzletágba való együttes befektetés csökkenti a hozam volatilitását.

A befektetők természetesen kialakíthatnak akár sok részvényből álló portfóliókat is. A részvények egymástól eltérően alakuló hozamingadozásai kiegyenlíthetik egymást, ezért a portfólió egészének hozamingadozása akár kisebb lehet, mint a benne szereplő bármelyik részvény hozamingadozása. Ugyanakkor a hozam meghaladhatja a legkisebb kockázatú részvény hozamát.

A portfólió várható hozamát és hozamának szórását a következők szerint lehet kiszámítani:

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n a_i E(r_i)$$

ahol

$E(r_p)$: a portfólió várható hozama

n : a részvények száma

a_i : az i részvény aránya a portfólióban

$E(r_i)$: Az i részvény hozamának várható értéke

$$\sigma(r_p) = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n a_i a_j \rho_{ij} \sigma(r_i) \sigma(r_j)}$$

ahol

$\sigma(r_p)$: a portfólió hozamának szórása

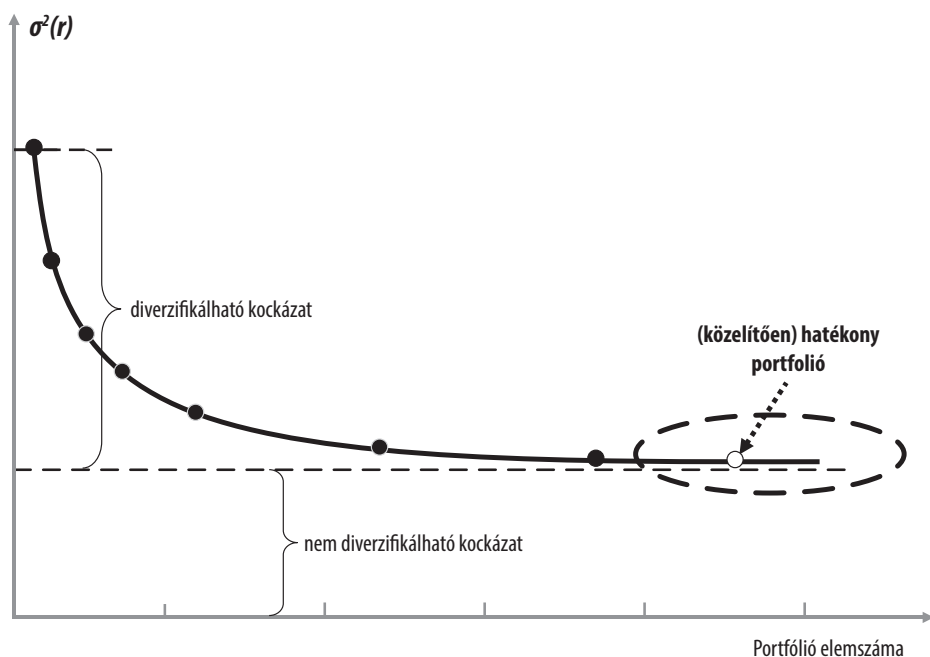
n : a részvények száma a portfólióban

a_i : az i részvény aránya a portfólióban

ρ_{ij} : az i és j részvények hozamai közti korrelációs együttható

$\sigma(r_i)$: az i részvény hozamának szórása

Látható, hogy a portfólió hozama a benne szereplő részvények hozamától és azok arányától függ. A portfólió szórása függ a részvények súlyarányától, azok egyedi szórásától, illetve a hozamok közti korrelációtól. A korreláció azt mutatja meg, hogy a részvények hozamai milyen együtt mozgást mutatnak. Negatív az értéke, ha a hozamok ellentétesen változnak, azaz, ha az egyik részvény hozama növekedést mutat, a másiké csökken. Ha a változások azonos irányúak, akkor a korrelációs együttható pozitív értéket vesz fel. Természetesen a piaci adatokból számolva az tapasztalható, hogy bármely irányú együttmozgás tendenciaszerű, nem determinisztikus. A hozamingadozások a portfólió szélesítésével, a bevont részvényfajták számával csökkenthető.

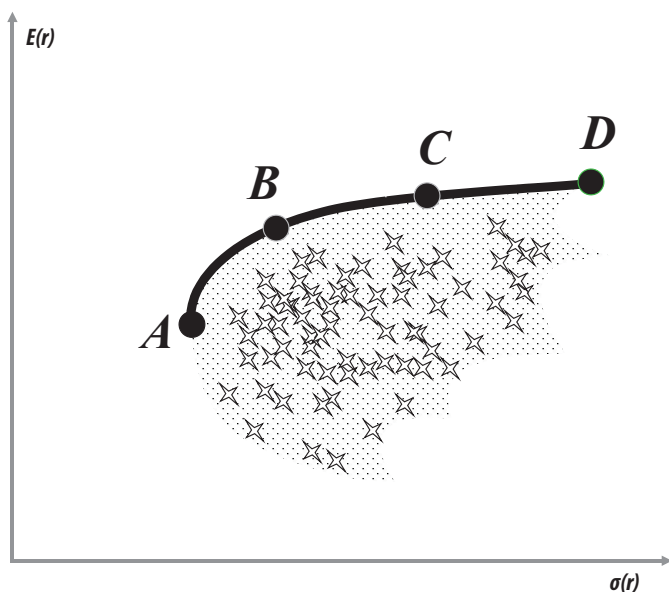


3. ábra: A diverzifikáció és a kockázat kapcsolata

Forrás: Saját szerkesztés

A portfólió szélesítésével, a diverzifikációval a kockázat egy része küszöbölhető ki. Ezt a hányadot diverzifikálható kockázatnak nevezzük. A kockázat másik része a nem diverzifikálható vagy szisztematikus kockázat. Diverzifikációval ez nem tüntethető el, mivel a részvények hozamaira bizonyos tényezők egyformán hatnak, a hozamokat egy irányba mozdítják el. Ilyenek például a makrogazdasági hatások, mint mondjuk az adózási változások hatása, nyereségadó csökkentése több osztalék kifizetését teszi lehetővé a részvényesek javára.

A fentiek ismeretében feltehető az a kérdés, hogy a piacon levő részvények milyen arányban szerepeljenek egy optimális portfólióban. A kérdés megválaszolásához ki kell számítani a részvények várható hozamait, hozamaik szórását, illetve a hozamok közti korrelációs együtthatókat. Ezek után a részvények portfólióbeli súlyait változtatva fel kell írni a lehetséges portfóliók várható hozamát és szórását a fenti képletek segítségével. A lehetséges kockázat-hozam párokat az alábbi ábra szemlélteti:



4. ábra: A lehetséges portfóliók kockázat-hozam párpjai

Forrás: Saját szerkesztés

A lehetséges kockázat-hozam párok végtelen halmazát egy burkológörbe határolja. Ezen a határon a „tojáshéj” felső felén helyezkednek el azok a portfóliók, amelyek az adott kockázat mellett a legmagasabb hozamot biztosítják. Ezek az optimális, vagy hatékony portfóliók. Ilyen portfóliók az A, B, C és D portfóliók is. A hatékony portfólióban minden részvény valamilyen pozitív súllyal szerepel (Markowitz, 1952).

Rendelkezésre áll tehát egy olyan portfólióválasztási modell, amely lehetővé teszi a kockázatok és hozamok együttes optimalizálását.

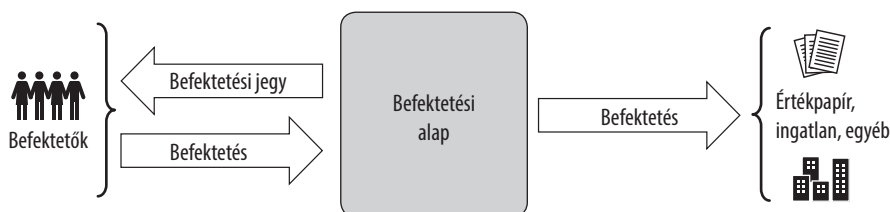
James Tobin az elmélethez azzal járult hozzá, hogy kiterjesztette az elgondolást a részvényeken túl más értékpapírokra. Tobin szerint a befektetők a kockázatmentesnek tekintett (USA) állampapíroktól kezdve, a kockázatos részvényekig bármely értékpapírba tarthatják vagyonukat. Az értékpapírok kiszélesített körére volt feltehető most már az a kérdés, hogy melyek a kockázatok és hozamokat számba véve az optimális portfóliók (Tobin, 1958).

Az elméleti háttér napjainkra a fenti elgondolások alapjain továbbfejlesztették, és a befektetési alapok portfólióinak kialakításakor is alkalmazzák.

A befektetési alapokba fektetők az alapokon keresztül diverzifikált portfóliók tulajdonosaivá válhatnak. Természetesen napjaink befektetési alapjai az 1950-es évek után a piacokon széleskörben kereskedett újabb instrumentumokat is választhatják portfóliójukba. Ilyen instrumentumok például az opciók vagy a határidős termékek.

11.3. A befektetési alapok létrehozása, működése

A befektetési alap kollektív befektetési forma. A befektetési alapba a befektetőktől összegyűjtött vagyont egységesen kezelik a befektetők általános felhatalmazása alapján, előre meghirdetett elvek szerint. A vagyon egységes kezelése valósul meg, a bevont eszközöket nem különítik el. A vagyon gyűjtése kollektív befektetési értékpapírok, befektetési jegyek kibocsátásával történik. (Lentner, 2012)



5. ábra: A befektetési alapok tőkegyűjtése és tőkekihelyezése

Forrás: Saját szerkesztés

A befektetési alapok létrehozói és működtetői a befektetési alapkezelők. A befektetési alap jogi személy, de nem rendelkezik szervezettel. Az alap létrehozásához és működtetéséhez kapcsolódó feladatokat a befektetési alapkezelő látja el.

A befektetési alap létrehozatalakor az alap vagyonát befektetési jegyek kibocsátásával gyűjtik össze. A befektetési jegy olyan értékpapír, amelyet befektetési alap bocsájthat ki tőkegyűjtés céljából. A befektetési jegy sorozatban kibocsátott értékpapír. Tulajdonosai részére az alappal szembeni, az alap kezelési szabályzatában meghatározott követelést és egyéb jogokat testesít meg. A befektetési jegyet a forgalomba hozatala során kezeltetik és juttatják első tulajdonosának birtokába. A tulajdonos a későbbiekben a befektetési jegyeket másra átruházhatja.

Az alapkezelő végzi a befektetéskezelési tevékenységet is. A befektetéskezelés a befektetési politikának megfelelően a befektetési (eszközallokációs) döntések meghozatala és végrehajtása, vagyis a portfóliókezelés. A lehetséges befektetések körét a jogszabályi háttér adja meg tágabb keretként. Ezen a kereten belül a be-

fektetési alap lefektetett befektetési politikája szabja meg részleteiben, hogy mely instrumentumok lehetnek a befektetési célpontok.

A befektetési alapkezelők a befektetéskezelésen túl további feladatokat is ellátanak. Ellátják a kollektív befektetéskezeléshez kapcsolódó adminisztratív feladatokat. Végezhetnek könyvviteli és jogi feladatokat. Szolgáltathatnak információkat a befektetők részére. Értékelhetnek és árazhatnak eszközöket, intézhetnek adóügyeket. Vezethetik a befektetőkhez kapcsolódó nyilvántartásokat és fizethetik részükre a hozamokat. Feladatkörükben lehet a megkötött ügyletek teljesítése.

Az alapkezelő az általa kezelt befektetési alapok vagyonához kapcsolódóan köteles letétkezelőt megbízni letétkezeléssel. Az alap tulajdonában levő értékpapírokat, egyéb pénzügyi eszközöket a letétkezelőnél nyitott letéti számlán kell elhelyezni. A letétkezelőhöz nem transzferálható instrumentumok, mint származtatott termékek, bankbetétek vonatkozásában a letétkezelőnek számlát kell nyitnia az adott eszközöket nyilvántartó szervezetnél. A letétkezelő követi nyomon az alap pénzmozgásait. Ez értendő a befektetési jegyek kibocsátásához kapcsolódó pénzmozgásokra és az alap befektetéseivel kapcsolódó pénzmozgásokra is. Folyamatosan nyilvántartást vezet az alap eszközeiről. Ellenőrzi, hogy a befektetési alap vagyona megfelel-e a jogszabályi előírásoknak és a saját befektetési politikájában foglaltaknak. A letétkezelő végrehajtja az alapkezelő az alap eszközeire vonatkozó utasításait. A letétkezelő értékeli az alap eszközeinek és kötelezettségeinek az értékét, és ennek alapján megállapítja az alap nettó eszközértékét. Biztosítja, hogy az alap eszközeihez kapcsolódó, valamint a befektetési jegyek forgalmazásából származó bevételek az alaphoz határidőre befolyjanak. Az ingatlanokba fektető alapok esetén az ingatlanok átruházásához és megterheléséhez engedélyt ad, ha az ügyletek szabályosak. A letétkezelő, amennyiben az alap működésével kapcsolatosan bármilyen szabálytalanságot észlel, azt jelzi a felügyeleti szervnek.

A befektetési alap szabályszerű gazdálkodásának külső ellenőrzésére könyvvizsgálót kell alkalmazni. A könyvvizsgáló ellenőrzi, hogy az alapkezelő az alap létrehozásakor és működtetése során a vonatkozó jogszabályoknak és az alap szabályzatainak megfelelően jár el a gazdálkodásban. Az alap nyilvántartásai biztosítják-e a működés áttekinthetőségét, a nyilvántartásokat az előírtaknak megfelelően vezetik-e. A könyvvizsgáló ellenőrzi a befektetési alap jelentéseinek és beszámolóinak jogszabályi megfelelőségét.

11.4. A befektetési alapok csoportosítása

A jogszabályi háttér többféle szempontból értelmezi a létrehozható alapokat. Ugyancsak értelmes csoportosítani az alapokat a befektetőknek abból a célból, hogy az alapok teljesítményét, költségeit összehasonlíthatóvá lehessen tenni.

A befektetési alapok működési formája szerint eltérő a befektetési jegyek forgalomba hozatali módja. A befektetési alapok működhetnek zártkörű vagy nyilvános alapként. A zártkörűen működő alapok befektetési jegyeit nem szerezheti meg bármelyik befektető, csak a befektetők előre meghatározott köre válhat tulajdonosukká. Ezzel szemben a nyilvános befektetési alapok befektetési jegyeihez korlátozás nélkül hozzájuthat minden befektető.

A forgalmazási kör alapján a befektetési alap lehet lakossági vagy szakmai befektetők részére forgalmazott.

A befektetési jegyek visszaválthatósága alapján megkülönböztetve a befektetési alapok lehetnek nyíltvégű és zártvégű alapok. A nyíltvégű alapok befektetési jegyeit a befektetők az alap működési ideje alatt bármikor megvásárolhatják az alaptól. A befektetési jegyek kibocsátása folyamatos. A befektetési jegyek ugyanakkor a kezelési szabályzatban rögzített feltételekkel mindenkor visszaválthatók. A nyíltvégű alapok befektetési jegyeinek folyamatos adásvétele a nettó eszközértéken történik. Ezt a letétkezelő állapítja meg úgy, hogy az alap bruttó eszközértékéből levonja az alap kötelezettségeinek értékét, majd az így megállapított nettó eszközértéket elosztja a forgalomban levő befektetési jegyek számával. A nyíltvégű befektetési alap forgalomban levő befektetési jegyeinek száma a folyamatos adásvétel miatt változhat az alap működési ideje alatt. A zártvégű befektetési alap befektetési jegyei ellenben nem válthatók vissza a befektetők kezdeményezésére. Az alapkezelő azonban jogosult az alap futamideje alatt is visszaváltási lehetőséget biztosítani a befektetőknek. Az alapkezelő, ha ezt a kezelési szabályzatban korábban rögzíteték, jogosult lehet a befektetési jegyek meghatározott feltételekkel való bevonására.

A befektetési alap futamideje alapján lehet határozott vagy határozatlan futamidejű. A határozott futamidejű alap működési idejének tartamát előre rögzítik. A határozatlan futamidejű alap működési idejét ezzel szemben előre nem határozzák meg.

A befektetési alapok megkülönböztethetők az alap által megszerezhető elsődleges eszközök szerint. Az alapok lehetnek értékpapíralapok, ingatlanalapok. (Megjegyezzük, hogy a jelenleg – 2019 márciusában – hatályos jogi szabályozás felsorolja még a kockázati tőkealapokat és a magántőkealapokat, amelyeket ebben a fejezetben nem tárgyalunk.) Az értékpapíralapok értékpapírokat, illetve egyéb pénzügyi és pénzügyi eszközöket tarthatnak portfóliójukban. Az ingatlanalapok közvetlenül ingatlanokba fektethetnek és birtokolhatnak olyan vállalati részesedéseket, amelyek ingatlanvagyonnal rendelkeznek. A továbbiakban az alapok portfóliójában megjelenő instrumentumok körét még részletesebben érintjük.

A befektetési alapok megkülönböztethetők még az értékpapír-befektetések szabályozása szerinti eltérés alapján. Ebből a szempontból a befektetési alapok lehetnek átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások (ÁÉKBV) és alternatív befektetési alapok (ABA). Az ÁÉKBV olyan nyilvános nyíltvégű befektetési alap, amely megfelel a vonatkozó jogszabály szerinti befektetési szabályoknak. Az ÁÉKBV-nek nem minősülő befektetési alapok az alternatív befektetési alapok.²

A jogszabályi keretek figyelembevételével az alapkezelők maguk alakítják ki a befektetési alapok befektetési politikáját a piaci igények alapján. A számos befektetési alap közül valószínűleg nem lehetne két olyat találni, amelyek portfóliója akár időlegesen is pontosan egyezne. A befektetők azonban igénylik, hogy az alapok teljesítménye összemérhető legyen. A Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetsége (BAMOSZ) 2013-ban aktualizálta az alapok kategorizálására tett ajánlásait. Az ajánlásokat a BAMOSZ tagjai alkalmazzák alapjaik megnevezésében. A BAMOSZ a besorolások alapján hozza nyilvánosságra az alapokra vonatkozó adatokat. A következőkben áttekintjük ezeket a kategóriákat.³

Az alapok kategorizálásának alapja, hogy milyen instrumentumok a befektetési célpontjaik, vagyonukat milyen módonallokálják.

2 2014. évi XVI. törvény a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról

3 www.bamosz.hu Letöltve: 2019.03.04.

A hagyományos alapok közé kell sorolni azokat a befektetési alapokat, amelyeknél a tőkeáttétel (leverage) nem éri el a 30%-ot. A tőkeáttétel az a hatás, amely megnöveli a befektető várható hozamát ahhoz képest, mintha saját tőkéjét közvetlenül részvényekbe, kötvényekbe, devizákba, árukba fektetné. Tőkeáttétel többféleképpen érhető el. Ilyen lehetséges módszer például, ha a befektetési alap az összegyűjtött tőke mellé hitelt vesz fel, vagy határidős ügyletet köt. A tőkeáttétel azonban a kockázatot is növeli, a tőkeáttétel növekedésével jellemzően nő a hozamok ingadozása. A hagyományos alapoknál a tőkeáttétel tehát nem haladhatja meg a 30%-ot, míg a speciális alapoknál ez az arány ennél nagyobb lehet. A speciális alapok közé soroltak az árukba, illetve ingatlanokba fektető alapok is, amennyiben a portfólióban levő ingatlanok vagy áruk aránya meghaladja a 40%-ot.

A kategorizálás alapja még az is, hogy a befektetési alap portfóliójában a fix, előre kalkulálható hozamot biztosító, illetve az előre nem kalkulálható hozamú eszközök aránya mekkora. Előre kalkulálható hozamú eszköz a kötvény, a bankbetét, az egyéb kötvény jellegű értékpapír. Nem kalkulálható hozamú instrumentumok a részvények, befektetési jegyek, áruk.

Lényeges csoportosítási szempont, hogy a portfóliónak milyen a lejárat szerkezete. Ebből a szempontból az is lényeges, hogy egy előre meghatározott lejárattal rendelkező instrumentum futamidejéből mekkora időszak van hátra.

A hagyományos és speciális felosztás szerinti befektetési alapok további kategorizálása a fenti szempontok figyelembevételével a következő táblázatokban szerepel.

Pénzpiaci alapok

Likviditási alapok: A portfólióban lévő eszközök átlagos hátralévő futamideje a 60 napot, az eszközök átlagos hátralévő élettartama a 6 hónapot nem haladhatja meg.

Pénzpiaci alapok: A portfólióban lévő eszközök átlagos hátralévő futamideje a 6 hónapot, az eszközök átlagos hátralévő élettartama a 12 hónapot nem haladhatja meg.

Kötvényalapok

Rövid kötvényalapok: A portfólióban lévő eszközök átlagos hátralévő futamideje 6 hónap és 3 év közötti.

Hosszú kötvényalapok: A portfólióban lévő eszközök átlagos hátralévő futamideje meghaladja a 3 évet.

Szabad futamidejű kötvényalapok: Olyan alapok, amelyek nem ragaszkodnak egy előre meghatározott durációs limithez.

Vegyes alapok

Kötvénnytúlsúlyos (vagy óvatos) vegyes alapok: A portfólióban lévő nem kötvény típusú eszközök aránya nem haladja meg a 35%-ot. A nem részvény típusú eszközök kategóriáiként (pl. ingatlan típusú, árupiaci típusú, stb.) legfeljebb 20%-ot tehetnek ki – ebből a szempontból a befektetési jegyek teljes egészében a kategóriának megfelelő kitettséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.

Kiegyensúlyozott vegyes alapok: A portfólióban lévő nem kötvény típusú eszközök aránya 35-65%. A nem részvény típusú eszközök kategóriáiként (pl. ingatlan típusú, árupiaci típusú, stb.) legfeljebb 40%-ot tehetnek ki – ebből a szempontból a befektetési jegyek teljes egészében a kategóriának megfelelő kitettséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.

Dinamikus vegyes alapok: A portfólióban lévő nem kötvény típusú eszközök aránya meghaladja a 65%-ot. A nem részvény típusú eszközök kategóriáiként (pl. ingatlan típusú, árupiaci típusú, stb.) legfeljebb 40%-ot tehetnek ki – ebből a szempontból a befektetési jegyek teljes egészében a kategóriának megfelelő kitettséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.

Részvényalapok

A portfólióban lévő részvény típusú eszközök aránya meghaladja a 80%-ot.

1. táblázat: A hagyományos befektetési alapok kategóriái

Forrás: BAMOSZ (2019)

Árúpiaci alapok
Azon alapok, amelyek legalább 50%-ban árúpiaci kitettséget jelenítenek meg (ami lehet alapokon vagy származékos ügyleteken keresztül).
Abszolút hozamú alapok
Azon alapok, amelyek tőkepiaci környezettől független pozitív hozam elérésére törekednek, és kiinduló pontként a kockázatmentes hozam meghaladását tekintik.
Tőkevédett alapok
A hozamot, illetve tőkemegővást ígérő, illetve garantáló alapok.
Származtatott alapok
Azon származtatott ügyletekbe fektető alapok, amelyek nem tartoznak a fenti alapok közé.
Ingatlanalapok
<u>Közvetlen ingatlanokba fektető alapok:</u> Azon alapok, amelyek az ingatlankitettséget közvetlen ingatlanok tartásával valósítják meg.
<u>Közvetett ingatlanokba fektető alapok:</u> Azon alapok, amelyek a 40%-ot meghaladó ingatlankitettséget közvetett módon (alapokon, ingatlanrészevényeken, stb.) keresztül valósítják meg.

2. táblázat: A speciális befektetési alapok kategóriái

Forrás: BAMOSZ (2019)

A BAMOSZ a fentiekén túlmenően további ajánlásokat is tett az alapok kategorizálására. Ezek a befektetések földrajzi, devizális kitettségére vonatkoznak. Az ajánlás értelmében a befektetési alapoknak a besorolásuk szerinti kategória megnevezést nevükben szerepeltetni kell. A besorolásra vonatkozó megtevesztő elnevezést nem szabad használni.

11.5. A hozamok és kockázatok összemérésének gyakorlati kérdései

A korábbiakban utaltunk a befektetések hozamai és kockázatai közti összefüggésekre. A befektetőknek el kell döntenie, hogy a befektetési alapokba való befektetéskor milyen kockázatot kívánnak vállalni. A piacon versenyző alapok kínálatából való választáskor megvizsgálhatják, hogy mely alap teljesített a hasonló befektetési profilúakból jobban, azaz melyik biztosított magasabb hozamot. Természetesen a múltbeli hozamok ismert mértéke nem jelent garanciát arra, hogy a jövőben is ugyanazt a teljesítményt éri el az alap.

A befektetési jegyek tulajdonosai, a befektetők az alap eredményéből többféleképpen tehetnek szert hozamra. A hozamok realizálásának módja az alapok

kezelési szabályzatából olvasható ki. A nyereség, amennyiben a szabályzat úgy rendelkezik, közvetlenül kifizethető az előre meghatározott időpontokban a befektetők részére. Ilyen megoldást a piaci tapasztalatok szerint legfeljebb a zártvégű alapoknál alkalmaznak. A bevett gyakorlat alapján a keletkező eredmény az alap vagyonában marad. A nyíltvégű alapok befektetési jegyeinek tulajdonosai hozamot akkor realizálhatnak, amikor befektetési jegyeiket visszaváltják. A hozam a befektetési jegyek eladási és visszaváltási értékének különbözetéből adódik. A zártvégű alapok befektetési jegyeinek – de akár a nyíltvégű alapok befektetési jegyeinek – tulajdonosai is a befektetési jegyek másra való átruházásakor realizálhatnak hozamot. A hozam a befektetési jegy értékesítésekor szintén az eladási és a korábbi vételi árfolyam különbözetéből számolható. A zártvégű és egyben határozott futamidejű alapoknál a futamidő végén, az alap megszűnésekor a vagyon felosztásakor realizálható a befektető hozama. Nem szabad elfeledni, hogy a befektetési alapok vagyonában levő instrumentumokat is a piac folyamatosan ártértékeli, így a befektetési jegyek tulajdonosai nemcsak pozitív hozamot érhetnek el, de a hozam lehet negatív is.

A befektetési alapok teljesítményének értékelésekor általában a portfóliók értékváltozásából számolható hozamokat szokták megvizsgálni. A hozam ebből a szemszögből az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközérték változását jelenti. A hozamok kiszámítását követően az azonos kategóriákba sorolt befektetési politikájú alapok hozamait ésszerű összevetni. Vizsgálható, hogy egy alap a piaci átlaghoz képest milyen teljesítményt nyújtott. Értékelhető az alapok teljesítménye valamilyen referencia indexhez viszonyítottan is. Ilyen referencia érték lehet például egy tőzsdeindex.

Magyarországon 1996-ban alkották meg a MAX indexet az államkötvények hozamváltozásának tükrözésére. Jelenleg az Államadósság-Kezelő Központ működési és teszt közzé. A különböző futamidejű magyar állampapírhozamok alakulását mutató indexcsaládot építettek fel. A likviditási alapok referencia indexe a ZMAX, a náluk kissé hosszabb futamidejű állampapírokba befektető alapok referencia indexe az RMAX. A rövid kötvényalapok indexe a MAX Composite, a hosszú kötvényalapoké a MAX index.⁴

⁴ http://abszoluthozam.hu/tudastar/lexikon/max_index.php Letöltve: 2019.03.05.

A befektetőknek az alapok közti választáshoz szüksége van bizonyos költségek ismeretére, amelyek az alap hozamára csökkentően hatnak majd, illetve a befektetőknek meg kell fizetniük. A befektetőket terhelő költségek a befektetési jegyek vásárlási és visszaváltási jutalékai, az alapkezelési díj, a letétkezelési díj, a sikerdíj és egyéb díjak. A vételi jutalék a befektetési jegyek forgalomba hozatalához kapcsolódó egyszeri díj. A visszaváltási díj a befektetési jegyek alap általi visszaváltásához kötődő egyszeri díjtétel. Az alapkezelő az alap működtetéséért alapkezelési díjat számolhat fel az alap terhére. A befektetési alapnak, mint korábban láttuk, letétkezelőt kell alkalmaznia. Ennek az alap számára felmerülő költsége a letétkezelési díj. Az alapkezelő felszámíthat sikerdíjat, amennyiben egy előre meghatározott mértékű hozamot ér el az alap. Az egyéb díjak például a könyvvizsgálói díj, a bankköltség.

Az összes költségterhelést a TER mutató (Total Expense Ratio) foglalja össze egy mérőszámban. A TER mutatót és az alapok költségeit részletesen be kell mutatni a befektetőknek. A befektetési alapok TER mutatóit és az ezek számítási alapját képző költségeket a magyarországi befektetési alapok esetén a Magyar Nemzeti Bank is közzéteszi. A nyilvános nyíltvégű alapoknak közzé kell tennie a Kiemelt Befektetői Információkat tartalmazó kétoldalas dokumentumot (Key investor information document, KIID). A dokumentumban fel kell tüntetni a TER mutatót is a korábbi időszakokra. Természetesen a befektetők számára az alacsonyabb költségek a kedvezőbbek.

A hozamok ismerete mellett a már tárgyaltak szerint a befektetőknek szüksége van a vállalt kockázatok ismeretére is. A Portfólió elmélet megalkotása óta a hozam szórásán és varianciáján túl egyéb mérőszámokat is kialakítottak a kockázatok értékelésére. A továbbiakban ezek közül kettőt említenénk, amiket szokásosan a befektetési alapok kockázatának értékeléséhez használnak a piaci szereplők. A két mutató a Sharpe ráta és a Sortino ráta.

A Sharpe ráta azt mutatja meg, hogy a befektetési alap hozama a kockázatmentes hozamon felül mekkora hozamot biztosít egységnyi hozamszórásra vetítve. A mutató tehát a kockázati prémiumot vetíti a hozam ingadozására. A számításnál alkalmazhatjuk kockázatmentes hozamként például az egyéves futamidejű állampapír hozamát, vagy a MAX index hozamtartalmát.

A Sharpe ráta számításának képlete:

$$\text{Sharpe ráta} = \frac{r_i - r_f}{\sigma(r_i)}$$

ahol

r_i : az i befektetési alap hozama

r_f : a kockázatmentes hozam

$\sigma(r_i)$: az i befektetési alap hozamának szórása

A Sharpe ráta hibájaként azt szokták főként felróni, hogy a pozitív irányú hozamkimozdulásokat is problémaként kezeli. Pedig a befektetők számára ezek a pozitív irányú kilengések kedvezőek. A mérés ilyen torzítását hivatott kiküszöbölni a Sortino ráta. A mutató meghatározásakor csak az elvárt hozamszinttől (küszöbértéktől) alacsonyabb hozamszintek szórását vesszük figyelembe. Az elvárt hozamszint lehet például a kockázatmentes hozam. A Sortino ráta számításának képlete:

$$\text{Sortino ráta} = \frac{r_i - r_f}{\sigma^*(r_i)}$$

ahol

r_i : az i befektetési alap hozama

r_f : a kockázatmentes hozam

$\sigma^*(r_i)$: az i befektetési alap küszöbérték alatti hozamainak szórása

Mindkét ráta alkalmazásánál a magasabb érték mutatja a befektető részére a kedvezőbb befektetési lehetőséget.

Bár a múltbeli hozamok alakulása nem ad pontos képet a jövőben várható értékekről, de a befektetők számára mégis tájékozódási pontot jelent az alapok teljesítményéről. A fenti mérőszámok lehetőséget adnak a befektetőknek a vállalt kockázatok átgondolására és áttekintést biztosítanak a portfóliókezelők közti eltérések vizsgálatára.

11.6. Irodalomjegyzék

- BAMOSZ (2019): <https://www.bamosz.hu> Letöltve: 2019.03.06.
- ICI Investment Company Institute (2018): Investment Company Fact Book. 58th edition
- Lentner Csaba (szerk.) (2012): Bankmenedzsment – Bankszabályozás – Pénzügyi fogyasztóvédelem. Nemzeti Közzolgálati és Tankönyvkiadó, Budapest.
- Markowitz, Harry (1952): Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), 77-91. o.
- MNB (2019): A Magyar Nemzeti Bank által felügyelt szektorok adatainak idősorai: Befektetési alapok. <https://www.mnb.hu/letoltes/befalap-idosor.xls> Letöltve: 2019.03.05.
- Rouwenhorst, K. Geert. (2004): The origins of mutual funds. Yale ICF Working Paper No. 04-48.
- Tobin, James (1958): Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, Vol. 25, No. 2. (Feb., 1958), 65-86. o.