

OTDK-DOLGOZAT

Hajós Gábor
BA

2013

BEFEKTETÉSI ALAPOK MAGYARORSZÁGI PIACÁNAK ELEMZÉSE
KÖZGAZDASÁGTANI ESZKÖZÖKKEL
THE ANALYSIS OF THE HUNGARIAN MUTUAL FUND MARKET
WITH THE TECHNIQUES OF ECONOMICS

Hajós Gábor

Kézirat lezárva: 2012. december 21.

TÖMÖRÍTVE

A dolgozatban a magyarországi befektetési alapok piacelemzését végzem el, a piacelméletben általánosan használt SCP modell kereteit alapul véve. A piac szerkezetét és méretét különböző koncentrációs mutatók, illetve a penetráció és a denzitás mérőszámai segítségével vizsgálom. Az elemzéshez a 2005-2012-ig tartó időszak adatait veszem alapul, néhol kibővítve a 2002-es évvel. Bemutatom a helyettesítő termékeket és a piaci szereplőket, valamint az egymáshoz való viszonyukat. Megvizsgálva a piac tulajdonságait, összevetem a befektetési alapkezelők világát a közgazdaságtan egyik alapvető piacszerkezeti modelljével, a monopolisztikus versennyel, mellyel az itt taglalt üzletág meglehetősen sok egyezést mutat. Az SCP modell egyik feltevését, mely szerint a koncentráció csökkenése a verseny növekedése miatt növeli a teljesítményt, implementálok a magyar befektetési alap piacra is. Eredményeim alapján ez a tézis ebben az iparágban is helytálló.

Tartalomjegyzék

TÖMÖRÍTVE.....	3
ÁBRA ÉS TÁBLÁZAT JEGYZÉK.....	4
BEVEZETÉS.....	1
1. PIAC BEMUTATÁSA.....	3
1.1. A BEFEKTETÉSI ALAP.....	3
1.2. A BEFEKTETÉSI ALAPKEZELŐ.....	4
1.3. HELYETTESÍTŐ TERMÉKEK.....	5
1.4. PIAC ÁTFOGÓ ADATAI.....	8
2. PIACI SZEREPLŐK.....	14
2.1. A SZEREPLŐK CSOPORTOSÍTÁSA.....	14
2.2. A PIACON MŰKÖDŐ SZEREPLŐK AZ ALAPKEZELŐK MELLETT.....	16
2.3. AZ ÜGYFELEK ÉS A BEFEKTETÉSI ALAPKEZELŐ BELSŐ FELÉPÍTÉSE.....	18
2.4. BAMOSZ, A SZÖVETSÉG BEMUTATÁSA, A PIAC SAJÁTOS SZEREPLŐJE.....	19
3. PIACI STRUKTÚRA.....	21
3.1. KONCENTRÁCIÓS HÁNYADOS.....	21
3.2. HERFINDAHL-HIRSCHMAN-INDEX.....	24
3.3. VÁLSÁG HATÁSA AZ ALAPOKRA:.....	26
3.4. TERMÉKDIFFERENCIÁLÁS.....	28
4. A TELJESÍTMÉNY ÉS AZ SCP MODELL.....	32
4.1. TELJESÍTMÉNY MEGKÖZELÍTÉSE BEVÉTELI OLDALRÓL.....	33
4.2. KIADÁSI OLDAL A TELJESÍTMÉNY NÖVELÉSE ÉRDEKÉBEN.....	33
4.3. A MAGYAR PIAC TELJESÍTMÉNY VÁLTOZÁSA.....	34
4.4. PIACSZERKEZETI MODELL.....	37
ÖSSZEGZÉS.....	40
IRODALOMJEGYZÉK.....	41

ÁBRA ÉS TÁBLÁZAT JEGYZÉK

1. táblázat: Helyettesítő termékekben tárolt vagyon (millió Forint)	6
2. táblázat: Nettó eszközérték és a piaci szereplők száma 2005-2012	9
3. táblázat: Penetráció bemutatása 2005-2012	10
4. táblázat: Denzítás 2005-2012	12
5. táblázat: Koncentrációs hányadosok értéke 2005-2012	22
6. táblázat: HHI értéke 2005-2012	25
7. táblázat: Nettó eszközérték kategóriánkénti megoszlása 2010-ben	30
8. táblázat: 2002- es és a 2005-2012-ig tartó időszak adatainak összehasonlítása.....	34
9. táblázat: Befektetési alapok számának változása 2002 és 2005-2012-ig tartó időszakokban	35

1. ábra: Helyettesítő termékekben tárolt vagyon (millió Forint).....	6
2. ábra: Nettó eszközérték (2005-2012)	9
3. ábra: Piaci szereplők számának alakulása 2005-2012.....	10
4. ábra: Penetráció alakulása 2005-2012	11
5. ábra: Denztiás alakulása 2005-2012.....	12
6. ábra: Értékesítési lánc a befektetési alapok piacán	17
7. ábra:Koncentrációs hányadosok értéke 2005-2012.....	23
8. ábra: Legnagyobb öt alapkezelő nettó eszközértékének változása	24
9. ábra: HHI és a Szereplők számának alakulása 2005-2012.....	25
10. ábra: A válság vizsgálata: A BUX adatok és a Nettó eszközérték együtt mozgása.....	26
11. ábra: Befektetési alapok kategóriákra bontása	28
12. ábra: A Nettó eszközérték kategóriánként megoszlása 2010 végén.....	31
13. ábra: A befektetési alapok számának változása	36
14. ábra: 2002,2005-2012 Legnagyobb öt alapkezelő tulajdonosi háttere.....	39

BEVEZETÉS

A pénzügyi szektor mindig is a gazdaság motorjának számított a világban. A 2008-as világválságot követően pedig, előlépett a gazdaság legfőbb építőkövévé, és kiterjedt a mindennapi életet befolyásoló tényezővé is. Ezen szektor egyes ágazatairól az utóbbi időben és azelőtt is rengeteg szemszögből készült tudományos tanulmány a teljes szektor működésének mélyebb megértése érdekében. Jelen dolgozatomban, ezen szektor tanulmányainak körét szélesíti ki azzal, hogy egy, Magyarországon már több mint húsz éve a pénzügyi ágazat jelentős szegmensének, a befektetési alapok piacának szerkezeti elemeit vizsgálja.

A magyar pénzügyi szektor különböző ágait piaci viszonyok szempontjából már jó néhány tanulmány vizsgálta korábban is. Ilyenek például a bankszektor (Várhegyi, 2003) vagy a biztosítási piacot elemző munkák. A biztosítási piac vizsgálására példa a Széchenyi István Egyetem Kautz Gyula Gazdaságtudományi Karán megjelent Kovács Norbert által a GVH számára készített tanulmány, mely átfogó képet nyújt a biztosítási szektorról, piacelemzési megközelítésből. (Kovács, 2010)

Ezzel szemben a magyar befektetési alap piacot közgazdaságtani eszközökkel, vagyis piacszerkezeti szempontból, tudomásom szerint, még nem elemezték. Található néhány elemzés, mely elsősorban pénzügyi megközelítést alkalmazva elemzi a magyar befektetési alapok teljesítményét, hozam-kockázat szempontból. Erre példa a Radnai Márton és Szatmári Alexandra által írt: A magyar pénzpiaci alapok összehasonlító elemzése, mely mint a címből is kiderül, a befektetési alapok piacának pénzpiaci részére fókuszálva, a teljesítmény és a kamatkockázat viszonyát vizsgálja. (Radnai-Szatmári, 2006)

A nemzetközi szakirodalomban, a befektetési alapok pénzügyi elemzésén túl, már megjelentek az alap piac szerkezetét vizsgáló tanulmányok. Két művet emelnék ki e téren. Az egyik a Piaci szerkezet hatásának vizsgálata Taiwanban a befektetési alapok teljesítményére című tanulmány, melyet Ching-Chang Wang és Chiulien C. Venezia szerzőpáros alkottak. (Ching-Chang Wang-Chiulien C. Venezia, 2012) Ez a szerzőpáros a piaci koncentráció és a teljesítmény viszonyát elemzi, mely során a piacelméletben (Industrial Organization) használt SCP modell keretei közt végeztek számításokat és bizonyították a modell feltevéseit a befektetési alap piacra nézve. Arra a következtetésre jutottak, hogy minél több szereplő van jelen a piacon, tehát minél kisebb a koncentráció, annál jobb egy-egy alap teljesítménye. Ennek magyarázatát abban látják, hogy a kieleződő verseny miatt, a portfóliókezelőknek küzdeniük kell annak érdekében, hogy minél több tőkét gyűjtsenek

alapjaikba, vagyis minél több befektető vásárolja termékeiket. A másik mű A befektetési alap ipar: Verseny és befektetői jólét címet viseli a Columbia University Press kiadásában. Ez a könyv önálló iparágként kezeli a befektetési alap piacot. Felállítja a befektetési alapok kereslet-kínálati modelljét, az amerikai piacra.(Columbia University Press, 2010)

Mind a nemzetközi mind a magyar gazdaságban, a pénzügyi szektor egy fontos részeként, a befektetési alapok piacán is lehetőség nyílik a szerkezeti elemek mélyebb tanulmányozására. A dolgozatban a piac méretének, változásának és fejlődésének bemutatásával kívánom hangsúlyozni a magyar gazdaság számára ezen piac jelentőségét. Az adatok gyűjtését nagymértékben megkönnyíti a piacot összefogó szövetség online adatbázisa, mely minden aspektusból lehívható információkat biztosít.

1. PIAC BEMUTATÁSA

1.1. A BEFEKTETÉSI ALAP

A befektetési alapok Magyarországon 20 éves múlttra tekinthetnek vissza. A legelső befektetési alap 1992-ben jelenet meg. „Az első befektetési alap, a CA Értékpapír Rt. által létrehozott Magyar Állami Befektető Alap az 1991. évi LXIII törvény hatályba lépését követően 1992-ben indult Magyarországon.” (Molnár, 2008, 7. o.) Ezen történelmi eseményről a pénzügyi világ képviselői is „megemlékeznek” a 2012.10.30-31-én megrendezendő Öngondoskodás Konferencia keretein belül.

A befektetési alapokat a pénzügyi szakirodalom többféleképpen definiálja. Egyrészt létezik a felsőoktatásban is elterjedt meghatározás, mely Bodie-Kane-Marcus Befektetések című tankönyvéből származik: „Olyan intézmény, amely összegyűjti és kezeli a befektetők pénzét.” (Bodie-Kane-Marcus, 2005, 1125 o.). A másik megközelítés a magyar törvényalkotók által alkalmazott jogi definíció. A magyar befektetési alapok piacát a 2011. évi CXCI. törvény a befektetési alapkezelőkről és a kollektív befektetési formákról című törvény szabályozza (2011. évi CXCI. törvény). A törvény szerint a befektetési alap „e törvényben meghatározott feltételek szerint befektetési jegyek nyilvános vagy zártkörű forgalomba hozatalával létrehozott és a kockázatmegosztás elvén működtetett, jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amelyet a befektetési alapkezelő a befektetők érdekében kezel”. (2011. évi CXCI. törvény, II. fejezet 3. §) Végül a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (továbbiakban PSZÁF) honlapján található leírás a következő „A befektetési alap egy jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amelyet a befektetési alapkezelő a befektetők érdekében a meghirdetett befektetési elveknek megfelelően kezel.” (PSZÁF, 2012) Mindhárom forrás hasonlóan próbálja leírni a befektetési alap fogalmát, mégis véleményem szerint a legjobban értelmezhető a PSZÁF által adott meghatározás. A Befektetések tankönyv túlzottan egyszerűsítően fogalmaz, míg a jogi definíció teljes körű értelmezéséhez, a befektetési alapkezelőkről szóló törvény mély ismeretére lenne szükség, ahogyan azt a „törvényben meghatározott feltételek...” (2011. évi CXCI. törvény, II. fejezet 3. §) megfogalmazás is mutatja.

1.2. A BEFEKTETÉSI ALAPKEZELŐ

A befektetési alapok piacán jelenlévő legfontosabb szereplő a befektetési alapkezelő. A fent említett források a következő képpen értelmezik a befektetési alapkezelőket. A Befektetések tankönyv szerint, mely a nemzetközi szakirodalom tárházának széles körben elterjedt műve, a következőt írja az alapkezelőkről: „Befektetési alapokat kezelő vállalkozás. Egy vállalkozás több befektetési alapot is kezelhet.” (Bodie-Kane-Marcus, 2005, 1125 o.) A jogi szakirodalom a szervezetet és a szervezet tevékenységét is egyértelműen meghatározza. „befektetési alapkezelő: befektetési alapkezelési tevékenység végzésére vonatkozó engedéllyel rendelkező vállalkozás... befektetési alapkezelés: a befektetési alap részére végzett kollektív portfóliókezelés”(2011. évi CXCI. törvény, II. fejezet 3. §) A PSZÁF a törvényhez hasonlóan értelmezi a befektetési alapkezelőt: „befektetési alapkezelési tevékenységre engedéllyel rendelkező részvénytársaság, vagy fióktelep” (PSZÁF, 2012) Ebben az esetben a meghatározások közül a Befektetések tankönyv szerinti ismételt túlzottan egyszerűsít, a PSZÁF és a törvény szerinti definíció szinte egyenlően megfelelő, azonban mégis a jogi megfogalmazás által használt tartalom jobbnak a dolgozathoz. Legfőbb érv, mely a törvényben leírt meghatározás mellett szól, hogy kiegészül a befektetési alapkezelés, mint tevékenység leírásával is, ezzel az eredeti fogalmat is egyértelműbbé téve.

A befektetési alapkezelést, mint a befektetési alapkezelő társaság által végzett tevékenységet, a korábban említett 2011. évi CXCI. törvény szabályozza. A kollektív portfóliókezelés végzésére a PSZÁF ad hatósági engedélyt. Ezt követően az engedély birtokában a cég a törvény szerint az alábbi tevékenységeket végezheti: befektetés kezelés, portfóliókezeléshez köthető adminisztratív feladatok ellátása („könyvviteli és jogi feladatok ellátása, információszolgáltatás befektetők részére, eszközök értékelése, árazása, adóügyek intézése, jogszerű magatartás ellenőrzése, a befektetőkkel kapcsolatos nyilvántartások vezetése, hozamfizetés, kollektív befektetési értékpapír forgalomba hozatalával és folyamatos forgalmazásával összefüggő adminisztrációs feladatok, a megkötött ügyletek elszámolása..., nyilvántartások vezetése” (2011. évi CXCI. törvény, III. fejezet 4. §)). További tevékenységei az értékpapírok forgalomba hozatala és forgalmazása, illetve „az értékesítést végző személyek oktatása és részükre írásos, illetve szóbeli információ rendszeres szolgáltatása az értékesítéshez szükséges, illetve indokolt módon és mértékben, továbbá a forgalmazás anyagi ösztönzése (értékesítés támogatása)” (2011. évi CXCI. törvény, III. fejezet 4. §). A kollektív portfóliókezelés és a hozzá köthető fent említett fő feladatkörök

mellet a befektetési alapkezelő által végezhető még néhány kiegészítő tevékenység. A törvény szerint a következők sorolhatók még az alapkezelést végző vállalatokhoz: „a) portfóliókezelés, b) befektetési tanácsadás, c) kollektív befektetési értékpapírok letéti őrzése, letétkelése és az ezzel kapcsolatos adminisztratív szolgáltatások, amely dematerializált értékpapírok esetében az értékpapírszámla vezetését is tartalmazza, valamint a végzett tevékenység jellegétől függően ügyfélszámla vezetését is magában foglalja, d) értékpapír-kölcsönzés.” (2011.évi CXCV. törvény, III.fejezet 4. §)

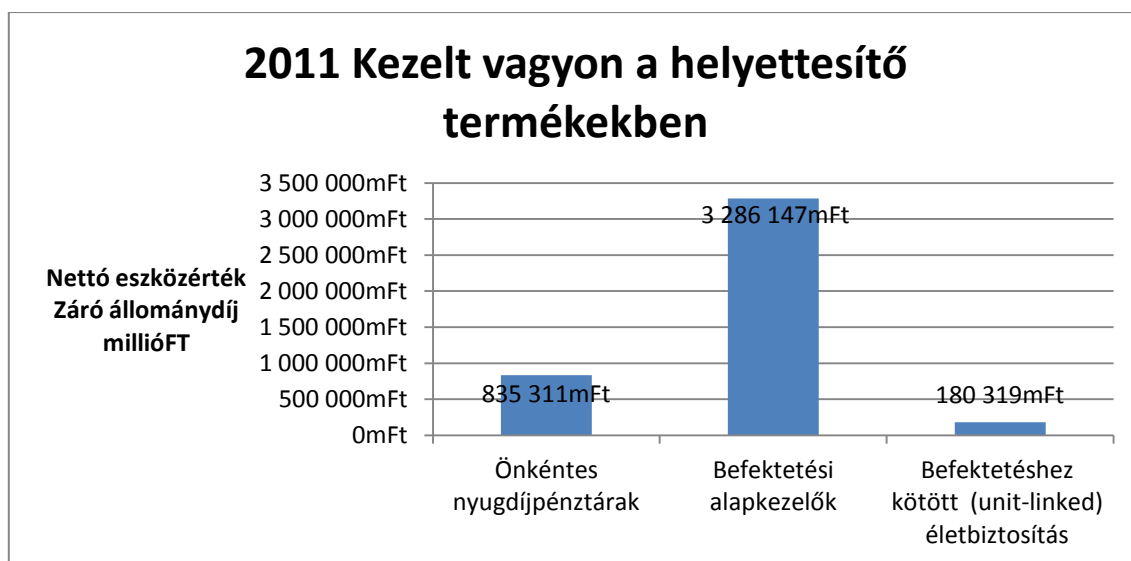
1.3. HELYETTESÍTŐ TERMÉKEK

A befektetési alap, tehát egy olyan pénzügyi termék melyet a fogyasztók megtakarításuk gyarapítására használnak. Vagyis lemondanak a pénzükről a jelenben, hogy egy későbbi időpontban kamattal megnövelt összeghez jussanak, melyet szabadon felhasználhatnak. Itt a piacon a terméket kínáló vállalat a befektetési alapkezelő cég, ahol a professzionális portfóliókezelő személyek azon küzdenek, hogy minél magasabb hozamot érjenek el a versenytársakhoz képest. Ebben az értelemben tehát beszélhetünk egyfajta versenyről, a befektetési alapok iparágán belül is. Azonban a befektetési alap piacán a szereplőknek szembe kell nézni a teljes pénzpiaci szektorban megjelenő megtakarítási problémára választ adó vállalatokkal is. Az így értelmezhető tágabb értelemben vett versenytársak definiálásához előbb meg kell vizsgálni, hogy melyek azok a helyettesítő termékek, melyet a fogyasztó választhat pénze befektetése céljából. A helyettesítő termékek megjelenítése előtt mégis leszögezendő, hogy a portfóliókezelő számára a valódi versenyt, a többi befektetési alapkezelő társaság tevékenysége jelenti, így a dolgozat nagy részében ezzel a szűken vett versenykörnyezettel dolgozom. Ebben az esetben mindkét portfóliókezelő azonos módon, tőzsdei vagy más pénzügyi termék kereskedésével képes, az ő tevékenységét minősítő hozamra hasonló tranzakciókkal hatni. A pénzügyi termékek rendkívül széles palettájából az elkövetkezendő felsorolás során, csak azokat jelenítem meg, melyek közvetlenül legközelebbi helyettesítőkként viselkednek a keresleti oldal számára. Azaz amikor a fogyasztó megoldást keres arra, hogy hol helyezze el megtakarítását, bármely itt felsorolt termék, kockázattól és hozamtól eltekintve, ugyancsak kielégítheti igényét.

1. TÁBLÁZAT: HELYETTESÍTŐ TERMÉKEKBEN TÁROLT VAGYON (MILLIÓ FORINT)

PSZÁF Aranykönyv 2011: kezelt vagyon			MABISZ 1.-4. éves jelentés 2011
	Nettó eszközérték	Nettó eszközérték	Záró állománydíj
	Önkéntes nyugdíjpénztárak	Befektetési alapkezelők	Befektetéshez kötött (unit-linked) életbiztosítás
2011	835 311mFt	3 286 147mFt	180 319mFt

Forrás: BAMOSZ, Mabisz, PSZÁF adatbázis



1. ábra: Helyettesítő termékekben tárolt vagyon (millió Forint)

Forrás: BAMOSZ, Mabisz, PSZÁF adatbázis

Az önkéntes nyugdíjpénztárak által kínált konstrukciók jelentik az egyik alternatívát a pénzügyi megtakarítások területén. „Az önkéntes nyugdíjpénztár az önkormányzatiság elvén működő, a tagok tulajdonában lévő pénztári szervezet. Ide minden tag saját elhatározása szerinti mértékben fizet tagdíjat, és természetesen lehetőség van arra is, hogy a munkáltató fizessen hozzájárulást. Az önkéntes nyugdíjpénztár a tagjai részére a nyugdíjkorhatár elérése után, az egyéni számlán nyilvántartott összeg terhére, a tag választása szerint nyugdíjszolgáltatást nyújt.”(PSZÁF, 2012) Az itt kezelt vagyon a PSZÁF 2011-es Aranykönyvének adatai alapján, negyede a befektetési alapokban elhelyezett pénzmennyiségnek. Ehhez hozzá tartozik az a tény, hogy az önkéntes nyugdíjpénztárak vagyonának egy részét befektetési alapokban helyezik el a nyugdíjpénztárak, vagyis van bizonyos átfedés az elhelyezett pénzmennyiségben.

Másik jelentős helyettesítő terméknek számítanak a Befektetési egységekhez kötött vagy más néven unit-linked életbiztosítások. „A befektetési egységekhez kötött életbiztosítás

(unit-linked) egy olyan életbiztosítási termék, amelynél a biztosító a biztosítási szerződés alapján képzett biztosítástechnikai tartalékot az általa létrehozott, önálló befektetési politikával rendelkező, elkülönítetten kezelt - azonos értékű, elméleti elszámolási részekből (befektetési egységekből) álló - eszközállományokba (eszközalapokba) vagy más, befektetési alapkezelésre jogosult társaság által kezelt befektetési alapokba helyezi befektetés céljából, a szerződő választásától függően, a szerződésben előre meghatározott szabályok szerint.” (PSZÁF, 2012) Ahogy az a meghatározásból is látszik, az ilyen típusú eszközökben elhelyezett vagyon, teljes mértékben beáramlik a befektetési alapokba. Ebben az esetben, mivel a biztosító társaságok bocsátják ki ezeket az életbiztosításokat, egy közvetítőn folyik át a pénz, szemben a közvetlenül befektetési alapokban elhelyezett megtakarításokkal. Ezen tranzakció díj ellenében folyik, mely rontja a befektetési alapok által elért teljesítményt. Tehát ezek a speciális biztosítások az egyes befektetési alapokból kerültek összeállításra, azonban plusz költséget jelent a befektetők számára a biztosítónak kifizetendő díjak. Előnye mégis, hogy mint a biztosításoknál általában, havonta meghatározott összeggel növelhető a befektetett összeg, így aki nem rendelkezik egyszerre a befektetéshez szükséges pénzmennyiséggel, az is, ha csak áttételesen is, de hozzájuthat a befektetési alapokhoz.

A korábbi két termékhez hasonló, egy harmadik közeli helyettesítőt kínál a bankszektor is ügyfelei számára. Ez a termék az úgynevezett strukturált bankbetét. A strukturált bankbetét a kombinált megtakarítások közé tartozik. „A strukturált, vagy más néven a „függő kamatozású” betét esetén a betétben elhelyezett összegre csak minimális kamatot fizetnek garantáltan, a kamat nagyobbik része valamilyen előre meghatározott pénz- vagy tőkepiaci változótól függ.” (PSZÁF, 2012)

Végül a helyettesítő termékek legnagyobb csoportját a tőkepiaci termékek alkotják. A vásárló óriási termékválasztékot talál ezen a piacon, mellyel kiválthatja a befektetési alapokat. Ebben a kategóriában a két legalapvetőbb terméket emelném ki. Az egyik a kötvény a másik pedig a részvény. A legfőbb előny a befektetési alapokkal szemben, hogy nem kell a befektetési alapkezelőnek díjat fizetni azért, hogy a megtakarítást kezelésbe vegye. Ez természetesen hátrány is egyben, hiszen a befektetési alapkezelőknél alkalmazott professzionális portfóliókezelők szaktudása hiányában kell a fogyasztónak kiválasztani, saját információs adatbázisára támaszkodva a legmegfelelőbb részvény illetve kötvény konstrukciót, ezért drágább kialakítani egy jól diverzifikált portfóliót.

A helyettesítő termékek felsorolását követően megfogalmazható a befektetési alapok differenciálhatósági potenciálja, vagyis hogy milyen megkülönböztető tulajdonságokkal rendelkezik a befektetési alap, mellyel a helyettesítő termékek nem. Az ügyfél, aki emellett a

forma mellett dönt, úgy léphet ki a világ tőke és pénzpiacaira, hogy közben megbízható hozamot garantálnak a szereplők számára. Ezen felül az a része a pénzének, melyet kockázatosabb eszközökben helyez el magasabb hozam reményében, is nagyobb biztonságot élvez, mint egy önkényesen hozott befektetői döntés esetén, hiszen az alapkezelőknél jelenlévő információkra, magánszemélyként csak nagyon magas költségek árán tudna hozzájutni a befektető. Ezért általában, saját tudására hagyatkozik az eszközök vásárlása kapcsán, amely tudás elenyésző ahhoz az információmennyiséghez képest, amelyet az alapkezelők képesek összegyűjteni. Ez az előny a keresleti oldalon az intézményi befektetők számára jelenik meg, hiszen ahelyett hogy kockára tennék a szervezetben megtermelt vagyont, olyan befektetési módot választhatnak, mellyel a befektetett pénzmennyiség növelhető az alaptőke mennyiségének megőrzése mellett.

1.4. PIAC ÁTFOGÓ ADATAI

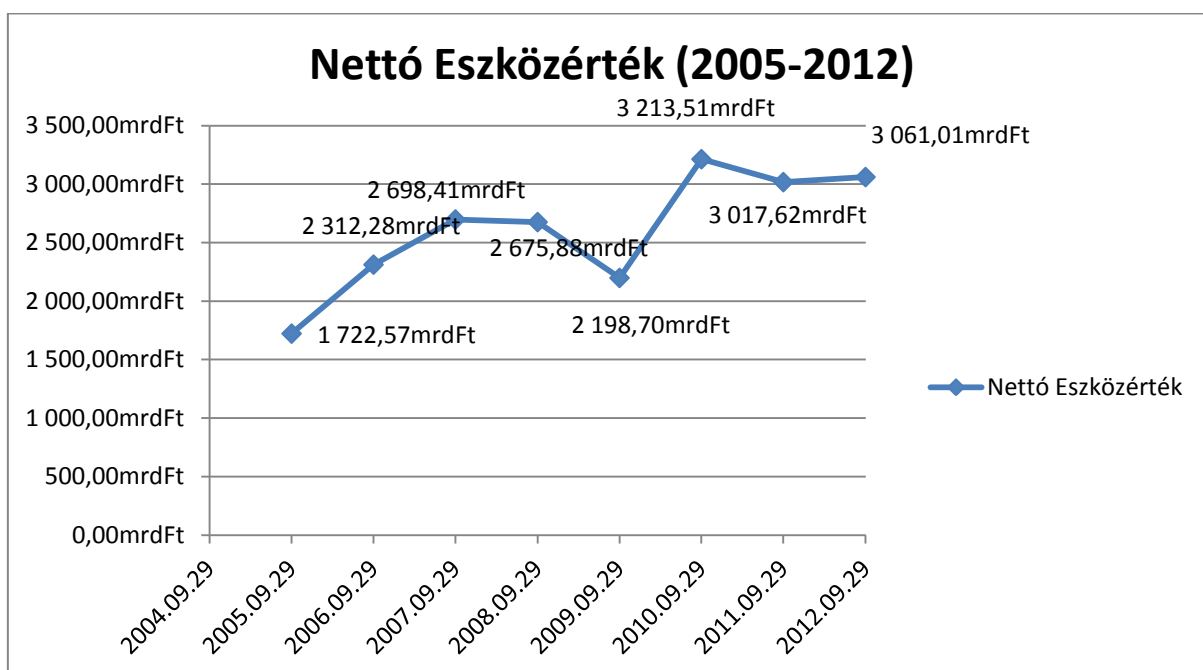
A befektetési alapok piacán a szereplőket a nettó eszközértékük alapján szokás összehasonlítani. Így ez képezi a későbbiek során számomra is a vizsgálati alapot. A nettó eszközérték a PSZÁF definíciója szerint „a befektetési alap portfóliójában szereplő eszközök - ideértve a kölcsönbe adásból származó követeléseket is - értéke, csökkentve a portfóliót terhelő összes kötelezettséggel, beleértve a passzív időbeli elhatárolásokat is.” (PSZÁF, 2012) Vagyis a „nettó eszközérték már tartalmazza a költségeket, így gyakorlatilag tiszta vagyoni értéket testesít meg, teoretikusan ez az az érték, amennyiért az alap vagyona értékesíthető lenne.” (BAMOSZ, 2012) A piac értékeléséhez szükséges adatokat, a befektetési alapkezelő társaságokat összefogó Befektetési alapkezelők és vagyonkezelők magyarországi szövetségének (BAMOSZ) honlapjáról gyűjtöttem. Ezen szervezet adatszolgáltatása határozta meg azt a periódust, amelyre a vizsgálataimat alapozom. Az időszak kezdete 2005, ugyanis ez az első év melyre a szövetség készített éves jelentést, a vége pedig 2012. Minden adat az adott év szeptember 29-re vonatkozik, hiszen 2012-ben erre a dátumra lehetett lekérni a legfrissebb adatok. A nettó eszközértékeket attól függően, hogy milyen devizában kerül forgalomba egy-egy befektetési alap, a Magyar Nemzeti Bank adott időpontra vonatkozó árfolyamadata alapján átváltottam forintra, ezzel lehetővé téve az összehasonlítást. A nettó eszközérték alakulását a piacon szereplő vállalatok számával együtt vizsgálom.

2. TÁBLÁZAT: NETTÓ ESZKÖZÉRTÉK ÉS A PIACI SZEREPLŐK SZÁMA 2005-2012

Időpont	2005.09.29	2006.09.29	2007.09.29	2008.09.29
Nettó Eszközérték	1 722,57mrdFt	2 312,28mrdFt	2 698,41mrdFt	2 675,88mrdFt
Piaci szereplők száma	22	19	24	25

	2009.09.29	2010.09.29	2011.09.29	2012.09.29
Nettó Eszközérték	2 198,70mrdFt	3 213,51mrdFt	3 017,62mrdFt	3 061,01mrdFt
Piaci szereplők száma	27	28	26	27

Forrás: Saját számítás BAMOSZ adatok alapján



2. ábra: Nettó eszközérték (2005-2012)

Forrás:Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

A nettó eszközérték 2005-2012-ig összességében növekvőnek mutatkozik. Egyetlen nagyobb törést a 2008 és 2009- es évek között figyelhetünk meg, melyet a dolgozat későbbi részében, mint a 2008-as világgazdasági válság hatását fogom vizsgálni. A nettó eszközértéknek és a szereplők számának együttes vizsgálata azért indokolt, mert empirikus úton, tesztek lefuttatása nélkül is felfedezhető a pozitív korrelációs kapcsolat a két adat között.



3. ábra: Piaci szereplők számának alakulása 2005-2012

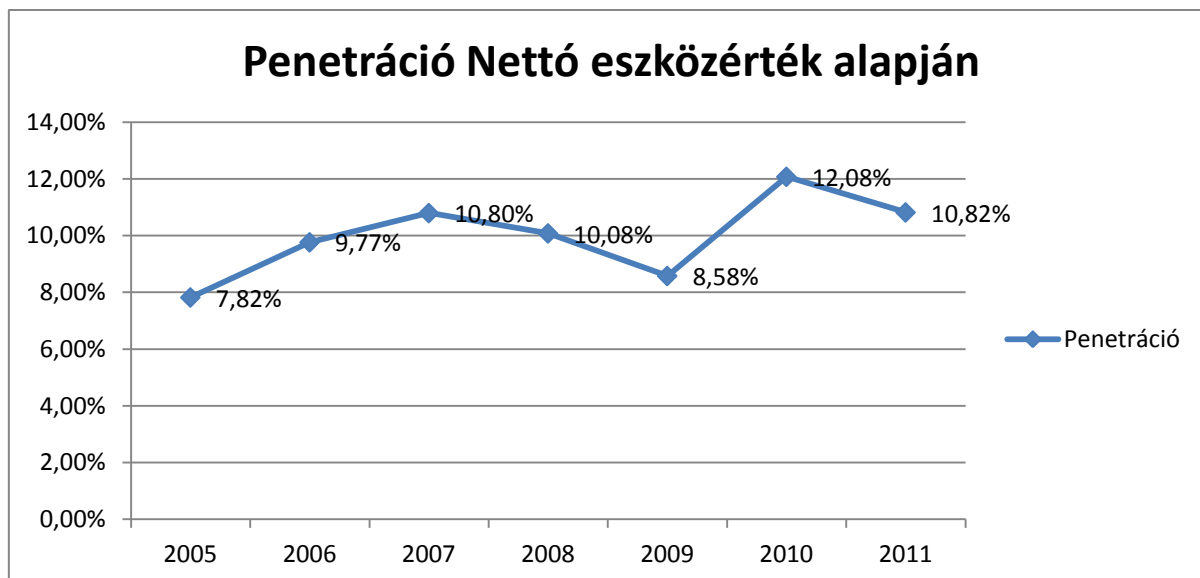
Forrás: Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

A befektetési alapok piacán is kiszámítható penetráció hasonlóan a korábban említett biztosítási piacot elemző tanulmány mintájára. „A biztosítási penetráció nem más, mint az adott évi biztosítási díjbevétel és az adott évi bruttó hazai termék (GDP) hányadosa”(Kovács, 2010).

3. TÁBLÁZAT: PENETRÁCIÓ BEMUTATÁSA 2005-2012

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GDP	22 018,28mrdFt	23 675,85mrdFt	24 991,85mrdFt	26 545,65mrdFt	25 629,17mrdFt	26 610,07mrdFt	27 889,12mrdFt
Nettó Eszközérték	1 722,57mrdFt	2 312,28mrdFt	2 698,41mrdFt	2 675,88mrdFt	2 198,70mrdFt	3 213,51mrdFt	3 017,62mrdFt
Penetráció	7,82%	9,77%	10,80%	10,08%	8,58%	12,08%	10,82%

Forrás: Saját számítás BAMOSZ és KSH adatok alapján



4. ábra: Penetráció alakulása 2005-2012

Forrás: Saját számítás BAMOSZ és KSH adatok alapján

A penetráció megmutatja, hogy az adott piac nagysága, hogyan viszonyul a magyar gazdaság méretéhez. A magyar gazdaság teljesítményét a GDP-vel, míg jelen esetben a befektetési alap piacot a nettó eszközérték nagyságával mérem. Ahhoz hogy megkapjam a mutató nagyságát minden egyes évre, az adott év nettó eszközértékét osztom az ahhoz az évhez tartozó GDP értékkel. A penetráció számításához a GDP adatokat folyó áron a Központi Statisztikai Hivatal honlapjáról gyűjtöttem. A 2012-es év még hiányzó adata miatt ezen számítás csak 2011-ig tartó időintervallumra készült el. A penetráció növekedése jelzi, hogy a teljes befektetési alapok üzletág növekedni tudott az ország gazdasági tevékenységéhez képest is. A közel 10%-os penetráció értékek a piac jelentős méretét mutatják.

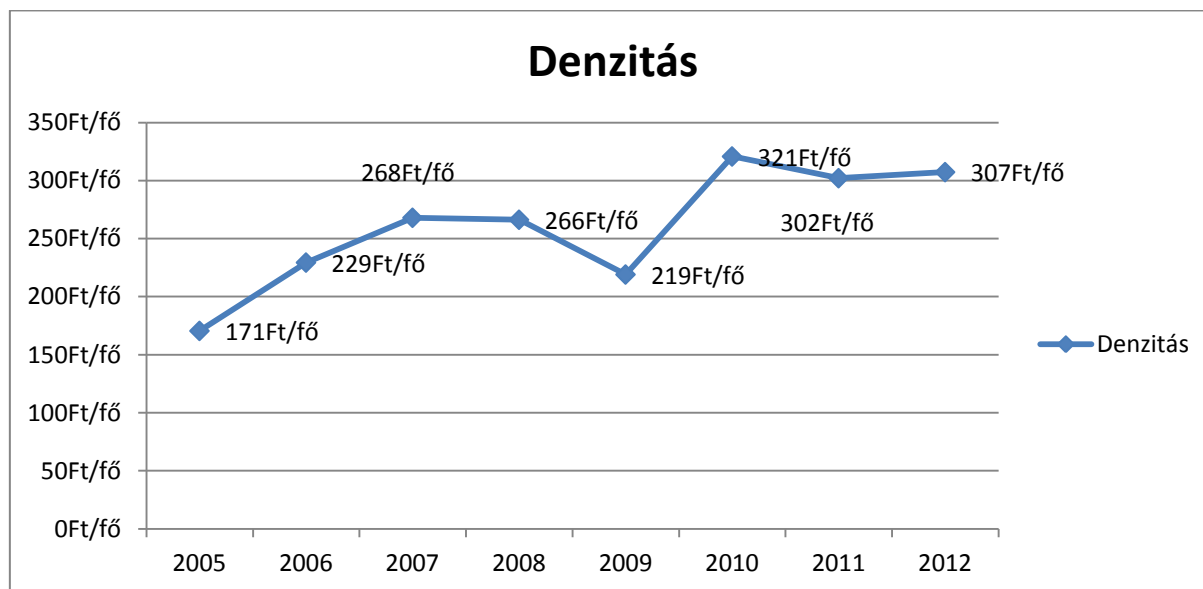
Egy másik jellemző mutató, melyet a piacok országos jelentőségének kimutatására használnak a denzitás. A denzitás számítási módja elárulja a mutató jelentését is. Ebben az esetben az adott országban működő piac mérőszámát, jelen esetben a nettó eszközértéket, elosztjuk az adott ország (Magyarország) népességszámával.

4. TÁBLÁZAT: DENZITÁS 2005-2012

	2005	2006	2007	2008
Népesség Magyarországon	10 097 549 000fő	10 076 581 000fő	10 066 158 000fő	10 045 401 000fő
Nettó eszközérték	1 722 565 719 013 Ft	2 312 277 372 602 Ft	2 698 414 183 766 Ft	2 675 881 880 191 Ft
Denzitás	171Ft/fő	229Ft/fő	268Ft/fő	266Ft/fő

	2009	2010	2011	2012
Népesség Magyarországon	10 030 975 000fő	10 014 324 000fő	9 985 722 000fő	9 957 731 000fő
Nettó eszközérték	2 198 695 252 783 Ft	3 213 510 159 787 Ft	3 017 620 946 811 Ft	3 061 005 644 988 Ft
Denzitás	219Ft/fő	321Ft/fő	302Ft/fő	307Ft/fő

Forrás:Saját számítás BAMOSZ és KSH adatok alapján



5. ábra: Denztiás alakulása 2005-2012

Forrás:Saját számítás BAMOSZ és KSH adatok alapján

A nettó eszközérték és a népességszám Magyarországon ellentétes irányban változott a vizsgált időszakban. Míg az előbbi folyamatosan növekedett, addig a népességszám visszaeső tendenciát mutatott. Ezen két hatás következményeként a denzitás változására mindkét adat egy irányba hatott, vagyis megemelte azt.

Mind a penetráció mind a denzitás esetén megfigyelhető markáns visszaesés. Ezen két számított adat összetevőire egyaránt a 2008 őszen megjelenő világgazdasági válság, mint egy jelentős makrogazdasági tényező járult hozzá. A penetrációra a GDP és a nettó eszközérték visszaesésén keresztül egyaránt hatott a válság, míg a denzításra csak a nettó eszközértéken

keresztül volt képes befolyást gyakorolni. A válság erejének vizsgálatáról az utóbbi adatra gyakorolt markáns esés miatt még a Piaci Struktúra részben lesz szó.

2. PIACI SZEREPLŐK

Az előző részben már láthattuk, hogyan alakult a piaci szereplők száma. Látható volt, hogy a vizsgált periódusban is, folyamatosan változott a befektetési alapkezelő intézmények száma. A BAMOSZ adatbázisából lekérhető részletes adatokból kimutatható a 2005-2012-ig tartó időszak alatt néhány szereplő, akik végig jelen voltak a piacon. Ebben a periódusban tizenhatsz ilyen szervezet működött az iparágban.

A piaci szereplők szempontonkénti kategorizálását a legfrissebb lezárt év adatai alapján, vagyis a 2010 – es év végi adatok alapján készítettem el. Ennek legfőbb oka, hogy a BAMOSZ honlapján található éves jelentések között ez a legújabb dokumentum. Az éves jelentésben szereplő adatok megbízhatóbb és átfogóbb képet nyújtanak a piac intézményeinek bemutatásához, mint az év bármely időpontjára lekérhető adatok a Szövetség adatbázisában. Egy másik érv mely a 2010-es év adatainak elemzése mellett szól, hogy a megfigyelt időszakban, ez volt az az év melyben a legtöbb alapkezelő működött a piacon, szám szerint 28.

2.1. A SZEREPLŐK CSOPORTOSÍTÁSA

A piac kínálati oldalát 2010-ben alkotó 28 szereplő sok szempontból különbözik egymástól. Azonban ennek ellenére is kiemelhetők olyan tulajdonságok, melyek mentén feloszthatóvá válnak az alapkezelők, különböző alegységekre. Ezt érdemes is megtenni, hiszen a kínálati oldalon elhelyezkedő résztvevők számossága és heterogenitása miatt, a teljes piac együttes meghatározását egyszerűsíthetjük ezzel a módszerrel.

A szereplők különböző szempontok szerint csoportosíthatók. Az itt felsorolásra kerülő szempontok, csak példái annak, hogy milyen ismérvek alapján lehetséges felosztani a piacot, ezeken kívül találhatóak más szempontok is a befektetési alapok piacát vizsgálva. Így az itt alkalmazott csoportosítási szempontok részben saját kategóriák, részben a szövetség Európai Unió csatlakozásáról szóló tanulmánya adott további ötleteket. Abban a tanulmányban éles határvonalat húznak a magyar tulajdonú és a nemzetközi háttérrel rendelkező alapkezelő társaságok között.(BAMOSZ-PricewaterhouseCoopers,2003) A besoroláshoz minden esetben, a befektetési alapkezelők honlapján néztem utána, hogy az előre felállított csoportosítási szempontok közül hova sorolhatók.

Elsőként a tulajdonosi hátteret vizsgálom, mint besorolási szempontot. Itt két nagy alapkategória állítható fel. Az egyik a független intézmény, vagyis az olyan alapkezelő, mely nem kapcsolódik egyéb tevékenységet folytató nagy pénzügyi vállalathoz. A másik csoportot

a nemzetközi tulajdonosi háttérrel rendelkező vállalatok alkotják. A független intézmények közé tartozik a DIALÓG Befektetési Alapkezelő Zrt., az Equilor Befektetési Zrt., CONCORDE Befektetési Alapkezelő Zrt., FINEXT Befektetési Alapkezelő Zrt., vagy akár az OTP Alapkezelő Rt. is, hiszen nem részei semmilyen nagy nemzetközi bank, biztosító vagy alapkezelő csoportnak. Összességében függetlenekből 13 található 2010-ben a piacon. Általában a független alapkezelők, kinyilvánítják honlapukon függetlenségüket. A másik kategória a nemzetközi tulajdonosi háttérrel rendelkező vállalatok csoportja. Ide tartozik például az ABERDEEN Asset Management Hungary Alapkezelő Zrt, a CIB Befektetési Alapkezelő Rt., vagy a K&H Értékpapír Befektetési Alapkezelő Rt.. Számosságuk a piacon nagyobb, mint a független intézményeknek 2010-ben így összesen 15 befektetési alapkezelő sorolható ide.

A második kategorizálás már három csoportra osztja fel ugyan azt a 28 vállalatot, amelyet 2010-ben vizsgálók. Az egyik halmazt továbbra is a független cégek alkotják, csak hogy itt a függetlenség, már azt jelenti, hogy az adott alapkezelő nem tartozik egyetlen banki vagy biztosítói tevékenységet végző vállalat fennhatósága alá sem. Ebbe a csoportba sorolható például az ABERDEEN Asset Management Hungary Alapkezelő Zrt., a QUAESTOR Befektetési Alapkezelő Rt., vagy a QUANTIS Investment Management Zrt., összesen 12 vállalat. A fennmaradó cégek további két szempont szerint oszthatók fel. Az egyik csoportba tartoznak azok a vállalatok, amelyek banki tevékenység mellett befektetési alapkezelőként is jelen vannak a piacon, mint például a BUDAPEST Alapkezelő Rt., ERSTE Bank Magyarország Befektetési Alapkezelő Rt., vagy az OTP Alapkezelő Rt.. A banki tevékenységet végzők összesen 11-en voltak jelen a befektetési alapok piacán a vizsgált évben. Végül a fennmaradó 5 intézmény jellemzője, hogy a tulajdonos a biztosítói tevékenység mellett végez alapkezelői feladatokat is (hiszen ez két külön cégben van, tehát nem az alapkezelő végzi a biztosítási tevékenységet, hanem az alapkezelő tulajdonosa egyébként egy biztosító). Ezen cégekre példa az Allianz Alapkezelő Zrt., és az ING Befektetési Alapkezelő Rt. is. Illetve az 5 biztosító intézmény közül a K&H Értékpapír Befektetési Alapkezelő Rt. banki és biztosító tevékenységet is folytató cég alá tartozik.

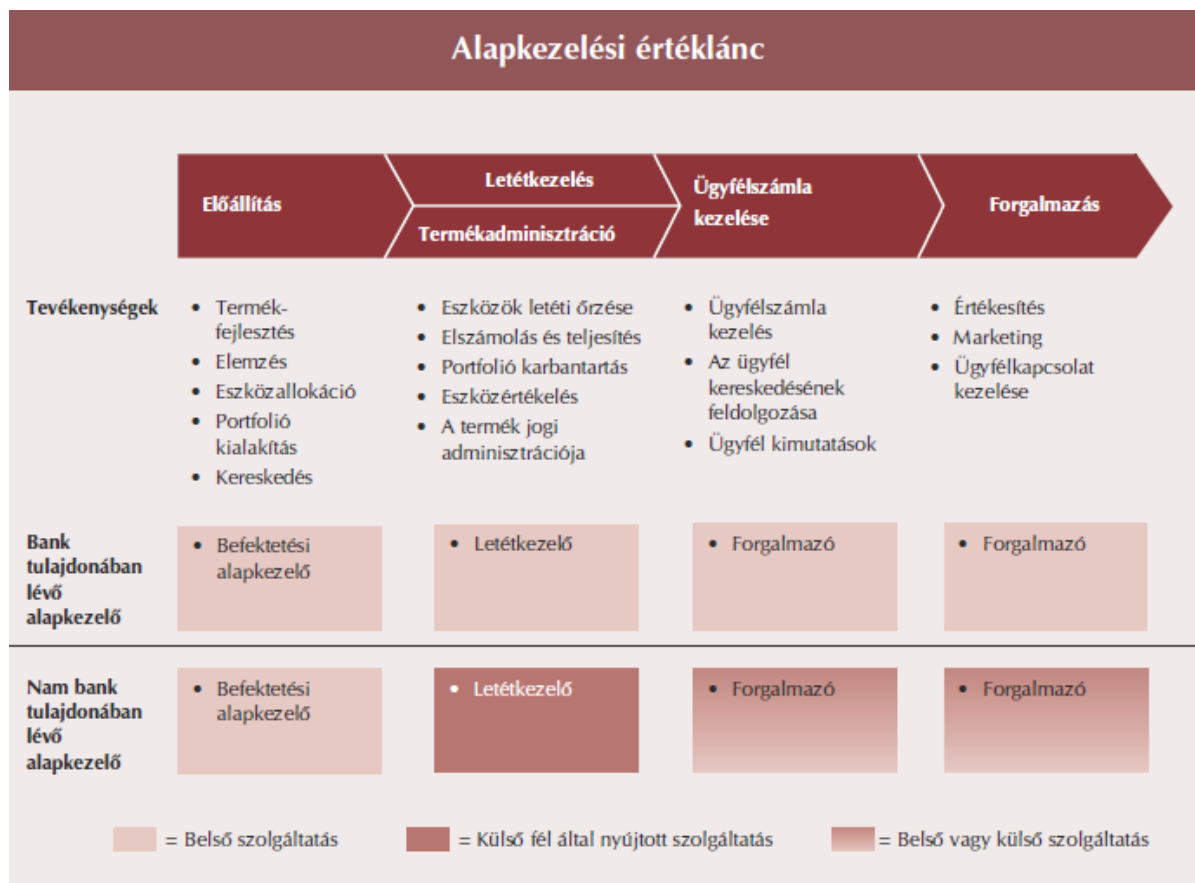
Az elkövetkezendő két csoportosítási szempont, sokkal inkább egy termék alapú felosztását célozza meg az alapkezelőknek, mint a korábbiak melyek a cég tulajdonságaira fókuszáltak. Ezen megközelítés szerint beszélhetünk egyrészt ingatlan, értékpapír vagy kockázati tőke alapkezelőkről. Az ingatlan alapkezelők csoportjába összesen 6 alapkezelő tartozik, az értékpapír kezelők közé 14, míg a kockázati tőke alapkezelőkhöz csak a FINEXT Befektetési Alapkezelő Zrt. sorolható. Mindhárom csoport aszerint képezhető, hogy milyen

típusú alapokkal foglalkozik az adott intézmény, vagyis hogy milyen termékeket kínálnak. Végül az utolsó csoportosítási szempont megvizsgálásához szükség van a piaci szereplők termék differenciálási lehetőségének áttekintésére. Erre az áttekintésre a Piaci struktúra részben lesz majd bővebben lehetőség. Elöljáróban annyit kell elmondani, hogy a befektetési alapokból, melyekből 2010-ben közel 400-at forgalmaz a piac, 11 csoport képezhető aszerint, hogy milyen befektetési politika mentén működnek. Ez azért lényeges, mert azon országok, ahol a befektetési alapkezelés nagyobb kiterjedtségű mint Magyarországon, ott megfigyelhetők olyan alapkezelő társaságok, akik egy-egy alaptípus kezelésére specializálódtak. Azonban a magyar piac mérete miatt, nem fejlődtek ki egy-egy típusú termék kezelésével foglalkozó cégek, így a szereplők több típusú termékkel egyszerre „kénytelenek” foglalkozni.

2.2. A PIACON MŰKÖDŐ SZEREPLŐK AZ ALAPKEZELŐK MELLETT

A befektetési alapok piaca rendkívül szabályozott és összetett. Így az alapkezelő társaságokon kívül, akiknek szerződés alapján, törvényi szabályozásokat betartva az a feladatuk hogy a cég nevében az ügyfél javára vagyont kezeljenek, kívül más szereplők is megjelennek a piacon.

Elsőként két szereplő említhető meg, akik nem kifejezetten csak a befektetési alapok piacán tevékenykednek, de mégis befolyásolják ezen piac működését is. A bróker, mint a pénzügyi világ egy jelentős szereplője, a befektetési alapok esetén, a portfóliókezelővel áll kapcsolatban, vagyis teljesíti az általa kért megbízásokat az egyes eszközök megvételére illetve eladására a pénzügyi piacokon, általában a tőzsdén. A következő ilyen szereplő a befektetési tanácsadó, aki a vevők felé közvetíti a befektetési alapkezelők termékeit, és tanácsot ad a megfelelő befektetés kiválasztásához.



6. ábra: Értékesítési lánc a befektetési alapok piacán

Forrás: BAMOSZ Az EU-csatlakozás hatásai a magyarországi befektetési alapkezelői iparágra 2003

A többi szereplő bemutatását az alapkezelési tevékenységhez kötődő értéklánc áttekintésével tehető meg. A fent látható értékláncot, a BAMOSZ publikálta 2002-ben készült tanulmányában. (BAMOSZ-PriceWaterhouseCoopers,2003) A szereplők bemutatásához ezt veszem alapul, a felsorolás során olyan tevékenységeket emelek ki, melyekre csak közvetetten tesz utalást az értéklánc. Éles határt húz a tanulmány is a banki és a nem banki tulajdonú alapkezelők közt, ezért volt szükség ezen kategória mentén vizsgálni a csoportokba sorolás kapcsán számomra is a szereplőket. A befektetési alapkezelő után megjelennek a letétkezelők. A letétkezelő az alapkezelőtől független hitelintézmény, mely garantálja a befektető számára a pénz biztonságos kezelését. Magyarországon törvényi előírás, hogy az alapkezelő és a letétkezelő társaságoknak teljesen függetleneknek kell lennie egymástól. Tehát elsősorban a törvényesség felügyeletét hivatott a letétkezelő ellátni az alapkezelő tevékenysége során. Egy további feladata az alapkezelő által tartott értékpapírok letéti őrzése, vagyis az eszközök (pénz, papírok) tárolása. Így tulajdonképpen ezek az eszközök a letétkezelő számláján fognak megjelenni. Ezzel a letétkezelői privilégiummal megvalósul az értékpapír ügyletek

ellenőrzése, vagyis az alapkezelői tevékenység felügyelete. Végül a már befektetett pénzek folyamatos felülvizsgálatakor ügyelnie kell a letétkezelőnek, hogy az alapkezelő betartotta-e az alapokban megfogalmazott befektetési arányokat.

Az értéklánc harmadik szereplője a forgalmazó. Magyarországon a forgalmazó és a befektetési alapkezelő, mint ahogyan az ábra is mutatja, abban az esetben válik ketté, ha az alapkezelő nem tartozik banki tulajdonba. Ezért ezen független alapkezelők kénytelenek külső partnerek segítségével elvégezni az értékesítést, hiszen az ügyfélkör kiépítése meglehetősen költséges folyamat volna. Így a forgalmazó cégekre hárul a termék eladásának minden tevékenysége. A 2010-es állapot szerint, mint korábban említettem, 12 független alapkezelő működött a piacon, vagyis ők azok, akik külső cégeken keresztül értékesítik termékeiket. A banki vagy biztosítói tulajdonú szereplők száma 11 illetve 5 vállalat volt, vagyis ők anyavállalatukon keresztül képesek értékesíteni termékeiket ezzel megtakarítva a külső partnernek fizetendő értékesítési díj költségét. Ez a feltétel számukra a lakossági értékesítés során egyértelmű versenyelőnyt jelent, a független alapkezelőkkel szemben.

2.3. AZ ÜGYFELEK ÉS A BEFEKTETÉSI ALAPKEZELŐ BELSŐ FELÉPÍTÉSE

A befektetési alapok ügyfelei, tehát a keresleti oldalon megjelenő szereplők, azok a fogyasztók, akik rendelkeznek a jelenben fel nem használt vagyontömeggel, vagyis megtakarítanak. Ezen szereplők pénzüket, megfelelő hozam reményében, a befektetési alapkezelők számára rendelkezésre bocsátják. A továbbiakban három ügyfél típus kerül megkülönböztetésre. Egyfelől az intézményi befektetők, akik szintén külső forrásból, magánszemélyektől kapták a pénzt, azért hogy egy későbbi időpontban felhasználhassák azt. Ide tartoznak például az egészségpénztárak, önkéntes nyugdíjpénztárak, vagy biztosítók. Ezen ügyfelekkel a befektetési alapkezelők közvetlenül tartják a kapcsolatot, tehát itt a forgalmazó szerepére nincs szükség. Ezért a befektetési alapkezelőkön belül mindig szükség van egy olyan (sales) osztályra, akik megvalósítják a kapcsolattartást és a marketinget az intézményi ügyfelek és az alapkezelő között. A következő fogyasztói csoportba a privát vagyongazdálkodás alá eső ügyfelek esnek, akik akkora vagyontömeggel rendelkező magánszemélyek, hogy a befektetési alapkezelő társaságok szintén közvetlenül foglalkoznak velük. Végül harmadik csoportot a nyilvános befektetési alapokat vásárló kisbefektetők alkotják. Ezen személyek az alapkezelővel csak közvetetten állnak kapcsolatban, méghozzá az alapot forgalmazó szervezeteken keresztül.

Az alapkezelők belső struktúráját azért fontos itt megemlíteni, mert a teljesítmény értékelésénél a kiadási oldalt nagyban befolyásolja, hogy milyen tevékenységi körökben kell

alkalmazni embereket az alapkezelő működtetéséhez. Tehát a fent említett saleses munkavállalókön kívül, akik az ügyfelekkel való kapcsolattartást végzik, szerepelnek még a back office munkatársai és az alapkezelői tevékenységben kulcsszerepet játszó portfóliókezelők is. A backoffice végzi a dokumentálást, az ellenőrzést, az ügyletek végrehajtását, míg a portfóliókezelők az alapokhoz kapcsolódó befektetési döntéseket végzik, szigorú szabályok mentén, melynek következménye, hogy folyamatosan kimutatásokat kell készíteniük tevékenységük hatásáról.

2.4. BAMOSZ, A SZÖVETSÉG BEMUTATÁSA, A PIAC SAJÁTOS SZEREPLŐJE

A Befektetési alapkezelők és vagyonkezelők országos szövetsége (BAMOSZ) 1993-ban alakult. A Szövetség éves jelentései keretében, deklarálja főbb feladatkörét, a szervezet célját, és a szervezetben történt változásokat. A legfrissebb éves jelentésében a következő képet alakítja ki magáról a szervezet:

„A szövetség fő feladatai az alábbiak:

- Érdekegyeztetés, érdekközvetítés és érdekképviselés.
- Jogszabályok véleményezése és a jogszabályalkotás folyamatában való részvétel.
- A befektetési alapok megismertetése, megfelelő közönség- és sajtókapcsolat (PR) kialakításán keresztül.
- Információ gyűjtése a hazai piacról.
- Szakoktatás támogatása.
- Kapcsolatok kialakítása a hasonló külföldi szervezetekkel (szövetségekkel).
- Szakmai normák, közös elvek megfogalmazása, a versenyetikai szabályok kialakítása.” (BAMOSZ, 2010 éves jelentés)

A BAMOSZ jelentőségét az adja, hogy a magyar alapok 99%-át a szövetség tagjai kezelik. Ennek köszönhetően a BAMOSZ által közzétett adatok a teljes befektetési alap piacra érvényesek. Ezen információk a szövetség honlapján bárki számára, az időtől, internet és internet elérésére alkalmas eszköz költségétől eltekintve, ingyenesen hozzáférhetők. A piac teljesen átfogó felügyeletének köszönhetően, a BAMOSZ az utóbbi időben képes volt segítséget nyújtani a szabályok és a normák kialakításában, melyek a befektetési alapok körében érvényesek.

Ezek a következő területeit érintik az alapkezelésnek:

- „Etikai Kódex
- Egységes eszközértékelési szabályok.
- Teljesítménymérési szabályok.
- Teljesítménybemutatói és hirdetői normák
- A befektetői alapok egységes kategorizálása.

Mindezek célja az, hogy a piacon a verseny szabályozott, egységes keretek között folyjon és a befektetők való tájékoztatást, információt szerezhessenek a tagok tevékenységéről. A szabályok és előírások betartása felett az 1999. elején megalakult Etikai Bizottság őrködik.” (BAMOSZ 2005 éves jelentés)

A magyarországi tevékenységen túl összehangoltan működik együtt nemzetközi szervezetekkel is. Ugyanis „A BAMOSZ 1996. óta tagja az egyes európai országok nemzeti szövetségeit tömörítő európai alap- és vagyonkezelők szövetségének (EFAMA).” (BAMOSZ 2010 éves jelentés)

Összességében elmondható hogy, egy olyan aktív összefogó szervezet a befektetői alapok piacán, mely a jogszabályok hazai implementálásában szakmai konzultációs lehetőséget kap a jogszabályalkotótól és a Pénzügyi Szervezetek Állami felügyeletétől. Adatszolgáltató tevékenységén keresztül segít megteremteni a transzparens piac körülményeit.

3. PIACI STRUKTÚRA

A befektetési alapok piac szerkezeti vizsgálatát, Dennis W. Carlton és Jeffrey M. Perloff szerzőpáros által publikált Modern piacelméletben felvázolt mutatók alapján vizsgálom. Ezen mutatókat nem csak az itt említett tankönyv alkalmazza, hanem általánosságban a piacelemzésekben, a piaci struktúra vizsgálatában és a versenyjogban is ezen mérőszámokat használják. A legfontosabb mutatók segítségével a piaci koncentráció mérését szolgálják.

A befektetési alapok piacához a www.bamosz.hu -ról letölthető adatokat vettem alapul. A Szövetség összegyűjti az év minden napjára az összes befektetési alap jellemző adatait. Így az információszerzés bárki számára közvetlen költség nélkül elérhető, ezzel megteremtve a transzparens befektetési alap piacot. A számításokhoz minden esetben továbbra is a 2005-2012-ig tartó periódust vizsgáltam. A közös devizanemre váltást követően az egyes alapokhoz kapcsolódó nettó eszközértékek képezték a piaci koncentrációs mutatókhoz használt adatbázist.

A mutatók számításához az egyes vállalatok piaci részesedésére is szükség volt százalékos formában. Ennek számításához, összegeztem egy-egy befektetési alapkezelőhöz tartozó összes alap nettó eszközértékét, melyet elosztottam a piacon jelenlevő összes befektetési alap nettó eszközértéknek összegével:

$$X \text{ alapkezelő piaci részesedése } \% = \frac{\sum X \text{ alapkezelőhöz tartozó alapok nettó eszközértéke}}{\sum \text{összes befektetési alap nettó eszközértéke}} * 100 \quad (1)$$

3.1. KONCENTRÁCIÓS HÁNYADOS

A koncentrációs hányados az iparágban működő legnagyobb vállalatok piaci részesedésének összege. Aszerint hogy a piacon jelenlevő n számú nagy piaci részesedésű vállalat közül, hány darabnak vizsgálják a koncentrációs hányadosát, attól függően változik a jelentése a mutatónak.

$$CR_n = \sum_{i=1}^n s_i \quad (2)$$

ahol: $n \in N$; s_i : i -edik vállalat piaci részesedése

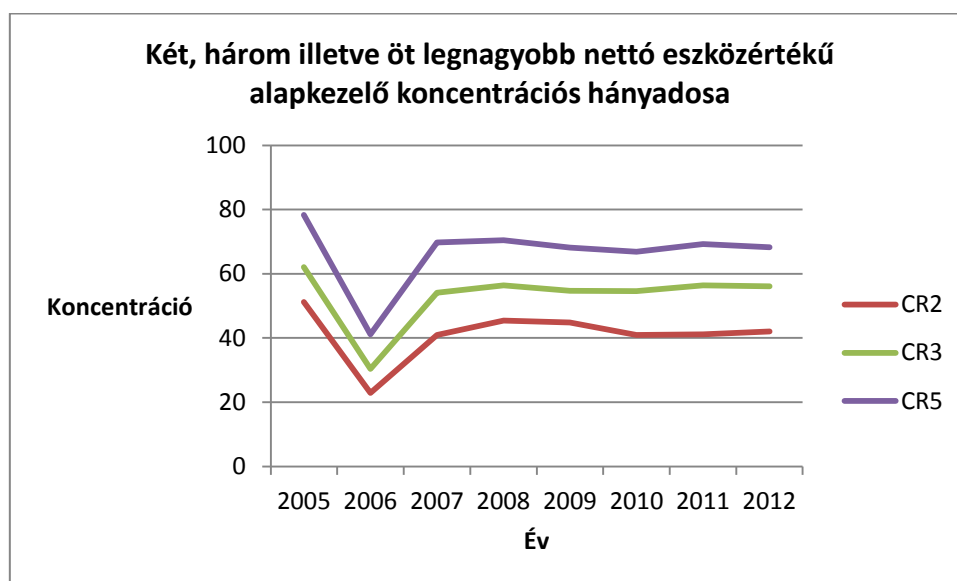
A megfelelő koncentrációs hányados kiválasztása az éppen vizsgált piac sajátossága szerint történik. A befektetési alapok esetében a szereplők adatait látva, három koncentrációs hányadost érdemes számítani. A CR2, CR3 illetve a CR5 a piacon jelenlévő két, három illetve öt legnagyobb piaci súlyú vállalat piaci részesedésének összegét jelenti. Jelen esetben ugyanis a befektetési alapkezelők száma a vizsgált periódusban 20-25 körül mozog. Általában az a tendencia figyelhető meg, hogy az első öt szereplő piaci részesedése elég magas a többi szereplőhöz képest. Így adódik a CR5 számítása. Ezen belül pedig érdemes vizsgálni, hogy a legnagyobb két, illetve három szereplő, mekkora szerepet játszik a piacon. A nagy piaci szereplők számának vizsgálatától függetlenül, bármely koncentrációs hányados értéke 0-tól 100-ig terjedhet, ahol a 100 azt jelenti, hogy a teljes piacot uralja az az n számú legnagyobb vállalat, amelynek a koncentrációját vizsgáljuk.

A befektetési alapok esetén a következő lett az eredmény a nettó eszközértékek alakulását vizsgálva az egyes alapkezelők kapcsán:

5. TÁBLÁZAT: KONCENTRÁCIÓS HÁNYADOSOK ÉRTÉKE 2005-2012

	Két, három illetve öt legnagyobb nettó eszközértékű alapkezelő koncentrációs hányadosa							
Év	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CR2	51,20	22,87	40,97	45,47	44,87	40,95	41,12	42,02
CR3	62,07	30,32	54,14	56,37	54,71	54,56	56,39	56,11
CR5	78,38	41,11	69,73	70,47	68,13	66,90	69,21	68,23

Forrás: Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

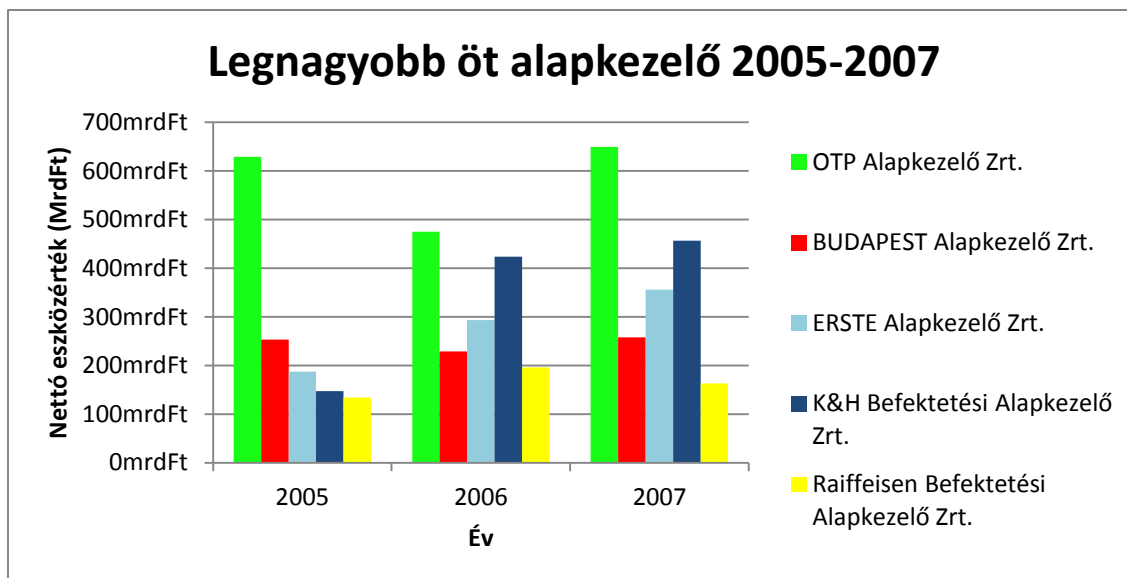


7. ábra: Koncentrációs hányadosok értéke 2005-2012

Forrás: Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

A kapott adatokat vizsgálva, megállapítható, hogy az egyes években hasonló értékeket vettek fel a koncentrációs hányadosok. Ez alól kivétel a 2006-os év, ahol a szereplők száma is jelentősen elmarad a többi vizsgált év adatától. Általánosságban leolvasható, hogy a két legnagyobb piaci szereplő uralja a vizsgált időszakban a piac 40-50%-át, míg a legnagyobb öt piaci szereplő 70-75%-os részesedést tudhat magáénak. A legnagyobb piaci szereplők, annak ellenére, hogy a piacon történtek változások, általában ugyanazok voltak 2005-2012-ig.

A vizsgált adatsorban tapasztalható egy nagyon drasztikus adatokkal rendelkező év a többi évhez viszonyítva. Ez leginkább az ábrán látható, hiszen mindhárom mutató értéke nagyot zuhant 2006-ban. Ennek hátterében az összes vizsgált évben legerősebb szereplő, az OTP, piaci erejének visszaesése állt. Illetve a másik ok a szereplők sorrendjének átrendeződése ebben az időben.



8. ábra: Legnagyobb öt alapkezelő nettó eszközértékének változása

Forrás: Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

Az OTP Alapkezelő Zrt.-nél a visszaesést egyetlen alap nettó eszközértékének visszaesése, majd újbóli fellendülése okozta. Ez az alap az OTP Optima alapja volt, mely hazai kötvényekbe fektet. A 2006-os évben az értéke 500 milliárd forintról lezuhant 150 milliárd forint környékére. A többi alapban tárolt nettó eszközérték nem tudta kompenzálni az esést, így az OTP veszített piaci erőfölényéből. A másik hatás, hogy a második helyre a K&H Befektetési Alapkezelő Zrt. lépet, magasabb piaci részesedét tudva magáénak, mint a 2005-ben második Budapest Alapkezelő Zrt., ezért a koncentráció a piacon még tovább csökkent. Végül az Erste Alapkezelő Zrt. maradt a 2005-ös harmadik helyénél. Azonban ehhez a harmadik helyhez már több mint 100 milliárd forinttal magasabb összesített nettó eszközérték társul. Így ez is csökkentette az első két szereplő által birtokolt piacon a koncentrációt.

3.2. HERFINDAHL-HIRSCHMAN-INDEX

A másik mutató melyet gyakran alkalmaznak a piaci koncentráció mérésére, a Herfindahl-Hirschman-index (HHI).

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad (3)$$

ahol: $n \in \mathbb{N}$; s_i^2 : i -edik vállalat piaci részesedésének négyzete

A HHI alapján besorolhatók az egyes ágazatok, az Európai Unió fúziós irányelvek mentén, a szerint, hogy mennyire koncentrált a piacuk. Az Európai Unió által felállított kategóriák a következők: Koncentrátsági mértéke:

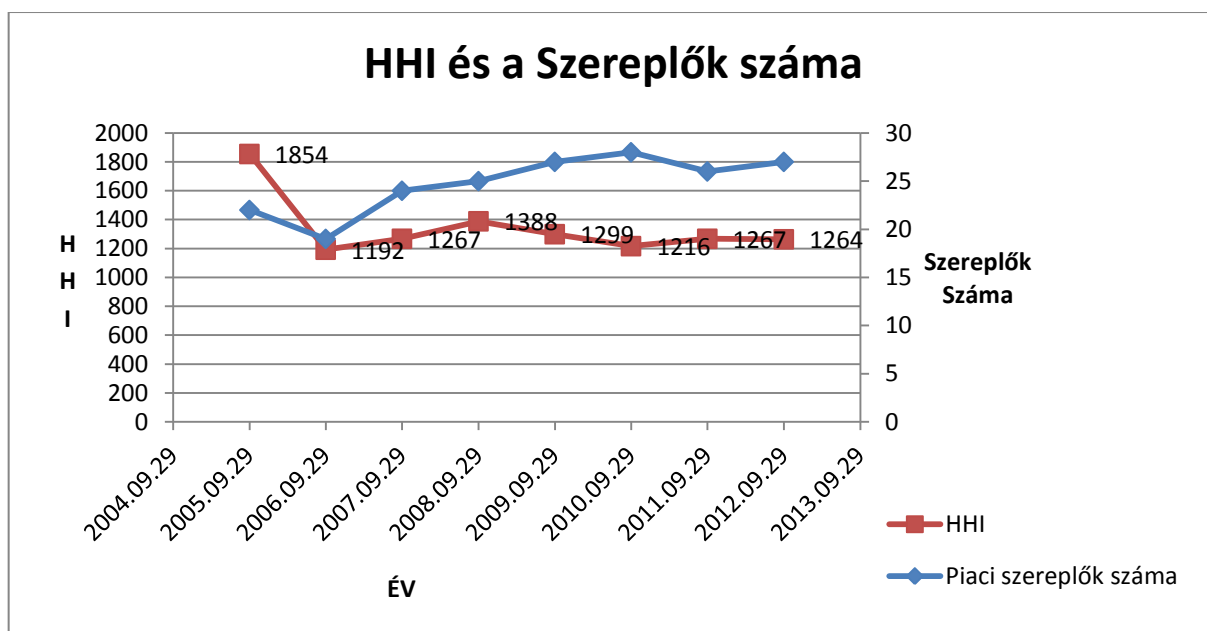
- $HHI < 1000$ nem koncentrált piac
- $1000 < HHI < 2000$ mérsékelten koncentrált piac
- $HHI > 2000$ erősen koncentrált piac (Eur-lex, 2004)(casecon, 2004)

A befektetési alapok piacán végzett számítások a következő eredményt hozták:

6. TÁBLÁZAT: HHI ÉRTÉKE 2005-2012

Időpont	2005.09.29	2006.09.29	2007.09.29	2008.09.29	2009.09.29	2010.09.29	2011.09.29	2012.09.29
Nettó Eszközérték	1 722,57mrdFt	2 312,28mrdFt	2 698,41mrdFt	2 675,88mrdFt	2 198,70mrdFt	3 213,51mrdFt	3 017,62mrdFt	3 061,01mrdFt
Piaci szereplők száma	22	19	24	25	27	28	26	27
HHI	1854	1192	1267	1388	1299	1216	1267	1264

Forrás:Saját számítás BAMOSZ adatok alapján



9. ábra: HHI és a Szereplők számának alakulása 2005-2012

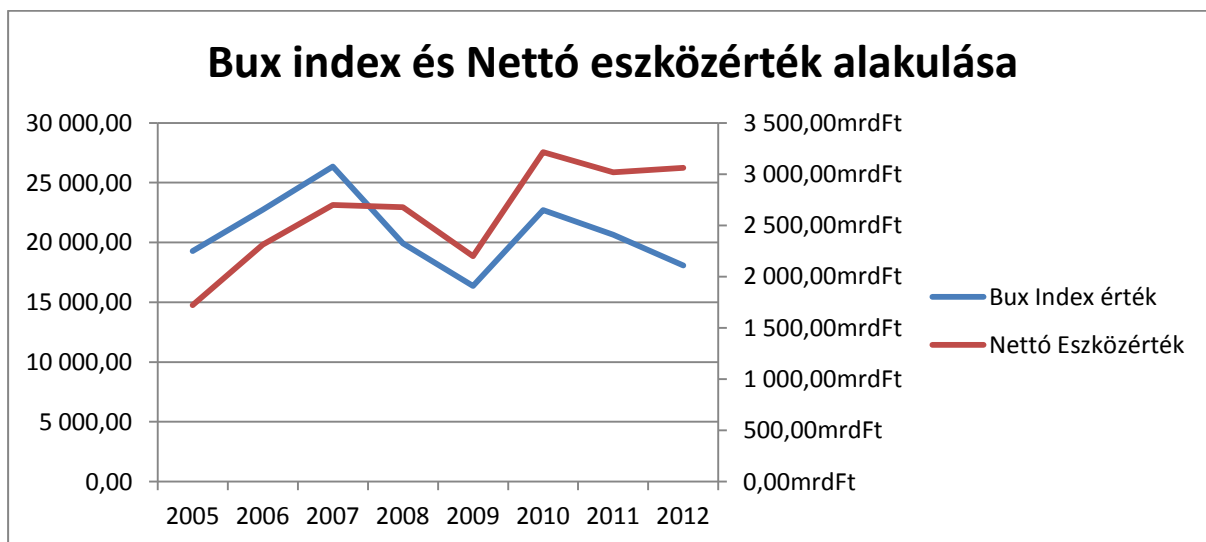
Forrás:Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

A kapott eredmény a 2005-2012-ig tartó periódusban 2005 kivételével közel azonos HHI értéket hozott. A fent említett skálán a befektetési alapok piaca az $1000 < HHI < 2000$ kategóriába esik összes vizsgált évben, vagyis a nettó eszközérték alapján ezen piac mérsékelten koncentrált. A 2006-os nagymértékű koncentráció csökkenés, a CR értékekben is megmutatkozik, ezért ott kifejtettem, hogy a piac milyen változáson ment keresztül abban az

évben. Ugyanakkor a HHI-nál az éles váltás 2005-ről 2006-ra következik be, utána viszont – bár 2006-hoz képest van némi emelkedés 100 és 200 közötti) – de ez jóval kisebb mértékű, mint a visszaesés 1854-ről 2006-ban. (A CR sem megy újra lényegesen 70 fölé, mint 2005-ben) Ez arra utal – ahogy ez az 5.3 részben is kiderül – hogy 2006 egyfajta fordulópont a piaci koncentráció alakulásában.

3.3. VÁLSÁG HATÁSA AZ ALAPOKRA:

A befektetési alapok nettó eszközértékét vizsgálva, a Piac bemutatása részben felvázolt adatok érdekes képet mutatattak. A grafikus ábrázolás során jól látható, hogy a nettó eszközérték 2005-2012-ig dinamikusan emelkedik. Egyetlen törés figyelhető meg a grafikonon, 2008. szeptembertől egészen 2010 szeptemberéig, ahonnan ismét a trendnek megfelelően alakul a nettó eszközérték. Ezt a törést feltételezhetően a válság hatásának tudhatja be a befektetési alap piac. Ez a visszaesés nemzetközileg is megfigyelhető. A 2009-es BAMOSZ éves jelentésben közölt EFAMA (European Fund and Asset Management Association) adatok szerint, melyek az európai alapok teljesítményét elemzik, 2008-ban euróban kifejezve átlagosan 22%-ot esett a befektetési alap piac. (BAMOSZ, 2009-es éves jelentés) A 2008-tól kezdődő válság természetesen hatott a magyar tőzsde árfolyamára is. Ezt a hatást a Budapest Értéktőzsde indexe (BUX) fogja reprezentálni munkámban. A BUX a magyar tőzsdére bevezetett minimum 12 maximum 25 legnagyobb forgalmú és tőkeértékű részvény árfolyamából súlyozással kapott érték. Jelen pillanatban 12 vállalat részvényét súlyozza az index.



10. ábra: A válság vizsgálata: A BUX adatok és a Nettó eszközérték együtt mozgása

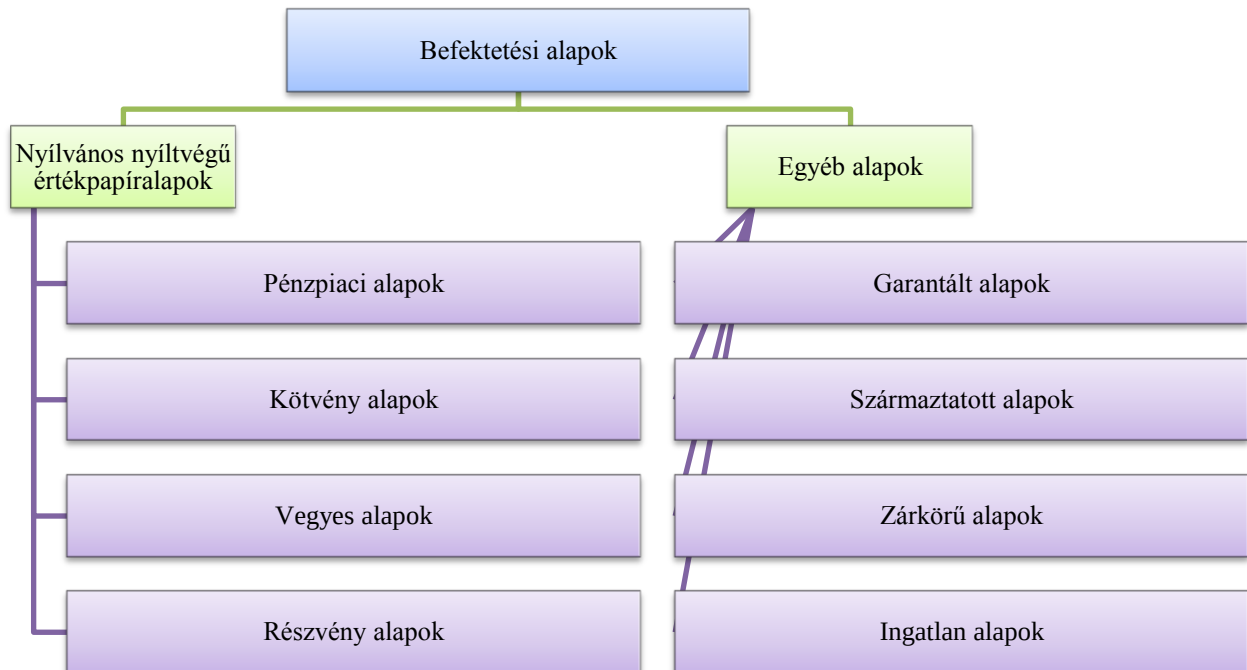
Forrás: Budapesti Értéktőzsde adatai és Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

A válság során a negatív befektetői környezet hatása látható a BUX index alakulásán is. A tőzsde esése miatt a befektetési alapok, melyek értéke együtt mozog a tőzsdei árfolyammozgásokkal, szintén esésnek indultak 2008 őszén. Az együttmozgás oka, hogy a befektetési alapok nagy része, pénzügyi papírokat tartalmaz, ezért összességében, egy-egy erős pénzügyi mozgás megrengeti az alapok nettó eszközértékét is.

Megfigyelhető egy másik visszaesés is a grafikonon. Ez 2010 év vége és 2011 év vége közt fedezhető fel. Ezen hatás a 2012-ben lezárult végtörlesztésnek tudható be, mely során a befektetési alapokban elhelyezett megtakarításokat korábbi a devizahitel tartozás kiegyenlítésére használták fel a befektetők. „2012. február 29-én lezárult a deviza jelzáloghitelek kedvezményes rögzített árfolyamon történő végtörlesztési folyamata. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által közzétett adatok alapján a lakosság a 2011. szeptember végén még 5600 Mrd Ft-nyi jelzálog-fedezetű devizahitel állományának forintban számítva valamivel több, mint 24%-át, devizában számítva 23,3%-át törlesztette kedvezményes árfolyamon. A végleges adatok alapján, a kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztés során mintegy 170 ezer lakossági hitelt törlesztettek összesen 1355 milliárd Ft értékben.”(PSZÁF gyorsjelentés, 2012) Ezt a hatást a befektetési alapok piacára számszerűsítve értelmezve azt láthatjuk, hogy a 2010. december 31-i 3 763 428 millió forintos nettó eszközérték 2012. február 29-re lecsökkent 3 193 246 millió forintra.

3.4. TERMÉKDIFFERENCIÁLÁS

A magyar befektetési alap piacon megjelenő termékek sokféle képpen oszthatók fel kategóriákra. A szereplők által is használt csoportosítást fogom használni én is dolgozatomban. Ezen kategóriák megalkotása kapcsán a BAMOSZ honlapján található egyes csoportok jelentik mind a piac, mind számomra a kiindulási pontot.(BAMOSZ, 2005)



11. ábra: Befektetési alapok kategóriákra bontása

Forrás: Saját készítésű ábra a 2010-es BAMOSZ éves jelentés alapján

Első megközelítésként két nagy csoport alakítható aszerint, hogy kinek szánják az alapot. Így beszélhetünk nyilvános és zártkörű alapokról. A nyilvános alapokat bárki megvásárolhatja, ezért természetesen sokkal nagyobb a bennük elhelyezett vagyon, mint a zárt körben kibocsátott alapok esetén, ahol egy meghatározott befektetői körnek szánják az alapokat.

A két fő kategória tovább osztható kisebb csoportokra. Itt a felosztási szempontot az határozza meg, hogy milyen típusú eszközöket tartalmaz a befektetési alap. Magyarországon a legjelentősebb nettó eszközérték állománnyal rendelkeznek a pénzpiaci alapok. Ezen kategóriába azok az alapok esnek, melyek egy éven belüli lejáratú állampapírokat, esetleg más alacsony kockázatú kötvény jellegű eszközöket tartalmaznak. Így az itt elérhető hozam előre kiszámítható, a diszkontkincstárjegy hozamától függ. A pénzpiaci alapok még feloszthatók likviditási és pénzpiaci alapokra, de ettől a mélyebb felosztástól most eltekintünk. A második kategóriát összefoglaló néven kötvényalapoknak nevezzük, melyen belül található a hosszú és rövid kötvény alapok. A kötvény alapok legfőbb tulajdonsága,

hogy egy évnél hosszabb lejáratú kötvényeket tartalmaznak. Ezért a hosszabb időtáv fejében a befektetők magasabb hozamot várnak el, mint a pénzügyi alapok esetén, azonban ennek kihasználásához hosszabb időre kell nélkülözni a befektetett pénzmennyiséget. A következő kategóriát a vegyes alapok alkotják, melyen belül léteznek a kötvény túlsúlyos és a kiegyensúlyozott vegyes alapok. A vegyes alapok tartalmaznak részvényeket és kötvényeket egyaránt, így e két pénzügyi termék tulajdonságait vegyítik. Ezzel azt érik el a vegyes alapokban, hogy a kötvénynél magasabb hozamra lehet számítani, míg a kockázat a részvények átlagos kockázata alatt marad. Magyarországon általánosságban elmondható, hogy a vegyes alapok három alkategóriájára az a jellemző, hogy az egyikben 70-30% a kötvény-részvény aránya ez az óvatos, míg a másikban ellentétes 30-70%-os arány figyelhető meg ez pedig a dinamikus vegyes alap elnevezést kapta. Ez eltér a nemzetközi gyakorlattól, mert például az USA-ban fele-fele arányban oszlanak meg ugyan ezen papírok, bár a magyar piacon ez a kategória is megtalálható, ez a vegyes alapok harmadik alcsoportja a kiegyensúlyozott vegyes alapok. Végül a nyilvános papírokon belül az utolsó nagy kategória a részvényalap, melynek az a sajátossága, hogy 80%-os részvény kitettséggel rendelkeznek az ide sorolt alapok. Illetve van egy viszonylag kisméretű csoport is az egyéb nem besorolt alapok csoportja.

A következő csoportokat összefoglaló nevükön Egyéb alapoknak szokás nevezni. Ebbe a kategóriába szokták sorolni a zártkörű alapokat is. E mellett még hasonlóan nagy nettó eszközértéket felhalmozó alapok a garantált alapok. Ide azon termékeket soroljuk, amelyek vagy csak egy meghatározott tőke nagyságot, vagy egy tőke nagyságot és valamekkora hozamot garantálnak. Napjainkban a legdinamikusabban fejlődő alapok kategóriája az abszolút hozamú alapok csoportja. Itt az a jellemző, hogy az ide tartozó alapok abszolút hozamúak, mely az jelenti, hogy tőkepiaci környezettől függetlenül megpróbál pozitív hozamot elérni. Végül az egyéb alapokba tartoznak még az ingatlan alapok, melyek építés alatt álló ingatlanokba vagy meglévő ingatlanok bérbeadásába fektetnek be 30-60%-os arányban.

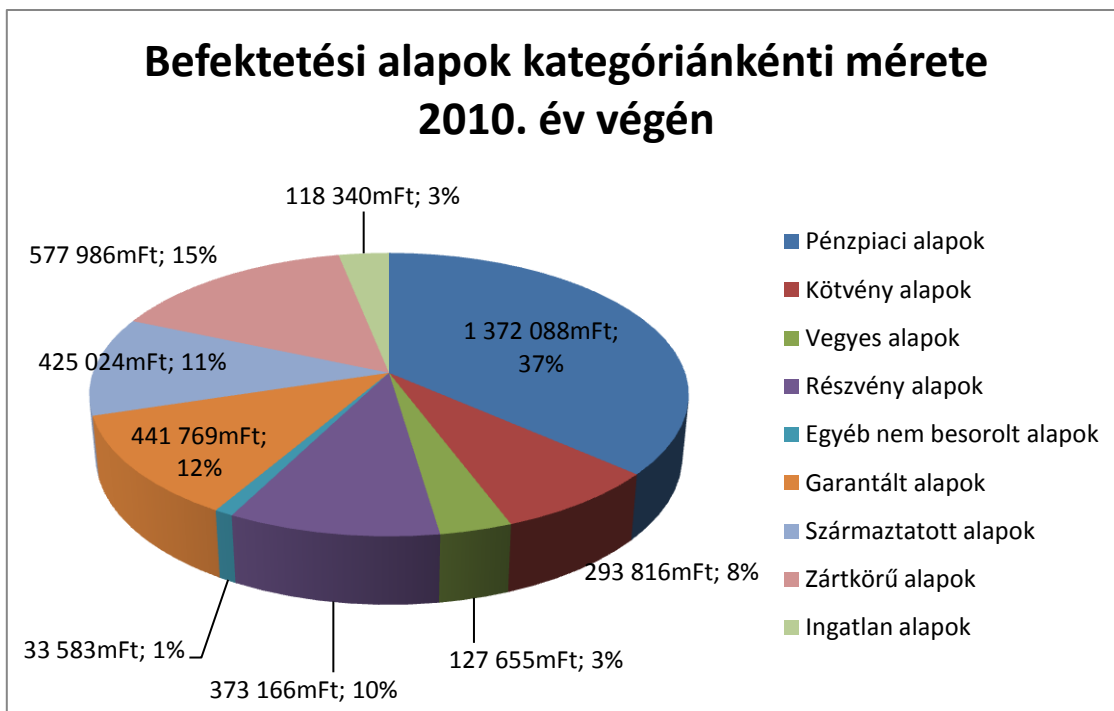
Az itt felvázolt kategorizálás mellett még további két szempont szerint oszthatók fel ugyanazon befektetési alapok. Az egyik a visszaválthatóság szerinti kategorizálás, mely szerint megkülönböztetünk nyíltvégű alapokat, melyek bármikor visszaválthatók, illetve a zártvégű alapokat, melyek futamidejük lejártával válthatók csak vissza, utóbbiakat induláskor be kell vezetni a tőzsdére és ott adhatók-vehetők. Végül a legutolsó felosztás aszerint történik, hogy a befektetési alapok portfóliókezelője, aki a befektetési döntéseket hozza az alapokban, milyen mértékű szabadságot kap a tekintetben, hogy aktuálisan melyik eszközt tartsa az alap

portfóliójában. Az egyik ilyen csoport a referencia vagy benchmark követő portfólió, ahol az alapok teljesítményét egy meghatározott indexhez kötik, meghatározzák a befektetési politikában az eszközök arányát, és ezért a portfóliókezelő tevékenységének mozgástere sokkal korlátozottabb, míg az alap működése kevésbé kockázatos. A felosztás másik része az abszolút hozamos portfólióval rendelkező befektetési alap, ahol egy bizonyos kockázati szint meghatározását követően, a portfóliókezelő szabadon dönt az alapon tartott eszközök arányáról, így sokkal nagyobb lehetőséget kap a portfólió egyéni kialakítására. A 2010. december 31-én a következő képpen oszlott meg a befektetési alapok összetétele kategóriánként:

7. TÁBLÁZAT: NETTÓ ESZKÖZÉRTÉK KATEGÓRIÁNKÉNTI MEGOSZLÁSA 2010-BEN

Befektetési alap kategóriák	2010.12.31
Pénzpiaci alapok	1 372 088mFt
Kötvény alapok	293 816mFt
Vegyes alapok	127 655mFt
Részvény alapok	373 166mFt
Egyéb nem besorolt alapok	33 583mFt
Nyilvános nyíltvégű alapok	2 200 308mFt
Garantált alapok	441 769mFt
Származtatott alapok	425 024mFt
Zártkörű alapok	577 986mFt
Ingatlan alapok	118 340mFt
Egyéb alapok	1 563 120mFt
Alapok összesen	3 763 428mFt

Forrás: Saját számítás a Concorde Befektetési alapkezelő Zrt. adatai alapján



12. ábra: A Nettó eszközérték kategóriánként megoszlása 2010 végén

Forrás: Saját számítás a Concorde Befektetési alapkezelő Zrt. adatai alapján

A kimutatásból jól látható, hogy a magyar piacon a legkedveltebb a pénzpiaci alap. Ezen tény abból adódik, hogy kevésbé stabil gazdasági viszonyok között az emberek a rövid távú, kockázat minimalizáló befektetéseket keresik. Erre a pénzpiaci alap kiválóan alkalmas, hiszen egy évnél rövidebb lejáratú papírokat tart, biztos hozammal. Második helyen szerepelnek a zártkörű alapok, melyek olyan ügyfélkört céloznak meg, akik számára kifejezetten készülnek az alapok, vagyis jellemzően intézményi körnek. Végül harmadik helyen a garantált alapok találhatók. Ennek hasonló a magyarázata a pénzpiaci alapokhoz, hiszen ebben az esetben is garantált a pénzügyi teljesítés, vagy hozam, vagy tőke biztosítása formájában.

4. A TELJESÍTMÉNY ÉS AZ SCP MODELL

A teljesítmény és a piaci szerkezet viszonyát a *The Effect Of Market Structure On Mutual Fund Performance In Taiwan* című tanulmány alapján valósítom meg. (Ching-Chang Wang-Chiulien C. Venezia, 2012). Azt vizsgálják, hogy mennyiben érvényesülnek az SCP modell feltételezései a befektetési alapok piacán. Az SCP modell egyike a két alapvető piactanulmányozási módszernek, a másik az árelméleti modell. Általánosságban „A szerkezet- magatartás-teljesítmény megközelítés szerint egy iparág teljesítménye (vagyis az, hogy az iparág mennyire képes hasznot termelni a fogyasztók számára) a vállalatok magatartásától függ, ami pedig a szerkezeten (a piaci verseny mértékét meghatározó tényezőkön) múlik.” (Carlton-Perloff, 29-31. oldal, 2003) A szerkezethez tartozik például a vevők és az eladók száma, a termékdifferenciálás, vagy a belépési korlátok. A magatartás a reklámmal, összejátszással, vagy például a termék megválasztásával írható le. Végül a teljesítményhez az ár, a profit és a hatékonyság sorolható. (Carlton-Perloff, 29-31. oldal, 2003) Tehát a modell azt feltételezi, hogy a kevésbé koncentrált piacon, vagyis a versenyző piacon, a szereplők jobb teljesítményt kell, hogy nyújtsanak. Ez a feltétel hatékonyabban működő piacot hoz létre, ami a fogyasztók számára is kedvező. A továbbiakban a befektetési alapok piacára értelmezve alkalmazom az itt leírt modellt.

A távol-keleti befektetési piacot elemző szerzőpáros eredménye szerint, a befektetési alap piacon, ha nő a verseny, akkor a portfóliókezelők a jobb piaci pozíció megtartása érdekében javítani fogják az alapok teljesítményét. (Ching-Chang Wang-Chiulien C. Venezia, 2012) Ehhez azonban egyetlen eszköz áll rendelkezésükre. A befektetési alapok számára az ár exogén változóként jelenik meg, hiszen az egyes eszközök árazódása már az értékpapírpiacokon végbe megy. Vagyis az alapkezelőknél tevékenykedő portfóliókezelők, már csak mennyiségi döntést hajtanak végre annak érdekében, hogy minél magasabb hozamot generáljon az adott befektetési alap. A mennyiségi döntés azt jelenti, hogy az eszközök megfelelő összeválogatásával érheti el a befektetési alap a magasabb hozamot. A jobb hozamok a többi alapkezelőnél elérhetőhöz képest, növelik a szereplő ügyfélkörét, mely miatt a teljesítmény egyik összetevője a profit nőni tud az alapkezelőnél. Amint itt látható tehát ezen a piacon a nagyobb jövedelmezőséget a nagyobb hozam segítségével érheti el a piac szereplője.

4.1. TELJESÍTMÉNY MEGKÖZELÍTÉSE BEVÉTELI OLDALRÓL

A befektetési alapkezelő bevételei szempontjából közvetlenül az alapok két tulajdonsága fontos. Egyrészt, hogy mekkora a nettó eszközértéke az alapjainak, hiszen ennek százalékában tudja felszámítani az alapkezelői díjat. A nagy nettó eszközértékhez az szükséges, hogy a befektetők egyrészt ismerjék az alapot, vagyis megfelelő legyen a marketingje, másrészt fontos hogy milyen az alap hozam-kockázat szintje. A hozam a bevétel másik ágát is képezi, hiszen az alapkezelő sikerdíjat könyvelhet el a megszerzett hozam után.

Az alapok mindezen jellemzőire a portfóliókezelő tevékenysége lesz hatással mennyiségi döntésével, mellyel meghatározza a hozam-kockázat párosát. A portfóliókezelő által kialakított alapok ezen két tulajdonsága azonban a tőzsde jövőbeni árazódása alapján fog eldőlni, vagyis az a befektető, aki a hozamát kívánja maximalizálni, egy ígéret alapján fog dönteni. Ebben a tekintetben számítani fog mind a portfóliókezelő, mind az alapkezelő múltban végzett tevékenysége, hogy mennyire tudta felülmúlni, eltalálni vagy alulteljesíteni ígéretét. A múltbeli teljesítményének jó jelzőszáma lesz az általa produkált bevétel, mely a sikerdíjon keresztül a magas hozamra enged következtetni majd a befektetőknél.

4.2. KIADÁSI OLDAL A TELJESÍTMÉNY NÖVELÉSE ÉRDEKÉBEN

A kiadási oldalt vizsgálva ahhoz, hogy a nettó eszközérték és a hozam növelhető legyen, több eszköz is rendelkezésére áll egy-egy vállalatnak. Elsőként legfontosabb lépés, olyan portfóliókezelők alkalmazása, akik a múltban képesek voltak jól összeállított alapokat konstruálni. Másrészt a marketing kiadások növelésével az alapkezelő és az egyes alapok ismertsége is növelhető, ezzel bevonzva még több tőkét az alapokba, és növelve az alapok nettó eszközértékét. Végül a forgalmazás serkentése is egy fontos tényező, hiszen a kis befektetők csak a banki vagy biztosítói értékesítési csatornákon keresztül fektethetik be pénzüket az alapokba. Itt érdemes megemlíteni, ami a nettó eszközértékeket vizsgálva látható is, hogy a banki vagy a biztosítói tulajdonban lévő befektetési alapkezelő a saját forgalmazói hálózat miatt, a kisbefektetői értékesítésben előnyt élveznek azokkal szemben, akik független szervezetekként működnek a befektetési alapok piacán.

4.3. A MAGYAR PIAC TELJESÍTMÉNY VÁLTOZÁSA

A magyar piacon a BAMOSZ tevékenységével elősegíti a verseny megtartását. A szövetség azzal, hogy napi bontásban elérhető a piac összes alapkezelőének összes alapjára vonatkozó adata, megteremti a piacon a transzparenciát. Ez a versenyt azért javítja, mert a szereplők így tisztában vannak a többi szervezet pillanatnyi teljesítményével. Ha ehhez az információhoz hozzá juthatnak korlátlan mennyiségben, egyenlő gyorsasággal és költségek mellett, akkor a tökéletes verseny egyik alapvető feltevése többé-kevésbé megvalósul, vagyis hogy a szereplők számára az információ egyformán, költségmentesen (leszámítva az időt és az interneteléshez szükséges költséget) elérhető.

A taiwani tanulmányban igazolt eredmények alapján a későbbiekben megvizsgálom, hogy az ott tapasztalt összefüggések érvényesek-e a magyar piacon is. (Ching-Chang Wang-Chiulien C. Venezia, 2012) Fontos kiemelni a piaci szereplők számának és a koncentrációnak változását. Ebben az esetben a korábban vizsgált periódust kibővíttem a BAMOSZ által az EU-s csatlakozáshoz készített 2003-as tanulmány adataival is. (BAMOSZ-PriceWaterhouseCoopers, 2003) A tanulmány a 2002. december 31-i adatokat használja a piac szerkezetének bemutatására. Ezért ezen időpont adatait, a piac nagyobb időtávot felölelő vizsgálatának érdekében, elvégezve a számításokat, hozzá kapcsoltam a korábbi eredményeimhez.

8. TÁBLÁZAT: 2002- ES ÉS A 2005-2012-IG TARTÓ IDŐSZAK ADATAINAK ÖSSZEHASONLÍTÁSA

	2002.12.31	2005.09.29-2012.09.31 időszak átlagolt adatai
Nettó Eszközérték	895 286 033 191 Ft	2 612 496 394 992 Ft
Piaci szereplők száma	17	25
HHI	3284	1343
CR2	72	41
CR3	80	53
CR5	89	66

Forrás: Saját számítása BAMOSZ adatok alapján

Az EU-s csatlakozás kapcsán a befektetési alapok piaca megnyitotta kapuit a külföldi befektetési alapkezelő társaságok felé. A tanulmány a következő képpen ír az eseményről: „A közelmúlt törvényi változásai az EU-követelményeknek megfelelő szabályozás kialakítását célozták. A Tőkepiaci Törvény, amely átfogó keretet hivatott biztosítani a magyarországi tőkepiac működéséhez, és amely a Befektetési Alapokról szóló törvényt is magába

olvasztotta, fontos lépés volt ebben a folyamatban. Megerősítette az alapkezelőkkel és a befektetési alapokkal szemben támasztott követelményeket, új alap-típusokat vezetett be és lehetővé tette külföldön bejegyzett befektetési alapok hazai regisztrációját és folyamatos, aktív forgalmazását.” (BAMOSZ, Az EU csatlakozás hatásai..., 2003) Illetve az Európai Unió jogharmonizációs folyamat ezen a területen is lezajlott. Ez a folyamat több termék megjelenésének lehetőségét eredményezte a befektetési alapok piacán, mely növeli a versenyt az alapkezelők között, így serkentve a teljesítményt.

A fent látható adatok 2002 és a korábban vizsgált periódus (2005-2012.-ig tartó időszak, ahol az adatok a korábban számolt adatok átlagai) óriási változást mutatnak. A nettó eszköz érték több mint a triplájára nőtt. A piaci szereplők száma másfélszeresre nőtt, miközben a koncentrációt mérő mutatók a piac koncentrációjának drasztikus csökkenését mutatják. Ennek egyik magyarázata lehet, a termékpalletta növekedése, mely miatt a befektetők sokkal több típusú alap közül választhatnak.

9. TÁBLÁZAT: BEFEKTETÉSI ALAPOK SZÁMÁNAK VÁLTOZÁSA 2002 ÉS 2005-2012-IG TARTÓ IDŐSZAKOKBAN

	A befektetési alapok számának változása								
Év	2002	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Alapok száma	81db	111db	154db	195db	250db	302db	388db	501db	578db

Forrás:Saját számítás BAMOSZ adatok alapján



13. ábra: A befektetési alapok számának változása

Forrás: Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

A Taiwanban készült tanulmány szerint, ha nő az alapok illetve az alapkezelők száma, akkor azzal nőni fog a teljesítmény a befektetési alap piacon. (Ching-Chang Wang-Chiulien C. Venezia, 2012) A magyar piacon ezen feltételek teljesültek, hiszen az alapok száma a piacon hétszerese lett a tíz évvel korábbi számosságnak. Ennek köszönhetően a megváltozott struktúra miatt szükséges, hogy a portfóliókezelők ösztönözve legyenek arra, hogy növeljék az alapok által elérhető teljesítményt. A teljesítmény növekedését igazolja vissza a keresleti oldal. A befektetők által befektetési alapokban elhelyezett pénzek növekedését mutatja a nettó eszközérték növekedése az elmúlt tíz évben. Ebből arra lehet következtetni, hogy javult a teljesítménye az alapoknak, vagyis érdemesebb befektetési alapban elhelyezni a pénzt más befektetési forma helyett.

Az SCP modell második összetevője, a szereplők magatartása is változik a piacon lévő szereplők változása, a teljesítmény növekedése és a struktúra formálódása miatt. A piaci koncentráció csökkenésével, minden egyes szereplőnek egyre fontosabbá válik a termékek népszerűvé tétele, a portfóliókezelők tovább képzése, és az eredményes portfóliókezelők megtartása. Ez mind többletköltséget jelent a szereplők számára, azonban a sikeres működéshez ezen kiadások elengedhetetlenek. Az egyes alapkezelők folyamatosan járnak

forgalmazó partnereikhez, intézményi, és privát ügyfelekhez azért, hogy az ő alapjaikban elhelyezett pénzek biztonságos kezeléséről folyamatosan tájékoztassák az összes érintettet.

Tehát az SCP modell feltevése, miszerint a piaci struktúra, a szereplők magatartása és a teljesítmény hatással van egymásra, igazolható a befektetési alapok piacán is. Ebben az esetben a piaci koncentráció csökkenése javítja a portfóliókezelők teljesítményét, miközben kimozdítja az alapkezelőket kényelmes piaci fölényük miatt kialakult pozíciójukból. Ez a tendencia, a magyar piacon is megfigyelhető, a törvényi szabályozás változásainak, a piac kiszélesítésének és a BAMOSZ adatközlő és bekérő szerepének köszönhetően.

4.4. PIACSZERKEZETI MODELL

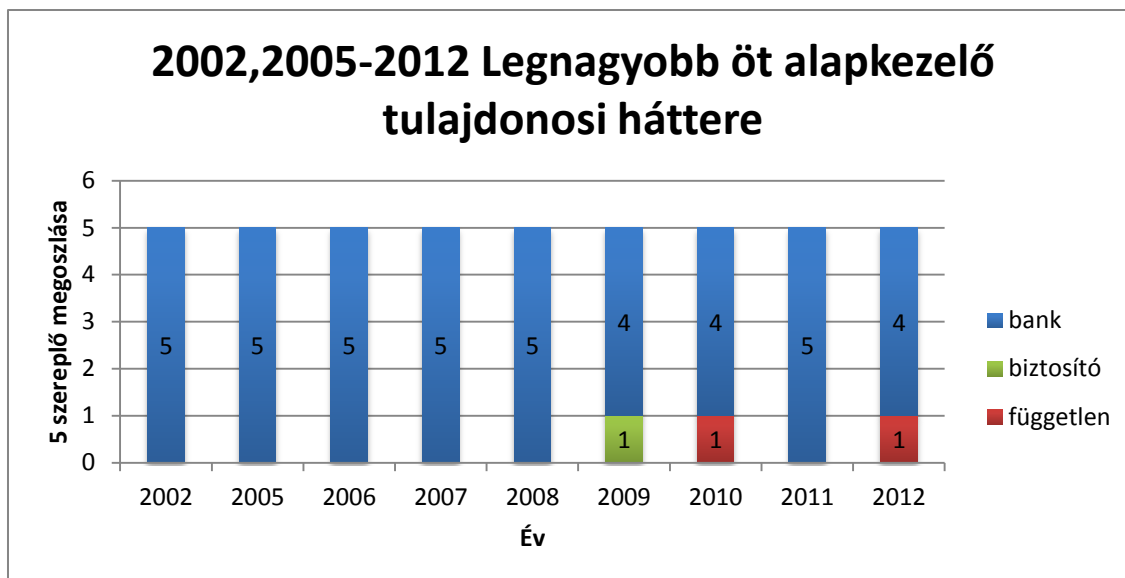
A befektetési alapok piacán, az ár a szereplők számára külső adottságként adódik. A termékekre rakódó díjakat, melyek a bevételt jelentik az alapkezelők számára, törvényi szabályozásban rögzítik, vagyis az egyes szereplők erre sem képesek hatni. Ezért a piacon az alapkezelők alapokra helyezett kezelési díjai megegyeznek a szereplőtől függetlenül. Az alapokra rakódó díjakat csak az határozza meg, hogy milyen típusú alapról van szó. Az alapokban szereplő eszközök árazódása a tőzsdén történik, így a piacon működő vállalatok kénytelenek árelfogadóként viselkedni. A döntésük a mennyiségre vonatkozik, vagyis arról dönthetnek, hogy mekkora legyen az alap mérete és az alapok milyen arányban tartalmazzanak egy-egy eszközt.

A belépési korlátokat sorra véve megállapítható, hogy a befektetési alap piacon a szabad ki- és belépés érvényesül. Ugyanakkor a piacon a szereplők még pozitív gazdasági profit elérésére képesek, ennek az a bizonyítéka, hogy folyamatosan bővül a piac. Az új alapokhoz szükséges pénzügyi termékek választéka a világban óriási, és mivel a hozam, amelyet az új alap generál, az alapon szereplő eszközök hozamának együttes alakulásából formálódik, ezért az új termék megalkotásának szinte végtelen nagyságú variációja létezhet. A belépéshez hozzátartozik persze, hogy egy szigorúan szabályozott piac, ahol a korábban jelenlévő piaci szereplők múltbeli tevékenysége előnyt jelent, az új piaci szereplővel szemben, akinek még ki kell alakítani a megfelelő befektetői bázist annak érdekében, hogy elkezdhesse a vagyon gyűjtését az egyes alapokba.

A termékek differenciáltnak tekinthetők több tulajdonság mentén. Egyfelől a piaci szereplők részben tárgyalt ingatlan alapokkal foglalkozó, kockázati tőkét összegyűjtő és az értékpapír piaci termékeket használó alapkezelők három kategória mentén különböztethetők meg a termékek és a szereplők. Egy másik szempont, hogy a kisebb piaci szereplők alapjai kockázatosabb eszközökbe fektetnek annak érdekében, hogy a nagyobb hozamra vágyó

befektetőket magukhoz vonzzák a nagy szereplőktől. Tehát a hozam-kockázat páros is lehet differenciálási szempont, bár az egyes alap kategóriákat általában a magyar piacon minden befektetési alapkezelőnél meg lehet találni, de mégis egy-egy alap kategórián belül is eltérők a termékek felépítései. Harmadik lehetőségként azt lehet kiemelni, hogy egy-egy szereplő melyik piacot kíséri kiemelkedő figyelemmel. Vannak olyan szereplők akik, a nagy fejlett piacok eszközeire, mint például az USA és Nyugat-Európa helyezik a hangsúlyt, vannak akik a Közép-Kelet-Európai régiót részesítik előnyben Magyarország földrajzi adottságai és a hasonló gazdasági állapotok miatt, és vannak olyan termékekkel rendelkező szereplők, akik a fejlődő világ eszközeit vásárolják. Természetesen a legnagyobb piaci szereplők a tőke és pénzpiacok nagy részét lefedik termékeikkel.

A piacot a HHI jelenlegi értéke alapján, közepesen koncentrálnak nevezhetjük. Ezért is, és a korábbi bekezdések szempontrendszer alapján is, a magyar befektetési alap piacot, hogyha valamelyik alapvető piacszerkezeti modellel szeretnénk leírni, akkor a monopolisztikus verseny feltételei érvénysülnek itt leginkább. Ennek ellenére a verseny feltételei főleg a prémium vagy a privát ügyfelek körében adottak, hiszen ők saját maguk választják ki, hogy mely szereplő melyik termékét szeretnék megvenni és ezt követően az alapkezelő társaság közvetlenül foglalkozik az ügyfelekkel. Ezzel szemben a lakossági szegmensben, ahol a sok kisbefektető van jelen, kevésbé tud megvalósulni a verseny a zárt értékesítési csatornák miatt. Azok a magánszemélyek, akik nem rendelkeznek megfelelően nagy vagyontömeggel ahhoz, hogy a privát vagy a prémium kategóriába essenek, csak a forgalmazókon keresztül tudnak befektetési alapokhoz jutni. Itt viszont a független alapkezelők termékei háttérbe szorulnak, hiszen a forgalmazó bank a saját alapkezelőjének termékét fogja elsőként felkínálni és eladni a lakossági ügyfeleknek. Így a monopolisztikus jellege a modellnek még jobban erősödik, hiszen általában véve, a legnagyobb szereplők azok lesznek, akik a lakossági értékesítésben dominánssá tudtak válni anyavállalatuk segítségével.



14. ábra: 2002,2005-2012 Legnagyobb öt alapkezelő tulajdonosi háttere

Forrás:Saját számítás BAMOSZ adatok alapján

Az itt látható ábrán, a saját lakossági értékesítési helyekkel rendelkező alapkezelők dominanciája az összes évben kimutatható. A banki illetve a biztosítói tulajdonban lévő alapkezelők az itt felsorolt 9 évből hétszer jelennek meg a legnagyobb öt piaci szereplőként részesedés alapján. A fennmaradó két évben, azon két független alapkezelő, mely az ötödik helyen található a részesedési rangsorban, 5% körüli részesedéssel rendelkezik.

ÖSSZEGZÉS

A befektetési alapok piacán végzett SCP modell mentén végzett piacelemzésből levonható néhány következtetés, mely a későbbiek és a szereplők számára is hasznos. Először is meg kell említeni a piaci koncentráció nagymértékű csökkenését 2002-től napjainkig, melyet a HHI alapján mutattam be. Ez a piaci szereplők számára kezdetben a verseny megjelenését, majd erősödését jelenti, amely megváltozott stratégiai gondolkodást követel tőlük. A versenyzés lehetősége feltehetően tovább fogja bővíteni a piacot mindaddig, míg az újonnan megjelenő piaci szereplők képesek profitot realizálni.

Azonban a szereplőknek az utóbbi idők adatai alapján azt is látni kell, hogy a megvizsgált év adatai szerint a nettó eszközérték 3000 milliárd összpiaci érték körül stabilizálódni látszik. Ezért valószínűsíthetően, ha a piac valamiféle erős terjeszkedésbe nem kezd a gazdaságban, akkor ez a szintű pénzmennyiség az ami tartható. A nettó eszközérték ezen szintje a GDP-hez viszonyított mutatóban, a penetrációban a 10% körüli szintet jelenti. A befektetési lehetőségek közti térnyeréshez véleményem szerint, erős marketing tevékenységre lenne szükség, ezzel ismertebbé lehetne tenni a befektetési alapot, mint megtakarítási formát.

Végül a kutatási lehetőségek további menetének több iránya is lehetséges. Egyfelől elvihető a téma kidolgozása a pénzügyi modellek világába, ahol ökonometria teszt segítségével nyerhetünk betekintést a teljesítménybe, és annak további kapcsolatának vizsgálatába a piacelemzéssel összefonódva. A másik lehetőség, kevésbé igényel matematikai megalapozottságot, bár a statisztikai számítások itt sem elkerülhetők. A lakosság körében végezhető lenne felmérés a befektetési alapok ismeretével kapcsolatban, melynek összegzéseként feltárható, hogy valójában mekkora az a potenciális piac még, melyért az új illetve a régi szereplők küzdhetnek.

Mindkét irány hasznos a jelenlegi, illetve a jövőbeli szereplők számára egyaránt. Az első azért mert, érzékelhetnék, hogy milyen típusú teljesítmény az, mely hatással lehet a piaci struktúrára. A második típusú fejlődési irány pedig, jelezheti az alapkezelők felé, hogy érdemes-e magatartásukon változtatni, vagyis például erősebb marketing tevékenységbe fogni.

IRODALOMJEGYZÉK

1. 2011. évi CXCVIII. törvény a befektetési alapkezelőkről és a kollektív befektetési formákról
2. Az EU-csatlakozás hatásai a magyarországi befektetési alapkezelői iparágra
Befektetési alapkezelők Magyarországi szövetsége és PricewaterhouseCoopers, 2003
3. BAMOSZ éves jelentés 2005
Befektetési alapkezelők és vagyonkezelők Magyarországi szövetsége, 2006
4. BAMOSZ éves jelentés 2010
Befektetési alapkezelők és vagyonkezelők Magyarországi szövetsége, 2011
5. BAMOSZ éves jelentés 2009
Befektetési alapkezelők és vagyonkezelők Magyarországi szövetsége, 2011
6. Ching-Chang Wang-Chiulien C. Venezia: The Effect Of Market Structure On Mutual Fund Performance In Taiwan
International Business & Economics Research Journal, May 2012
7. Gyorsjelentés a végtörlesztésről
Pénzügyi szervezetek állami felügyelete (PSZÁF) 2012
8. Mi a befektetési alap (BAMOSZ honlap): <http://www.bamosz.hu/web/amit-az-alapokrol-tudni-kell> (2012.10.07)
9. Az alapok fajtái (BAMOSZ honlap): <http://www.bamosz.hu/web/amit-az-alapokrol-tudni-kell/az-alapok-fajtai> (2012.10.28)
10. Concentration measures, Casenote, Case associates 2004 :
<http://www.casecon.com/data/pdfs/casenote37.pdf> (2012.10.28)
11. Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, Official Journal of the European Union, 2004/C 31/03 : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2004:031:0005:0018:en:PDF> (2012.10.28)
12. Pénzügyi Szótár (PSZÁF):
http://www.pszaf.hu/fogyasztoknak/bal_menu/szotar/szotar.html#B (2012.10.01)
13. Pénzügyi Szótár (PSZÁF):
http://www.pszaf.hu/fogyasztoknak/bal_menu/szotar/szotar.html#O (2012.10.05)
14. Pénzügyi Szótár (PSZÁF):
http://www.pszaf.hu/fogyasztoknak/bal_menu/szotar/szotar.html#T (2012.10.07)
15. Befektetési alapok (PSZÁF):
http://www.pszaf.hu/fogyasztoknak/befektetesek/befektetesi_alapok2 (2012.10.01)
16. Kombinált megtakarítás (PSZÁF):
http://www.pszaf.hu/fogyasztoknak/megtakaritasok/megtakaritastipusok/kombinalt_megtakaritas.html (2012.10.06)
17. Kovács Norbert: A piaci erő közvetett és közvetlen értékelése a biztosítási piacon

A Gazdasági Versenyhivatal Versenykultúra Központja és a Széchenyi István Egyetem Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar közötti támogatási szerződés alapján készült tanulmány, Győr, 2010

18. Molnár István: A befektetési alapok tevékenysége Magyarországon és nemzetközi viszonylatban
Budapesti Gazdasági Főiskola, Budapest, 2008
19. Radnai Márton-Szatmári Alexandra: A magyar pénzügyi alapok összehasonlító elemzése
Közgazdasági Szemle, LIII. évf., 2006. május (389–407. o.)
20. The Mutual Fund Industry: Competition and Investor Welfare
Columbia University Press, 2010
21. Várhegyi Éva: Bankverseny Magyarországon
Közgazdasági Szemle, L. évf., 2003. december (1027-1048. o.)
22. Zvi Bodie-Alex Kane- Alan J.Marcus: Befektetések Aula Kiadó ,2005