

WALTER György

VAR LIMIT MELLETTI PORTFÓLIÓ- KIVÁLASZTÁS ÉS VAGYONKEZELÉSI GYAKORLAT MAGYARORSZÁGON

A cikk gyakorlati szempontból vizsgál egy aktuális vagyongazdálkodási problémát. Az alsóági kockázatok¹, ezen belül a VaR (kockázatosított érték) megjelenésével felmerült az igény, hogy e speciális mérőszámot a portfólió-kiválasztásban és vagyongazdálkodási limitrendszerek kiépítéséhez is felhasználják. Az alábbi cikk egy, az elméleti háttérrel és áttekintéssel tartalmazó publikációra épül, annak folytatása. (Lásd a Közgazdasági Szemle 2002. 3. számát, Walter György: VaR limitrendszer melletti hozammaximalizálás: a Casino hatás.) Az elméleti tanulmány azt mutatta be, hogy, a VaR vagy hozamgarancia melletti hozammaximalizálás egy szélsőséges, a tulajdonos által nem preferált befektetési stratégiához (ún. Casino hatáshoz) vezethet. A jelenlegi cikkben pontosan definiáljuk a Casino hatás létrejöttének gyakorlati feltételeit, és azt teszteljük, hogy ezek a feltételek mennyire vannak jelen a magyar vagyongazdálkodási piacon. Ezen empirikus vizsgálat eredményeinek bemutatása során átfogó képet kapunk a vagyongazdálkodás hazai gyakorlatáról.

Az alábbi kutatás célja az volt, hogy egy korábbi publikációban² bemutatott portfólió-kiválasztási problémához kapcsolódóan felmérje a magyarországi vagyongazdálkodás gyakorlatának néhány fontosabb problémakörét. Mivel a kutatás elsősorban az alsóági kockázatok melletti portfólió kiválasztási stratégiákkal és a Casino hatás létrejöttének lehetőségével foglalkozik, így a vizsgálat e szűkebb terület során felmerülő kérdésekre koncentrált. Mindezen túl – függetlenül a Casino hatástól – egy általános képet kapunk a jelenlegi vagyongazdálkodás gyakorlatáról és körülményeiről.

A következőkben a vizsgálat főhipotézisét, és az ehhez tartozó alhipotéziseket mutatjuk be, majd elfogadásuk vagy elutasításuk kritériumait elemezzük.

Főhipotézis: A Casino hatás létrejöttéhez a gyakorlati portfólió kezelésben az alapvető feltételek megvannak.

Az említett alapvető feltételek teljesülését az alábbiakban részletesen bemutatott alhipotézisek elfogadásával vagy elutasításával tudjuk megvizsgálni.

1. Alhipotézis: A portfóliókezelők eszközallokációs döntéseik során szabadságot élveznek, ebben szer-

ződésben szereplő előírások, vállalati döntések, szabályok, törvényi előírások kevésbé korlátozzák.

Ahhoz, hogy a portfóliókezelő derivatívval vagy szintetikus pozícióval a portfólió hozameloszlását jelentősen elferdítse, szüksége van arra, hogy az eszközallokációs döntésében az ügyfél és lehetőleg a vállalati befektetési politika se korlátozza. Ez a kérdéskör szoros összefügg a derivatívok használatával is.

Az alhipotézis elfogadásához alapvető feltétel, hogy lényeges eszközallokációra vonatkozó törvényi, állami szabályozásbéli korlátozásokkal a vagyongazdálkodó ne szembesüljön. Mindezen túl az alhipotézist akkor fogadhatjuk el részben, ha adott szerződés és vagyongazdálkodó cég esetében a szerződés alapján a portfóliókezelő maga választja ki a derivatív vagy egyéb tőkeáttételes pozíció értékét, erre vonatkozóan a vagyongazdálkodói szerződésben nincsen korlátozó feltétel. Ezek után azt is megvizsgáljuk, hogy a vállalati befektetési politikában korlátozzák-e az eszközallokációt. Ha a szerződés nem korlátoz, de a vállalati politika igen, akkor az alhipotézist elfogadhatjuk a vagyongazdálkodó cég-ügyfél kapcsolatát tekintve. Ha sem a szer-

ződés, sem a cég nem tartalmaz eszközallokációt korlátozó tényezőt, akkor az alhipotézis a vagyonekezelő személy-ügyfél viszonyában fogadható el.

2. *Alhipotézis: A portfóliókezelésben használják az alsóági kockázati eszközöket, módszereket.*

A VaR a magyar kockázatkezelési gyakorlatban is egyre nagyobb szerepet játszik, a portfóliókezelők is ismerik jelentőségét és értelmét. A VaR eszközén kívül vannak más alsóági kockázatot mérő mutatók is, amelyeket nem alkalmaznak széleskörűen, így ismertségük is kétséges. Ez abból a szempontból lehet fontos, hogy a Casino hatás megjelenését, mint az elméleti áttekintésben láthattuk, az egyéb kockázati mérőeszközök bevezetésével is lehet korlátozni.

Az alhipotézist elfogadjuk, ha a megkérdezett cégek legalább 25%-a megemlíti valamely alsóági kockázati mérőszámot, eljárást, amelyet a közelmúltban cégen belül használnak vagy használtak.

3. *Alhipotézis: A gyakorlati portfóliókezelésben az alsóági kockázatok a befektetési stratégiák monitorizálására és limitrendszerek felállításának céljából is használják.*

A VaR vagy az esetleges hozamgarancia a limitrendszerek meghatározásában is jelentős szerepet játszik. Amennyiben ez nem egészül ki egyéb kockázati mérőszám vagy korlátozás alkalmazásával, akkor, mint ahogy azt a korábban hivatkozott cikkben bemutatottuk, a Casino hatás létrejöttére lehetőség nyílik.

Az alhipotézist adott szerződés esetén akkor utasítjuk el, ha abban tőke- vagy hozamgarancia feltétel nem szerepel, illetve, ha a kockázati limit nem valamilyen alsóági kockázati mérőszámon alapul.

4. *Alhipotézis: A portfóliókezelésben rendelkezésre állnak azok a derivatív eszközök, amelyekkel a befektetések hozameloszlását aszimmetrikussá lehet tenni.*

A Casino hatást hatékonyan opciók felhasználásával lehet előidézni, erre a magyar piacon elvileg lenne lehetőség, ám a piac elégtelen likviditása, illetve az előírások miatt az opciós piacot a befektetők pillanatnyilag kevésbé használják. Ez az akadály a későbbiekben, a külföldi piacok elérhetőségével leküzdhetővé válik. Meg kell vizsgálni a portfóliókezelők gyakorlatát és preferenciáit a derivatív piacok igénybevételeére vonatkozóan.

Az alhipotézist akkor fogadhatjuk el, ha adott cég és szerződés esetében a derivatív használata engedélyezett, a derivatív megkötésének lehet spekulációs

célja is, amelyre jelentős korlátozó tényező nincs (pl. maximális tőkeáttétel, alacsony alaptermék súly stb.).

5. *Alhipotézis: A befektetők (5/a) és portfóliókezelők (5/b) a normális hozameloszlású portfóliókkal szemben az aszimmetrikus, pozitív ferdeségű eloszlást jobban preferálják, ám a végletesen ferde eloszlást nem kedvelik.*

A ferde eloszlás kedvelése megfelel a befektetői preferenciákra vonatkozó vizsgálatok eredményeinek. Amire most szeretnénk rámutatni, hogy bár a befektető szereti a nagy várható hozamot, preferenciáival gyakran már ellentétes lehet az ezért felvállalt túlzott kockázat, a nagy nyereség elérése nagyon kis valószínűséggel. Ez még akkor is igaz, ha a vagyonekezelő ügynökként nem a saját pénzét kezeli. Vagyis önmagában a Casino stratégiát a befektetők többsége szerintünk nem preferálja. Ha sejtésünk nem igazolódik be, és a befektetők többsége mégis kedveli a Casino hatással jellemzett stratégiát, akkor ez lényegesen enyhíti az egész kérdéskör súlyosságát. (Ha a befektetőt nem zavarja a Casino hatás, akkor korlátozni sem kell!) Ha pedig a portfóliókezelők is nagyszámban kedvelik a Casino stratégiát, akkor ez a premizálási rendszerre vonatkozó vizsgálatot teszi értelmetlenné. (Hiszen akkor a portfóliókezelő „magától” is választhatja ezt a stratégiát, nem kell hozzá megnövekedett prémiumérték.)

6. *Alhipotézis: A vagyonekezelő cégek ösztönzése teljesítményarányos (sikerdíjas) díjazással történik.*

7. *Alhipotézis: A portfóliókezelők ösztönzése teljesítményarányos (sikerdíjas) prémiumrendszerek kidolgozásával történik.*

Önmagában a portfóliókezelő vagy vagyonekezelő cég nem biztos, hogy kedveli a szélsőséges hozameloszlást biztosító befektetéseket, ugyanakkor, ha a cég vagy a portfóliókezelő teljesítményarányos díjban vagy prémiumban részesül, akkor ez a Casino hatás létrehozására ösztönözheti. Ez végső soron csak az ellenérték nagyságától, vagyis a prémiumrendszer értékétől, annak változásától függ.

A 6. és 7. alhipotézist akkor tudjuk elfogadni, ha a cég díjazása, illetve a vagyonekezelő személy premizálása olyan teljesítményarányos módon történik, amelynek nincsen maximális értéke (tehát sikerdíjas). Amennyiben a személy premizálása nincs konkrét szabályokhoz kötve, hanem pl. közvetetten a vállalat nyereségétől függ, akkor nehéz megállapítani, vajon egy

nagymértékű, sikerdíj típusú kifizetés is lehetséges lenne-e. Ilyen esetekben az alhipotézis elfogadása bizonyos mértékben szubjektíven, adott témában az interjú alanyával történő részletesebb elbeszélgetés alapján történik meg.

Mindezek után meghatározhatjuk a Főhipotézis elfogadásának vagy elutasításának körülményeit. A főhipotézis elfogadáshoz olyan, adott céghez tartozó vagyongazdálkodási szerződést kell találnunk, amely során számos alhipotézis egyszerre teljesül. Ahhoz, hogy a Casino hatás problémáját érdemes legyen kutatni, az 5/a alhipotézist el kell fogadnunk. A prémiumrendszer a kutatás szempontjából csak akkor érdemes alaposan megvizsgálni, ha az 5/b alhipotézist is elfogadjuk. Amennyiben ezen alhipotézisekre (5/a, 5/b) a válasz pozitív, akkor a Főhipotézist elfogadhatjuk, ha találunk olyan céget és hozzá tartozó vagyongazdálkodási szerződést, amelynél az 1., 3., 4., 6., 7. alhipotézisek egyszerre teljesülnek.³ Speciális helyzet adódik, ha semmilyen, vagy csak nagyon enyhe limitrendszer létezik, ami kiválthatja az alsóági kockázati limit szükségességét. Ugyancsak külön figyelendő az az eset, amikor a vagyongazdálkodó cég az ügyfél tulajdonában van, és a premizálást csak az ügyfél és portfóliókezelő személye között érdemes vizsgálni (vagyis elegendő a 7.-et és nem szükséges egyben a 6. alhipotézist elfogadni).

Az alhipotézisek megválaszolásához a következőkben felsorolt *alapvető kérdésekre* keressük a választ.

- Milyen eszközallokációs előírások, szabályok léteznek a vagyongazdálkodási szerződésekben, illetve vállalati szabályozásban a mindennapi működés során?
- Milyen mértékben korlátozzák az előírások az eszközallokációs döntéseket?
- Milyen kockázatmérési eszközöket és monitoring rendszereket használnak a gyakorlati portfóliókezelés során Magyarországon?
- Rendelkezésre állnak-e, engedélyezettek-e és használnak-e olyan befektetési eszközöket, derivatívákat, amelyek a Casino hatást létrehozhatják?
- Milyen hozameloszlású befektetést, szélsőséges stratégiát hajlandóak a portfóliókezelők vállalni?
- Milyen premizálási, díjazási rendszerrel motiválják a vagyongazdálkodó cégeket és portfóliókezelőket?

A fenti alhipotézisekből kiderül, hogy a felmérésnek nem az a célja, hogy a piacra vonatkozó reprezentatív mintákat gyűjtsön minden kérdéskörre vonatkozóan. Inkább azon szerződéseket és cégeket akartuk

felkutatni, ahol minél több alhipotézis teljesülésével találkozhatunk, és így lehetőség van a főhipotézis elfogadására. Néhány kérdés esetében, mint ez az alapsokaság bemutatásakor nyilvánvalóvá válik, sikerült a teljes piacra vonatkozó általános, reprezentatív jellemzőket találnunk és kielemeznünk.

Alapsokaság, megfigyelési egységek, adatgyűjtés

A vizsgálat a 2001. szeptember-októberi állapotot és vagyongazdálkodási gyakorlatot elemzi. Az *adatgyűjtés pontos időszaka*: 2001. 09. 10. – 2001. 11. 07.

A megcélzott *alapsokaságot* a Magyarországon működő befektetési alapok, brókercégek, vagyongazdálkodó cégek, biztosítók, az e cégeknél dolgozó alap-, portfóliókezelők, illetve a cégeknél található valamennyi vagyongazdálkodási szerződés jelentette.

A vizsgálat személyes megkereséssel, *mélyinterjúval készült*, amelynek során adott cégnél több kérdőív (szerződésenként és személyenként) is kitöltésre került. Az interjú időtartama 45–90 perc volt. Bár a korábbi tervekben kérdőíves kutatás szerepelt, amelyhez személyes megjelenés nem szükséges, a nagyszámú és különböző tulajdonságú vagyongazdálkodási szerződések és vállalati gyakorlatok elkerülhetlenné tették, hogy adott cégnél a vizsgálat vezetője az interjú során az interjú alanyával közösen megbeszélve válassza ki és elemezze a kutatás szempontjából leginkább megfelelő 2–3 vagyongazdálkodási szerződést. A *nem standardizálható válaszok* gyakori előfordulása is a *személyes interjú szükségességét erősítette* meg. Mindezen kényszerűség a következő néhány bekezdésben leírtak előlvasása során, illetve a vizsgálat eredményeinek bemutatásakor is egyértelművé válik.

A vizsgálat során a *kérdések több csoportra oszthatók*. Egyrészt vonatkoznak a *vagyongazdálkodó cégek működésére*, másrészt az általuk kötött *vagyongazdálkodási szerződések fontosabb jellemzőire*, harmadrészt magára a megkérdezett vagyongazdálkodó, *portfóliókezelő személyére*.

A kutatásban résztvevő cégek kiválasztásánál arra törekedtünk, hogy a *vizsgálatban valamennyi jelentősebb magyarországi vagyongazdálkodó cég szerepeljen*.

Az adott cégnél legtöbb esetben számtalan kisebb-nagyobb eltérést mutató vagyongazdálkodási szerződés volt életben, amelynek teljes körű vizsgálata és áttekintése lehetetlen lett volna. Ezért a cégeken belül az *interjú során először a jellemző vagyongazdálkodási szerződések legfontosabb tulajdonságaira* kérdeztünk rá. Ezzel együtt *igyekeztünk megtalálni az adott cégnél talál-*

ható olyan különlegesebbnek tekinthető szerződéseket is, amelyeknél az alhipotézisek teljesülésére a lehető legnagyobb esély van. Mindezek során azokra a szerződésekre koncentráltunk, amelyeket törvényi előírások a legkevésbé korlátoznak, vagyis, amikor a cég, illetve a portfóliókezelő a legnagyobb szabadságot élvezi. Ez cégenként 1, 2, illetve némely esetben 3 szerződés vizsgálatát jelentette. Ennek köszönhető, hogy bár befektetési alap a legtöbb cégnél található, a kérdőíveket főleg nyugdíjpénztári, egyedi vagyongazdálkodói, illetve biztosítási vagyongazdálkodásra szóló szerződésre töltöttük ki. Természetesen arra is törekedtünk, hogy amennyiben a cégnél előfordul VaR alapon, vagy hozam- esetleg tőkegarancia meghatározása mellett kezelt portfólió, akkor ez mindenképpen bekerüljön a vizsgálatba. Mivel a szerződések mintába való választása során több szempontot vettünk figyelembe,⁴ így sok kérdést tekintve inkább a piacra vonatkozó tájékoztató jellegű információt kaptunk, mintsem reprezentatív mintát.

Cégenként 1–3 vagyongazdálkodással foglalkozó személlyel sikerült interjút folytatni.

Adatfeldolgozás és elemzés

A mélyinterjú jellegű válaszok feldolgozása kevés számú mennyiségi és több minőségi módszer használatát tette szükségessé. A kérdőívekre adott válaszokat egyenként, kérdésenként elemeztük. Az adott válaszok között többféle összefüggés-vizsgálatot végeztünk. A változók közötti összefüggések csak kis mértékben relevánsak, nagyobb hasznosságot tulajdonítottunk a nominális változókból készült táblázatoknak, gyakorisági soroknak és a belőlük származtatott mutatóknak.

A vizsgálat során nemcsak az egyes kérdésekre, részterületekre kapott összesített eredmények vizsgálatára kellett összpontosítani, hanem figyelembe kellett venni, hogy kérdőívenként milyen válasz adható az egyes alhipotézisekre. Az alhipotézisek és a főhipotézis elfogadásának vagy elutasításának kritériumait már korábban részletesen bemutattuk.

Alapadatok, minták

Megkérdezett vagyongazdálkodó cégek száma összesen húsz darab, amelyből 18 pénzügyi piacon aktívan tevékenykedő vagyongazdálkodó cég, kettő ezekből befektetési stratégiájában és eszközeiben alapvetően eltérő „private equity fund”. A 18 céget tartalmazó minta a magyar pénzügyi piacokon működő klasszikus va-

gyonkezeléssel foglalkozó cégeket tekintve gyakorlatilag teljes körűnek tekinthető. Ez annak köszönhető⁶, hogy bár egy-két éve még az alábbiakban felsorol- takon túl e tevékenységről jó néhány brókerház, befektetési részvénytársaság volt ismert a piacon, mind- ezekből számos – főleg nem banki háttérű értékpapír- kereskedő cég, vagyongazdálkodó – mára teljesen felha- gyott a vagyongazdálkodással (vagy szünetelteti). Ezt szem- mélyes, illetve telefonon keresztül való felkeresés és érdeklődés erősítette meg.

A vizsgálatban résztvevő cégek névsora a követ- kező:

- 1 AB-Aegon Általános Biztosító Rt.
- 2 ABN Amro Befektetési Rt.
- 3 Allianz Hungaria Biztosító Rt.
- 4 Buda-Cash Brókerház
- 5 Budapest Bank Alapkezelő Rt.
- 6 CAIB Befektetési Rt.
- 7 CIB Bank Rt.
- 8 Concorde Értékpapír Rt.
- 9 Erste Bank Befektetési Rt.
- 10 Europool Befektetési Alapkezelő Rt.
- 11 Generali Providencia Biztosító Rt.
- 12 ING-NN Biztosító Rt.
- 13 OTP Csoport
- 14 Postabank Értékpapír Rt.
- 15 Raiffeisen Befektetési Alapkezelő Rt.
- 16 Stabilitás Nyugdíjpénztár-Rt.
- 17 Takarékbörker Rt.
- 18 Befektetési Rt.⁷
- 19 AIG Global Investment (Hungary)*
- 20 First Hungarian Fund*

*„Private Equity Fund”

1. táblázat

Feldolgozott szerződések

Vagyonkezelői szerződések típusai	Darab
Nyugdíjpénztár	16
Egyedi vagyongazdálkodói szerződés	11
Biztosítási vagyon	4
Befektetési alap	3
Befektetési Rt.	1
„Private Equity Fund”	2
Összesen	37

Részletesebb elemzés nyugdíjpénztári szerződés, egyedi vagyongazdálkodási szerződés és biztosítási vagyongazdálkodásról szóló szerződések esetében történik. A befektetési alapokra, „private equity fund”-okra és a Befektetési Rt.-re vonatkozó válaszokat csak akkor elemezzük, ha az a kutatás menetébe és logikájába beillik. (1. táblázat)

A vizsgálat során anonimitást ígértünk, így a következőkben az eredményeket név nélkül elemezzük.

Immár név nélkül azt mutatjuk meg, hogy az általunk vizsgált húsz cég esetében milyen típusú vagyongazdálkodási szerződéssel lehet találkozni. (2. táblázat)

Szerződéstípusok előfordulása cégenként

Cég	Egyedi vagyongazdálkodási szerződés	Nyugdíjpénztár	Biztosítási vagyon	Befektetési alap	Befektetési Rt.	Private Equity Fund
1	✓	✓	✓	✓	✓	✓
2		✓	✓			
3		✓		✓		
4		✓	✓			
5		✓				
6	✓	✓				
7		✓	✓	✓		
8		✓				
9		✓	✓			
10	✓	✓				
11	✓	✓		✓		
12	✓	✓		✓		
13	✓	✓		✓		
14	✓	✓	✓	✓		
15		✓	✓	✓		
16	✓	✓		✓		
17				✓		
18					✓	
19						✓
20						✓

Eszközallokáció jellemzői

Eszközallokációt korlátozó tényezők

Az alábbiakban azt elemezzük, hogy milyen előírások és korlátozások léteznek az eszközallokációs döntéshozatal során adott cég, illetve vagyongazdálkodási szerződés esetében. A válaszokat külön elemezzük attól függően, hogy milyen típusú szerződésről van szó. Mivel több esetben nem csak egy korlátozó tényező létezik, így néhány jellemzőt és fontosnak ítélt tényező-kombinációt is bemutatunk, a hozzájuk tartozó gyakoriságokkal együtt. (3. táblázat)

Azt tapasztaljuk, hogy a nyugdíjpénztári szerződések megvizsgálva valamennyi esetben (16 darab) a szerződésben rögzítettek benchmark portfóliót, illetve valamilyen részletezettségű eszközallokációt. Ez egészült ki nyolc esetben egy vállalati szinten hozott eszközallokációs döntéssel, illetve benchmark portfólió meghatározásával. Egyedi vagyongazdálkodási szerződés esetében már a szerződések nem minden esetben tartalmaznak eszközallokációs előírást, két esetben (11-ből) ez teljes egészében a vállalati belső döntésre, illetve utólag kialakított benchmark portfólióra hárul. Biztosítási vagyongazdálkodásánál általában csak törvényi előírásra támaszkodnak, bár itt sokkal bonyolultabb a kérdés, hiszen például egy „unitlink”-es portfóliónál az eszközallokáció adott. A Befektetési Rt. esetében kizárólag vállalati felső szinten hozott eszközallokációt kell követni.

2. táblázat

Eszközallokációk főbb jellemzői a szerződésekben

A következőkben azt mutatjuk be, hogy a vizsgált szerződésekben milyen arányban szerepeltek részvények, illetve derivatívok (ha engedélyezettek voltak), és átlagosan milyen mozgásteret van a vagyongazdálkodóknak a részvényre, illetve derivatívokra vonatkozó aktuális eszközallokáció megváltoztatásához. Természetesen a mozgásteret a korábban bemutatott, az eszközallokációt befolyásoló tényezők határozzák meg. (4. táblázat)

Mivel csak néhány szerződést elemeztünk, ezeket eszközallokációs jellemzők alapján nem tekinthetjük reprezentatívnak. (Nem ez volt a beválasztásnál az elsődleges szempont.) Néhány érdekes következtetést azonban így is levonhatunk belőle. Például kitűnik az, hogy a maximális részvényarányt

(általában 20%–40%-ig) átlagosan egyik szerződéstípusnál sem használják ki. Ez összefügg a részvény piacon jelenleg tapasztalható eseményekkel, a beszélgetések alapján néhány évvel korábban más volt a helyzet. Sok esetben akkor is 0% a részvényarány, amikor egyébként akár 20%-ig is elmehetne a vagyongazdálkodó.

Az óvatos hozzáállás méginkább érezhető a derivatívok alkalmazásánál. Ahol nagyobb értékű kötésekre is lenne lehetőség, még ott is a legtöbb esetben 0% az arány, pedig legtöbb esetben a használata csak

3. táblázat

Eszközallokációt meghatározó tényezők

Tényezők	Nyugdíjpénztár (16 darab)		Egyedi vagyongazdálkodási szerződések (11 darab)	
	Gyakoriság	Kombinációk	Gyakoriság	Kombinációk
a. Belső szabályzatban rögzített benchmarktól vagy eszközallokációtól való összetétel-eltérés	5		4	• a. vagy b. de c. nélkül: 2
b. Más vállalati szinten hozott eszközallokációs döntés	6	• c. és	4	• csak c.: 6
c. Vagyonkezelői szerződésben rögzített eszközallokációs döntés (benchmark)	16	a. vagy/és b.: 8	9	• c. és a. vagy b. együtt: 3
d. Törvényi szabályozásban rögzített eszközallokációs döntés	16		0	
e. Egyéb	0		0	

esetben sem teljesül, hogy sem a vagyongazdálkodási szerződésben, sem a vállalati szabályozásban ne lenne nagyobb mértékű eszközallokációs döntés. Mindössze két esetben mondhatjuk azt, hogy az eszközallokáció kizárólag a cégen belüli döntéseken, szabályozáson múlik, és az ügyfél erre nem gyakorol kontrollt. Ekkor természetesen csak a vagyongazdálkodási cég-ügyfél viszonyában fogadhatjuk el az 1. alhipotézist. Mindezek ellenére figyelmeztető jel, hogy nem egy esetben a vagyongazdálkodási cég kezdeményezi a benchmark portfólió kialakítását és szerződésben való rögzítését, vagyis a korlátozó feltétel, amely gyakran az ő érdekeit védi, és például a Casino hatást korlátozza, nem is a saját kívánságára kerül be.

Derivatívok használata

Az egyik legfontosabb kérdés arra irányult, hogy engedélyezett-e derivatív eszköz használata a vagyongazdálkodás során. Az így kapott válaszokat szerződés típus szerint mutatjuk be. (5. táblázat)

Tényezők	Biztosítási vagyon (4 db)	Befektetési alap és Befektetési Rt. (3+1 darab)		
	Gyakoriság	Gyakoriság	Kombinációk	Gyakoriság
a. Belső szabályzatban rögzített benchmarktól vagy eszközallokációtól való összetétel-eltérés	3	2	• csak b.:	1*
b. Más vállalati szinten hozott eszközallokációs döntés	0	2	• csak d.:	1
c. Vagyonkezelői szerződésben rögzített eszközallokációs döntés (benchmark)	1	0	• a., b., d.: együtt	1
d. Törvényi szabályozásban rögzített eszközallokációs döntés	4	3	• a., d.: együtt	1
e. Egyéb	0	0		

* Befektetési Rt.

fedezeti és arbitrázs ügyletre engedélyezett. Mindezekre sokkal bővebben kitérünk a derivatívok elemzéséről szóló fejezetben.

Az 1. alhipotézis vizsgálatakor elsősorban azt a következtetést vonhatjuk le, hogy befektetési alapok, nyugdíjpénztárak szerződéseinek ezen alhipotézist nem fogadhatjuk el, hiszen ott az eszközallokáció során erőteljes állami szabályozás is érvényesül. A fenti táblázatok további elemzése után megállapíthatjuk, egyetlen

ügylet) sem értik, nemhogy az eszközt magát. Így, még ha az ügyfél hajlana is a használatra (vagy nem akarná letiltani), erről a cégek sokszor maguk beszélnek le őket. Ezt támasztja alá a korábban bemutatott eszközallokációt jellemző táblázat is, amely megmutatja, hogy alig találunk olyan szerződést, ahol a derivatív jelenlegi súlya ne 0% lenne, még ha elméletileg nincs is használata tiltva.

A következőkben azt vizsgáljuk meg, hogy azon

4. táblázat

Eszközallokációs adatok a szerződésekből

	Nyugdíjpénztár		Egyedi vagyonkezelői sz.	
	Átlag	Szórás	Átlag	Szórás
Részvénysúly a portfólióban	14%	8%	14%	20%
Maximális részvényarány	29%	21%	23%	20%
Maximális eltéréssáv részvénytől	22%	23%	20%	21%
Derivatív (alaptermék) súlya a teljes portfólió arányában	1%**	-	9%***	-
Maximális derivatív arány	10%*	-	Teljes fedezet a részvényre	-
Maximális eltéréssáv derivatívánál*	10%	-	-	-

* Maximum 10% törvényi előírás

** Csak 3 db szerződésnél nem 0%!

*** Egy darab szerződésnél (fedezeti alap) nem 0%!

	Biztosítási vagyon		Befektetési Rt.
	Átlag	Szórás	
Részvénysúly a portfólióban	14%	5%	45%
Maximális részvényarány	32%	26%	50%
Maximális eltéréssáv részvénytől	45%	32%	15%
Derivatív (alaptermék) súlya a teljes portfólió arányában	0%	-	40%
Maximális derivatív arány	-	-	50%
Maximális eltéréssáv derivatívánál*	10%	-	50%

* Két esetben engedélyezett a derivatív használata: egy esetben 10% alaptermék fedezet és egy esetben 100% alaptermék fedezet mellett.

5. táblázat

Engedélyezett-e derivatív eszköz használata?

	Nyugdíjp.	Egyedi v. sz.	Bizt. vagyon	Befektetési Rt. *	Bef. alap	Összesen
Igen	13	7	2	1	3	26
Nem	3	4	2	-	0	9

szerződések és cégek esetén, ahol a használat engedélyezve van, ott általában mely eszközöket alkalmazták, és mely eszközöket használnának még szívesen, akkor is, ha jelenleg valamilyen oknál fogva nem is állnak rendelkezésre. Mivel a jelenlegi portfóliókban a származékos ügylet súlya csak elenyésző,

így a használt eszközök között azokat is megjelöltük, amelyeket a vagyonkezelők általában használni szoktak (még ha adott pillanatban nincs is a portfólióban). (6. táblázat)

6. táblázat

Mely eszközöket szokta használni ...

Derivatívák	Említés gyakorisága szerződések szerint*	Említés gyakorisága cégek szerint
Futures / forward	13	7
Opció	3	1
Swap	2	2
Semmit	13	8

... és ezeken kívül mely eszközöket használná még szívesen?

Derivatívák	Említés gyakorisága szerződések szerint*	Említés gyakorisága cégek szerint
Futures / forward	17	11
Opció	18	12
Swap	14	7
Semmit	0	0
Egyéb	0	1**

* Befektetési alapok is.

** Hedge fund

A magyar piac sajátosságait ismerve nem meglepő, hogy az említett eszközök között a futures/forward jelentős túlsúlyban van, ugyanakkor három alkalommal az opció használatát is megjelölték. Szintén figyelemre méltó, hogy 13 esetben egyszerűen nem használnak semmit sem, még ha elvileg lehetne is. Jóval bátrabb válaszokat láthatunk akkor, amikor inkább a vagyonkezelők „személyes vágyaira” kérdeztünk rá. Ez arra utal, hogy szinte minden esetben az ügyfelek, a piac vagy egyéb körülmények készítetik a portfóliókezelőket az adott eszközök mellőzésére. (7. táblázat)

7. táblázat

Korlátozás a derivatívok mennyiségére

Derivatívák	Említés gyakorisága szerződések szerint
Csak fedezet	22
Mögöttes termék/portfólió érték	20
Egyéb	0
Nincs korlát	2

Két eset kivételével valamennyi esetben korlátozza valamilyen előírás a derivatívok használatát és azok mennyiségét. Ez általában a „csak fedezeti ügylet” – et jelenti, kiegészítve esetleg egy alaptermék/portfólió

hányados megadásával, amelyet vagy a törvényi előírás vagy a szerződés határoz meg. Legtöbb esetben az egyedi vagyongazdálkodási szerződések 100% alaptermék fedezetet engedélyeznek, a vállalati politika azonban néhány esetben ezt alacsonyabb szinten korlátozza (pl. 15%-on).

A használat céljára irányuló kérdés szintén azt erősíti meg, hogy a cégek és vagyongazdálkodók többsége a derivatív eszközök fedezetére vagy – ami gyakran a portfóliókezelők szókincsében szinonim fogalom – arbitrázsra használják. Mindössze négy esetben kaptunk a spekulációs ügyletre pozitív választ, itt elsősorban a nem szabályozott, illetve csak a mögöttes termék mennyiségére vonatkozó korlátot szerepeltető szerződésekről volt szó. (8. táblázat)

8. táblázat

Milyen célból szokott derivatívot használni?
(Még ha adott időszakban nem is használ.)

Derivatívák	Említés gyakorisága szerződések szerint	Említés gyakorisága cégek szerint
Fedezeti ügylet	22	13
Spekuláció	4	4
Arbitrázs	22	14

Kilenc szerződés esetében a származékos eszköz használata tiltva volt. Két cég esetében (négy szerződés) a derivatív használata vállalati döntés alapján volt kizárva. A maradék öt esetben a tiltás a vagyongazdálkodási szerződésben szerepelt.

Ezek után hipotetikus kérdéseket tettünk fel a vagyongazdálkodóknak, amelyek ismételtelen a személyes vágyaikat jellemzik arra az esetre, ha a korlátozásokkal nem kellene szembenézniük. E kérdések eredményeit a következő táblázatokban láthatjuk. (9., 10., 11. táblázat)

9. táblázat

Mi tiltja a használatot?

Tiltás oka	Gyakoriság
Belső befektetési politika/szabályzat	4*
Vagyongazdálkodási megállapodás	5

*E négy szerződés két céghez tartozik.

A 4. alhipotézist akkor fogadjuk el, ha adott cég és szerződés esetében a derivatív eszköz használata engedélyezett, a derivatív termék megkötésének pedig lehet spekulációs célja is, amelyre jelentős korlátozó tényező nincs (pl. maximális tőkeáttétel, alacsony alapter-

10. táblázat

Melyeket használná szívesen a vagyongazdálkodás során, ha engedélyezett lenne?

Derivatívák	Említés gyakorisága cégek szerint
Futures/forward	2
Opció	2
Swap	2

11. táblázat

Milyen célból használná a derivatívot?

Derivatívák	Említés gyakorisága cégek szerint
Fedezeti ügylet	2
Spekuláció	1
Arbitrázs	2

mék súly stb.). Ez az összes szerződést áttekintve négy esetben teljesül, két esetben nincsen semmilyen korlátozó tényező a derivatív termék használatára, két esetben csak az alaptermék mennyisége jelent korlátot.

Az alhipotézis elfogadása nem jelenti azt, hogy például adott cég vagy szerződése esetében a vagyongazdálkodó köt vagy kötött is opciós ügyletet, hisz a meglévő strukturális, piaci akadályok a fenti válaszokból kiolvashatók. Ugyanakkor az is látható és egyértelmű, hogy a vagyongazdálkodókban a szándék, akarat megvan a szélesebb körű eszközhasználatra, és amennyiben ezt a piac és a szabályozás lehetővé teszi, készek is lesznek rá alkalmazni. Arra is felhívni a figyelmet, hogy a derivatív eszközök használatának lehetősége sok cég esetében nem az ügyfélen, hanem a cégen vagy a vagyongazdálkodásért felelős személy hozzáállásán, döntésén múlik. Hasonlót tapasztaltunk már az eszközallokáció során. Általános volt az a vélemény, hogy „az ügyfelet sok esetben gyakorlatilag bármire rá lehet beszélni”, a derivatív eszközök korlátozása a vagyongazdálkodó javaslatára kerül a szerződésbe. Mindezt ezen alhipotézis teljesülése vagy elvetése jelentősen függ az adott piaci helyzettől, és méginkább az adott céget, részleget vezető személyek szakmai véleményétől, hozzáállásától. Így az általunk kapott eredmény akár a közeljövőben is nagymértékben megváltozhat.

Teljesítménymérés

Fontos kérdés, hogy milyen rögzített, tehát hivatalos teljesítményelvárásnak kell az adott szerződésnek megfelelnie. (12. táblázat)

12. táblázat

Teljesítmény előírások

	Nyugdíj- pénztár	Egyedi v. sz.	Bizt. vagyon	Befektetési Rt.
Maximális hozam*	1	1	-	1
Benchmark portfólió hozamának túlteljesítése	15	6	2	-
Hozam- vagy tőkegarancia	-	2	1	-
Semmi	-	2	1	-

*Kizárólagos kritériumként

Túlnyomó többségben egy meghatározott benchmark portfólió hozamát (amely általában valamilyen részvény-, illetve kötvényindexek alkotta portfólió) kell túlteljesíteni. Természetesen ez együtt jár a maximális hozamelvárással. (Bár, aki teljesítette a benchmarkot, az nem biztos, hogy érdekelt a további teljesítmény-emelkedésben.) A 12. táblázatban, a maximális hozam rubrikában csak azon portfóliók szerepelnek, melyek esetében a hozammaximalizálást egyedüli célként jelölték meg, az egyedi vagyonkezelést szabályozó szerződésben és a nyugdíjpénztárnál is van erre példa. Néhány esetben talákoztunk hozamgarancia vagy tőkegarancia szerződéssel is, bár ezek általában csak pénzügyi eszközökbe fektethető portfóliók. Hozzá kell tennünk, hogy az interjúk során kiderült: egy-három évvel ezelőtt a jelenleginél több helyen találkozhattunk volna hozamgarancia szerződéssel. Mindezek azonban lassan háttérbe szorultak és kihaltak a piaci sokkok (és botrányok, perek) utáni időszakban, párhuzamosan a részvénypiaci hanyatlással. A kutatás során természetesen különleges figyelmet szenteltünk a még fennmaradó, ilyen típusú szerződéseknek.

Szerződéstől és cégtől függ, hogy a teljesítmény-mérés hivatalos időszakai milyen hosszúságú periódusok. A következő táblázat a hivatalos teljesítmény-mérési időszakok gyakoriságát mutatja be, kiegészítve azzal, hogy majdnem minden esetben találkozhatunk gyakoribb, rövidebb időszakot átölelő, nem teljes részletettségű belső vagy külső beszámolóval is. (13. táblázat)

13. táblázat

Teljesítménymérés időszakai

Időszak	Gyakoriság
≤1 hó	4
3 hó	5
6 hó	2
12 hó	7

Kockázati mérőszámok a portfólió-kiválasztásban és a limitrendszerknél

A következő kérdések során az elemzésekben és a limitrendszerekben alkalmazott kockázati mérőszámokra kérdeztünk rá egyrészt cégenként, másrészt adott szerződésekként.

Mind a hús cég esetében megvizsgáltuk azt, hogy működésük során használtak-e már valamilyen alsóági kockázatot mérő eszközt, illetve módszert. A megkérdezett cégek fele használt vagy legalábbis működésük során már előfordult VaR számítás (nem feltétlenül VaR limitként, hanem elemzési eszközként). Említettek ezen kívül szcenárió elemzéseket és stressz tesztek elvégzését is. (14. táblázat)

14. táblázat

Megemlített alsóági kockázatomérő elemzési módszerek

Megemlített alsóági kockázatomérő eszközök	Gyakoriság
VaR	9
Szcenárió elemzés	3
Stressz teszt	1
„Worst-case” szcenáriók	1

Mindezek alapján kijelenthetjük, hogy a 2. alhipotézist elfogadhatjuk, még ha általában nem is tartoznak az alsóági kockázatomérő eszközök a vagyonkezelő cégek jellemző befektetéselemzési eszközeihez, mindezen mutatók és eljárások többsége ismert (még azon cégeknél is, amelyek nem használják) és alkalmazott is, bár inkább eseti, mint rendszeres jelleggel.

Az általános kockázati mérőszámok értékpapír-kiválasztásban betöltött szerepére is rákérdeztünk valamennyi pénzügyi piaci cég esetében. A kötvénypiacon tevékenykedő vagyonkezelők gyakorlatilag valamilyen figyelemmel kísérik és számolják a kötvények duration-jét (módosított duration-jét és gyakran konvexitását is). Így a lejáratú időnek nincs is túl sok szerepe. A részvénypiaci (fundamentális) elemzések ezzel szemben már eltérő képet mutatnak. Míg a kötvénypiac hatékony működése, likviditása lehetővé teszi a klasszikus eszközök megfelelő használatát, addig a részvénypiacon számtalan problémával találkozhatnak a vagyonkezelők. Ezek közé tartozik a likviditás hiánya, az adatbázisok, idősorok elégtelensége, rövidege és emiatt a klasszikus portfólió-kiválasztási eszközök megbízhatatlan és instabil volta. A cégek kb. kétharmada a problémák ellenére figyelembe veszi a részvé-

nyek hozamának szórását, vizsgálja a részvények bétáját. Találkozhatunk nagyobb, külföldi részvény portfólióval rendelkező céggel is, amely maga nem végez elemzést, ehelyett külföldi elemzéseket és minta-portfóliókat vesz át és fogad el. A belső elemzések során néhány esetben megemlítettek még portfólió hozam/kockázati átváltást tükröző mutatókat is. Mind ezeket összefoglalóan mutatja a 15. táblázat.

15. táblázat

Kockázati mérőszámok alkalmazása az eszköz kiválasztásban*

Kockázati mérőszámok	Gyakoriság	Arány
Hozam szórása	11	61%
Béta	12	67%
VaR	3	17%
Sharpe mutató	7	39%
Duration	16	89%
Lejárati idő (ha duration nincs)	1	6%
Egyéb: korrelációk, likviditás, konvexitás, MM értékelési hányados, egyéb hozam/szórás mutatók	9	50%
Semmilyen	0	0%

* Minta: 18 cég, „private equity fund”-ok kivételével

A 18 pénzügyi piaci cég esetében a következőkben azt vizsgáltuk, hogy az egyes szerződésekből milyen kockázati limitnek, mérőszámnak kell portfólióknak megfelelni. Természetesen itt több limit kombinációjáról is szó lehet, amelyek gyakoriságát a 16. táblázat mutatja be szerződés fajtanként.

Kockázati limitek a szerződésekből

	Nyugdíj.	Egyedi v. sz.	Bizt. vagyon	Befektetési Rt.	Bef alap
VaR (egyedüli)	1				
Benchmarktól való eltérés összetételben (egyedüli)	4	4			1
Nyitott pozíció (egyedüli)	1	1		1	
Tőkeáttétel (egyedüli)					
Duration eltérés (egyedüli)					
Benchmark + Tőkeáttétel	2				
Benchmark + Duration	4	3	1		1
Benchmark + Nyitott poz.	1				1
Benchmark + Duration + Nyitott poz.	2	3	1		
Semmilyen	1		2		

Általánosságban megállapíthatjuk, hogy a leggyakoribb limit egy benchmark portfólió összetételéhez kötődik, amely egyfajta szerepét az eszközallokáció döntések elemzésekor már megvizsgáltuk. A benchmark portfóliótól való eltérés szerepelhet több kombinációban, a leggyakrabban adott durationtól való eltérés limittel. Limitként szerepelhet még a nyitott pozíció értéke is. Néhány esetben azt a választ kaptuk, miszerint a vagyonkezelést semmilyen hivatalos limitrendszer nem korlátozza. Ez a biztosítási vagyon kezelésénél igazán feltűnő, bár ilyen esetekben gyakran a vagyonkezelő és a vagyon tulajdonosa nem válik szét. Ennek ellenére a korlátozás hiánya (két esetben is) figyelemre méltó. Érdemes kihangsúlyozni, hogy – miként ez az interjúk során kiderült – sok esetben a cégek maguk határozzák meg limitet, benchmarkot, miközben ezt az ügyfelek nem igazán igénylik, gyakran nem is értik. Erre a kérdésre az elemzés végén külön kitérünk.

A teljesítményelvárásokra és a kockázati limitekre vonatkozó elemzés alapján megállapítható, hogy három alkalommal találkoztunk tőke- vagy hozamgarancia szerződéssel (három különböző cégnél) és egy cég esetében VaR alapú limittel (amely azonban számos nagy értékű szerződést jelent). Mindezek alapján a 3. alhipotézist négy szerződés esetében tudjuk elfogadni. Mint ahogy korábban említettük, két-három évvel ezelőtt, amikor nagyságrenddel több hozam- és tőkegarancia szerződés volt még érvényben ezen alhipotézis vizsgálatakor alapján véve eltérő eredményt kaptunk volna. Meggyőződésünk, hogy ez a piac általános teljesítményével is összefügg (most a rendkívüli óvatosság és az ilyen típusú szerződésektől való tartózkodás jellemzi a piacot), ami azonban azt is jelenti, hogy néhány év elteltével a maitól lényegesen eltérő állapotokat találhatunk e vizsgálat terén is.

16. táblázat

Premizálási rendszerek

Személyes díjazás a cégeknél

Az interjúk során azt is felmértük, hogy adott vagyonkezelői cégek alkalmazottait milyen premizálási rendszerrel motíválják. A vizsgálatba bekerült húsz cég esetében nagyon sokféle rendszerrel találkozhattunk kisebb-nagyobb eltérésekkel. A 17. táblázatban ezen rendszereket, cégeket sűrítettük fő és alcsoportokba.

Cégek premizálási rendszereinek csoportosítása

Kizárólag fix fizetés					
2					
Teljesítményarányos (változó) juttatás is					
18					
Nem sikerdíjas juttatás**			Sikerdíjas* juttatás		
10			8		
Nem rögzített szabály alapján a vállalati, üzletági nyereségből fizetett juttatás, felsővezetők döntése alapján	Benchmark elérésekor fizetett adott összeg maximális értékkel	Személyiségi, szervezeti kérdőív értékelése alapján fizetett juttatás	Nincs rögzített szabály: vállalati, üzletági nyereségből, felső vezetők döntése alapján fizetett juttatás	Benchmark portfólió hozam felett arányosan fizetett juttatás	Nyereségből adott algoritmus szerint fizetett juttatás
6	3	1	3	2	3
	Fix összeg a benchmark teljesítésekor	Sávosan növekvő összeg a benchmark teljesítésekor (maximummal)			
	2	1			

* Sikerdíjas juttatásnak azt nevezzük, amely során a teljesítményarányos díjazás elméletileg akár végtelen nagyságú is lehet.

** Nem sikerdíjas besorolást kapott az a premizálási rendszer, amely bár lehet, hogy nem formalizált, de az interjú során kiderült, hogy egy adott implicit maximális értéket is magában foglal. Mindezek alapján nem rögzített szabályú premizálási rendszerek sikerdíjas, illetve nem sikerdíjas besorolása az interjú alapján némileg szubjektíven történt.

A húsz cégből két olyan céggel találkoztunk, ahol a fizetés teljes egészében fixnek mondható, vagyis semmilyen vállalati vagy egyéni teljesítménnyel (objektív vagy szubjektív) nincs kapcsolatban. A 18 cég közül kilenc esetben nincs megfogalmazva konkrét szabály, algoritmus a prémiumok, bónuszok meghatározására. Ez a teljes vállalati vagy csoport nyereségétől függ, amelynek elosztása felsővezetői döntés eredménye. E cégek többségét (hat darabot) a nem sikerdíjas kifizetések közé soroltuk, mivel bár explicit módon nincs kimondva, a prémiumnak van egy maximális értéke. A kisebb, rugalmasabb cégek esetében tapasztaltuk, hogy a vagyonekezelők elvileg a végtelen, de legalábbis jelentős nagyságú prémium kifizetését is lehetségesnek tartják, amennyiben a cég nagyon nyereséges lenne. Ezeket a cégeket (három darab) soroltuk be a sikerdíjas csoportba. A maradék kilenc cég esetében a cégek egy adott algoritmust használnak a prémium kifizetésére (sokszor a benchmark portfólió túlteljesítésekor kapott juttatás), amelynek néhány esetben van maximuma, néhány esetben nincs.

Azt is megkérdeztük, hogy várhatóan (akár több éves átlagot tekintve) a vagyonekezelők milyen megoszlást várnak teljes fizetésükön belül a teljesítmény-

től függő és fix fizetés között. Erre természetesen most csak egy átlagos megoszlást tudunk megmutatni, amelyben a változó fizetést is ígérő cégek alkalmazottai szerepelnek. Érdekes, hogy a 18 cégből négy esetben a várható változó juttatás értéke a fix fizetésnél nagyobb volt. (18. táblázat)

18. táblázat

Fix és változó díjazás aránya a teljes juttatáson belül

	Átlagosan, várakozások alapján
Fix	60%
Változó	40%
Összesen	100%
Változó juttatás értéke nagyobb, mint a fix:	4 esetben

Sikerdíjas premizálási rendszerrel nyolc cég esetében találkoztunk, ebből hét pénzügyi piacokon aktív vagyonekezelő. E hét cégnél összesen 12 szerződést vizsgáltunk, tehát e 12 esetben mondhatjuk, hogy a 7. alhipotézist elfogadjuk.⁸

Vagyonekezelői cégek díjazása

A személyes, cégen belüli díjazástól lényegesen eltérhet a vagyonekezeléssel megbízott cég díjazása. A

szerződésben foglalt díjazás rendszere szerződéstípustól függően is mutat különbségeket, sőt, a cégen belül található szerződések közötti eltérés sem ritka. A következőkben a nyugdíjpénztári és az egyedi vagyonkezelői szerződések jellemezőit foglaljuk össze közös táblázatban. (19. táblázat)

19. táblázat

Vagyonkezelői szerződések díjazása

Nyugdíjpénztárak (16 db)			
Egyedi vagyonkezelői szerződések (11 db)			
Kizárólag fix díj	Teljesítményarányos juttatás is		
8	8		
1	10		
	Nem sikerdíjas, változó, teljesítményarányos díj, sávosan növekvő, maximális értékkel	Sikerdíjas juttatás	
	1	7	
	2	8	
	Benchmark portfólió hozam felett lineárisan fizetett díj	Benchmark portfólió hozam felett sávosan fizetett díj	
	4	3	
	4	4	

Látható, hogy a nyugdíjpénztárak esetében lényegesen gyakoribb a fix díjazás, míg a vizsgált egyedi vagyonkezelői szerződésekben a teljesítményarányosság van túlnyomó többségben. Mindkét szerződéstípusra elmondható, hogy ha teljesítményarányos díjazásban állapodnak meg a felek, akkor általában a díjnak nincs maximálva az értéke vagy sávosan, vagy lineárisan növekszik. Mindenképpen meg kell jegyezni, hogy cégenként csak egy-két szerződés megvizsgálására volt lehetőség, tehát a minta és az abból kijövő arányok nem reprezentatívak e kérdés szempontjából (főleg nem portfólió-érték szempontjából). Mi a cégre jellemző díjazás, illetve az esetlegesen cégen belül fellelhető sokszínűség bemutatására törekedtünk. Mintánkban találkozhatunk például adott céghez tartozó és még létező sikerdíjas vagyonkezelői szerződéssel, miközben a kérdéses cég bevallott célja, hogy e szerződéstípusokat visszaszorítsa, és lehetőleg a fix díjazásra térjen át. A táblázatban nem szerepelnek a biztosítási

vagyon kezelői, illetve a Befektetési Rt., amelynek az a magyarázata, hogy ez esetekben a vagyon tulajdonosa egybeesik a vagyonkezelő cég tulajdonosával, tehát a díjazási rendszer vizsgálatának itt nincs értelme.

Mint az a táblázatból kiolvasható, 15 szerződés esetében részesül a vagyonkezelő cég sikerdíjas kifizetésben. *E 15 esetben állítjuk azt, hogy a 6. alhipotézist elfogadjuk*

Kockázatviselő hajlandóság

Az interjú végén néhány kérdés erejéig a vagyonkezelők kockázatvállalási preferenciáit, viselkedését vizsgáltuk meg. Ennek során 26 vagyonkezelő személyt kértünk meg arra, hogy négy darab, egyre (pozitívan) ferdebb hozameloszlásból válassza ki számára az optimálist, úgyis mint magánbefektető és úgyis mint portfóliókezelő.⁹ Az eredmények elemzésekor természetesen figyelembe kell venni, hogy a döntés sok egyéb körülménytől is függ, amelyet nem lehetett pontosan definiálni, például, hogy ki milyen vagyoni helyzetben van, illetve kinek (maffiózóét, nyugdíjasokét, stb.) a vagyonát kezeli.¹⁰ (20. táblázat)

20. táblázat

Kiválasztott stratégiák

Stratégia	Saját vagyon befektetése		Befektetés vagyonkezelőként	
	Fő	Arány	Fő	Arány
a.	4	15%	8	31%
b.	13	50%	17	65%
c.	6	23%	1	4%
d.	3	12%	0	0%
Összesen	26	100%	26	100%

Azonos kockázatú stratégia mindkét esetben	11 fő
Saját vagyon befektetésénél kockázatosabb stratégia	13 fő
Vagyonkezelőként kockázatosabb stratégia	2 fő

Vagyonkezelői szerepben 26 főből 25-en az a, illetve a b stratégia között választanának, a legtöbben az enyhén ferde stratégiát preferálták, a legkockázatosabb stratégiát senki nem választotta. Látványosan kockázatvállalóbbak voltak a megkérdezettek akkor, amikor saját pénzüket befektetéséről volt szó, a legkockázatosabb (d) stratégia is előfordult válaszként, és 13-an jelölték meg kockázatosabb stratégiát a vagyonkezelői választáshoz képest. Ez mindenképpen elgondolkoz-

tató, hiszen bár nem a saját pénzüket kockáztatták (vagy talán pont ezért), mégis óvatosabbak voltak, amely döntést a lelkiismereti okokon túl nyilvánvalóan a munkahely megtartása, a szakmai karrier folytatása is befolyásolt.

A vagyonkezelők egyetlen esetben sem választották a legkockázatosabb stratégiát, így ez alapján a Casino hatás tisztán vagyonkezelői szándék miatt ritkán jön létre. Ebből következően valóban szükség van a premizálási rendszerek elemzésére is. Bár a kiválasztott személyek, mint befektetők reprezentatív-nak nem tekinthetők, az eredmény így is sokban megerősíti előzetes várakozásainkat és saját kutatásunk fontosságát. A befektetők többsége saját pénzét kockáztatva ritkán merészkedik el a legferdebb eloszlásig, és csak az enyhén ferde eloszlást kedveli. A Casino hatás létrejötté tehát várhatóan a befektetők többsége számára ellentétes preferenciákkal, hasznosságérzetükkel. Mindezek alapján bátran állíthatjuk, hogy az 5. alhipotézist elfogadjuk.

Miután azt tapasztaltuk, hogy senki nem választaná a *d* stratégiát, azt is megvizsgáltuk, hogy körülbelül milyen mértékű kísértésnek engednének, hogy meggyőződésük és eredeti szándékuk ellenére vagyonkezelőként mégis a legkockázatosabb stratégia mellett döntsenek.¹¹ Az éves fix fizetésük többszörösét elkérhették a döntés megváltoztatásához. Ugyanakkor hangsúlyoztuk, hogy a döntésük törvényi szempontból legális, a kért „kompenzációt” (de csak azt) minden kimenet esetében megkapják. Az egyetlen retorzió, hogy amennyiben a teljes vagyont elvesztik (0,5% valószínűség), akkor szakmai okok miatt a munkahelyük várhatóan elbocsátja őket. (21. táblázat)

21. táblázat

A *d* stratégia vállalása

Soha sem vállalná	Vállalná
5 fő	21 fő
	Átlagérték: 8,7-szeres (egység: éves fix fizetés)

A 26 főből öt semmilyen kompenzációért nem választotta volna a *d* stratégiát. A többiek átlagosan 8,7-szeres éves fizetésért, sőt 15-en öt éves vagy annál kevesebb éves fix fizetésért is felvállalták volna a szóban forgó befektetést. A gyakorisági eloszlást a 22. táblázat mutatja be.

Korábbi elméleti példánkban láthattunk, hogy a premizálási rendszer értéke a normális stratégiához

22. táblázat

A *d* stratégia vállalása – gyakorisági eloszlás

- szeres éves fizetésért	Gyakoriság
Nem	5
≤1	5
≤5	10
≤10	2
≤0	2
30<	2
	26

tartozó érték húsz-harmincszorosa is lehet. Mindez azt jelenti, hogy számos (a megkérdezettek több mint fele) olyan vagyonkezelő van, aki – természetesen kizárólag a kérdőívben szereplő, kissé mesterkelt világ kereteit figyelembe véve – észelve a prémiumrendszerének drágulását, hajlamos a Casino hatáshoz tartozó stratégia előállítására vagy legalábbis megközelítésére.

Főhipotézis vizsgálata

Az adott témakörök során végimentünk valamennyi alhipotézisen, és eldöntöttük, mely szerződések esetében tudjuk azt adott esetben elfogadni vagy elutasítani. Röviden összefoglalva az alábbi táblázat mutatja be a következtetéseinket, csak azon alhipotéziseket kiemelve, amelyek döntöek a főhipotézis elfogadásához. (23. táblázat)

23. táblázat

Alhipotézisek elfogadása

Alhipotézisek	Szerződések száma, ahol adott alhipotézist elfogadtuk
1. Eszközallokáció	2
3. Alsóági kockázati limit/követelmény	4
4. Derivatív eszköz használata	4
6. Vagyonkezelő cég sikerdíjas jutalmazása	15
7. Vagyonkezelő személyének sikerdíjas jutalmazása	12

Miként a táblázatból kitűnik, jelenleg az eszközallokációs korlátok hatékonyan akadályozzák a szélsőséges stratégia kialakulásának lehetőségét. A legtöbb szerződésben, illetve a cégek belső szabályzatában, döntéseik során kialakított benchmark portfólió korlátozza a lehetséges kockázat mértékét. Ugyanakkor figyelmeztető jel, hogy sokszor a benchmark meghatá-

rozása inkább a vagyonekezelő vállalatokon múlik és nem az ügyfél akaratán és szándékán. A jelenlegi gyakorlatban visszaszorult a derivatívok használata is (aminek okaira már több alkalommal kitértünk), és a jelenlegi piaci viszonyok között nem népszerűek a hozamgarancia szerződések sem, bár néha még előfordulnak. Egy esetben pedig a VaR-limit alkalmazása is előbukkan. A sikerdíjas premizálás vagyonekezelői és személyi szinten viszont elég gyakori, bár több alkalommal erőteljes ellenérzésekkel is találkozunk.

Az alhipotézisek együttes teljesülését vizsgálva megállapíthatjuk, hogy az öt alhipotézis egyszerre egyetlen szerződésben (cégnél) sem szerepel, így a Főhipotézist elutasítjuk. Vagyis jelenleg Magyarországon az adott vizsgálati körben nincsen meg az összes feltétel a Casino hatáshoz tartozó stratégiák létrejöttéhez.

Van néhány szerződés, ahol több feltétel teljesül. Elsőként külön tárgyaljuk a Befektetési Rt. esetét, amelynél speciális helyzet adódik. A cégnél megbízott vagyonekezelő premizálása sikerdíjas jellegű, a derivatív használata is széles körben engedélyezett, csak nyitott pozíciós limitet kell betartania. Az ügynökproblémát korlátozza, hogy a tulajdonos egyben menedzserként is közreműködik, vagyis személyesen befolyásolja az eszközallokációs döntést, a vállalt kockázat nagyságát. Előfordulhat azonban olyan periódus, amikor ebben akadályoztatva van¹², ezen időszakok alatt a Casino hatáshoz hasonló stratégiák előfordulhatnak.

Egy esetben négy feltétel teljesülésével is találkozunk (1., 4., 6., 7.). Egy olyan szerződésről van szó, ahol viszonylag szabad eszközallokációs döntés és derivatív használat áll a portfóliókezelő rendelkezésére, sikerdíjas premizálás és díjazással, de a kockázati limit nem hozamgarancia vagy VaR jellegű.¹³ Egy szerződés esetében három feltétel (3., 6., 7.) teljesült, azonban a Casino hatás kialakulását akadályozza az eszközallokációs döntéshozatalban és a derivatívok használatában lévő korlátozás (amely azonban inkább a vagyonekezelő cég szándékán, mintsem az ügyfél akaratán múlik). Nyolc további szerződés esetében teljesül két-két feltétel, ebből öt alkalommal a premizálási rendszerre vonatkozóan.

Összefoglalóan, bár biztosak soha sem lehetünk, hogy nem találunk egy olyan vagyonekezelői szerződést egy kisebb cégnél, amely az alhipotézisekben megfogalmazott valamennyi feltételt kielégítik, jelen vizsgálatban a főhipotézist elutasítjuk. *Bár néhány*

részfeltétel teljesül, a jelenlegi vizsgálatunkban nem találtunk olyan példát, ahol a Casino hatás létrejöttének lehetőségét maradéktalanul elfogadhattuk volna. Ugyanakkor a korlátozások számos esetben a vagyonekezelő cég szándékából kerültek be a szerződésekbe, és valószínűleg más következtetésekre jutotunk volna három évvel ezelőtt, és feltehetőleg másra jutnánk egy három év múlva elkészített felmérés végén. A piac, a szereplők, a feltételek, preferenciák folyamatosan változnak, nekünk csak egy pillanatfelvétel elkészítésére volt lehetőségünk.

Hivatkozások

- Banz, R. W. – Miller, M. H. (1978): Prices for State-Contingent Claims: Some Estimates and Applications, *Journal of Business*, 1978, vol 51, no. 4
- Beder, T. S. (1995): VaR: Seductive but Dangerous. *Financial Analysts Journal*, 1995, Sept/Oct.
- Dert, C. – Oldenkamp, B. (2000): Guaranteed Return Portfolios and Casino Effect. Research paper – Erasmus University of Rotterdam, 2000/February
- Dybvig, H. P. (1988): Inefficient Dynamic Portfolio Strategies or How to Throw Away a Million Dollars in the Stock Market. *Review of Financial Studies*, 1988, 67-88. o.
- Harlow, W. V. (1991): Asset Allocation in a Downside-risk Framework. *Financial Analysts Journal*, 1991 Sept-Oct.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3.
- Johansson, F. – Seiler, M. J. – Tjarnberg, M. (1999): Measuring Downside Portfolio Risk. *Journal of Portfolio Management*, 1999/Fall
- Jorion, P. (1996): Risk2: Measuring the Risk in Value at Risk. *Financial Analysts Journal*, 1996, nov/dec.
- Jorion, P. (1999): Kockázatotott érték. *Panem* 1999
- J. P. Morgan/Reuters (1996): Risk Metrics – Technical Document. 1996
- Ju, X. – Pearson, N. D. (1999): Using Value at Risk to Control Risk Taking: How Wrong Can You Be? *The Journal of Risk*, 1999, Volume 1/Number 2
- Leibowitz, M. L. – Henriksson, R. D. (1989): Portfolio Optimization with Shortfall Constraints: A Confidence-Limit Approach to Managing Downside Risk. *Financial Analysts Journal*, 1989, March-April
- Leibowitz, M. L. – Kogelman, S. (1991): Asset Allocation under Shortfall Constraints. *Journal of Portfolio Management*, 1991, Winter
- Lucas, A. – Klaassen, P. (1998): Extreme Returns, Downside Risk, and Optimal Asset Allocation. *Journal of Portfolio Management*, 1998/Fall

- Rockafellar, R. T. – Uryasev, S (2000): Optimization of conditional value-at risk. Journal of Risk, 2000. Vol. 2., No. 3.
- Vorst, T. (1999): Developing Strategies for Optimizing Portfolios under VaR Constraints. Előadás jegyzet – Risk Conference, Párizs, 1999. április
- Walter, Gy. (2002): VaR limitrendszer melletti hozammaximalizálás: a Casino hatás. Közgazdasági Szemle, 2002. 3. szám.

Lábjegyzetek

- ¹ „Downside-risk measure”: a szélsőségesen nagy veszteség mértékét és valószínűségét kifejező kockázati mérőszám.
- ² Walter, Gy. (2002): VaR limitrendszer melletti hozammaximalizálás: a Casino hatás. Közgazdasági Szemle, 2002. 3. szám.
- ³ Érdemes röviden átgondolni, vajon szükséges-e feltétlenül a 6. alhipotézis egyidejű teljesülése is, és nem elegendő-e az, ha csak a vagyongazdálkodó személye részesül sikerdíjas premizálásba. Véleményünk szerint, mivel a prémium a személyhez a vagyongazdálkodó cégen keresztül áramlik, így hiába részesülne extra magas prémiumban a személy, ha ez a cégnél nem termelődött meg. Feltételezésünk szerint tehát, ha a vagyongazdálkodó cég a személlyel párhuzamosan nem kapja meg teljesítményarányos extra jutalékát, akkor azt nem fogják a vagyongazdálkodó személynek sem kifizetni.
- ⁴ A cég- és személyspecifikus kérdések jelentős többsége ettől függetlenül még a befektetési alapok kezelésére is érvényesek.
- ⁵ Azokat a szempontokat, amelyek a kutatás hipotéziseinek szempontjából fontosak.
- ⁶ Nem számítom ide a „venture capital” cégeket, „private equity fund”-okat vagy pl. az ingatlan alapokat.

⁷ Mivel ez egy különleges részvénytársaság, amely mintegy magánalapként funkcionál sok egyedi jellemzővel, így az elemzésnél gyakran külön csoportba kerül. Az anonimitás érdekében az igazi neve helyett „Befektetési Rt.” névvel hivatkozunk rá. A Befektetési Rt. lényegében egy magántulajdonban lévő alap, amelyet a tulajdonos vagyongazdálkodók segítségével együtt kezel. Bár itt a tulajdonos-menedzser személye összeolvad, ám nem maradéktalanul. Így a menedzsmentnek marad egy szűk és korlátozott lehetősége és időtartama az önálló cselekvésre. Ennek köszönhető, hogy e céget is a mintában hagytuk.

⁸ Figyelembe véve természetesen azokat a megjegyzéseket, amelyet a sikerdíjas – nem sikerdíjas besorolásokról tettünk.

⁹ Az a) stratégia egy normális eloszlású portfólió, amelyet egyre jobban elferdítettünk, míg a d) stratégiát kaptuk, amely a Casino hatásnak felel meg: 1%-os valószínűséggel minden vagyont elveszítünk, nagy valószínűséggel enyhe veszteségünk lesz, kis valószínűséggel (0,5%) pedig nagyon nagy hozamunk lesz. E stratégia biztosítja a legnagyobb várható hozamot az alternatívák közül.

¹⁰ Általában annyit hangsúlyoztunk, hogy személyes befektetések megtakarítása jelentős részét kockáztatja. Az adott szubjektív vagyoni helyzet így is nagyban befolyásolta a választ: például, hogy nemrég vett fel nagyobb hitelt, vagy bukott el jelentősebb összeget.

¹¹ Csak egy periódusig, a példában egy negyedévig kell ezt a pozíciót tartani, utána visszatérhetnek eredetileg választott stratégiájukhoz.

¹² Banálisan hangzik, de igaz: például vakáció alatt.

¹³ Ez viszont azt jelenti, hogy a fejezetben tárgyaltnál egyszerűbb esettel találtuk magunkat szembe. Bár a VaR alapú Casino stratégiára nincs lehetőség, ugyanakkor a portfólió kezelője különösebb korlátozás nélkül vállalhat a szokásosnál kockázatosabb stratégiát. Mindehhez az alapfeltételek megvannak.

E számunk szerzői:

MÁRMAROSI András, PhD hallgató, BKÁE; **WALTER György**, tanársegéd, BKÁE; **FUTÓ Péter**, tudományos munkatárs, BKÁE; **CSEDŐ Zoltán**, PhD hallgató, BKÁE; **KOCZOK Judit**, hallgató, BKÁE; **RIBÁRSZKI Anikó**, hallgató, BKÁE; **CSIBI Ferenc**, hallgató, BKÁE; **ERDŐS Attila**, hallgató, BKÁE; **OSMAN Péter**, kandidátus.

Helyreigazítás:

A Vezetéstudomány 2002./5. számában Kocsis Éva cikkéből lemaradt egy lábjegyzet.

¹ A cikk a T 032321 sz. OTKA kutatás támogatásával készült.