

HORVÁTH ÁKOS

Sikeres kibocsátások az európai részvény ETF-piacon¹

A tőzsdén kereskedett alapok gyors elterjedése és dinamikus növekedése felveti a kérdést, mi áll az egyes kibocsátások sikerének háttérében. A termék speciális szerkezetéből fakadó nyilvánvaló előnyöket megkerülve, ebben a cikkben azt vizsgáltam, milyen tényezők vezérlik egy részvény ETF bevezetésének sikerét Európában, továbbá milyen innovációs irányok és növekedési lehetőségek tapasztalhatók Európában és Magyarországon. Az elemzéshez több mint háromezer részvény ETF adataira és számos hazai szakértő (alapkezelő, elemző) véleményére, meglátására támaszkodtam.

BEVEZETÉS

A befektetési alapkezelési iparág első indexalap megjelenése óta fennálló dichotómiájában, vagyis az aktív és a passzív alapkezelési forma közti harcban új motívum volt az ETF-ek, azaz a tőzsdén kereskedett alapok 1993-as megjelenése. Az Európában kicsit több, mint tízéves múltra visszatekintő megoldás ötvözi a nyílt és a zárt végű befektetési alapok előnyeit, és innovatív pénzügyi-jogi keretének köszönhetően robbanásszerű növekedéssel büszkélkedhet.

Ahogy minden friss iparági szegmensben, a dinamikusan fejlődő ETF-piacon is relatíve sok a kiaknázatlan lehetőségeket meglóvogni igyekvő termék. Ezek közül számos kibocsátás tiszavirág-életűnek bizonyul, míg néhány ETF valóban sikeres termékként válik a befektetők kedvencévé. Tekintettel arra, hogy az európai ETF-ek kezelt vagyonának több mint 60%-a részvény ETF-ekben található (BlackRock [2011]), vizsgálódásom fókuszában ezek az alapok álltak. Jelen cikk célja a piac „láthatatlan kézmozdulatainak” felfedése és három fő kérdés megválaszolása:

1. Melyek azok a termékjellemzők, környezeti adottságok, amelyek együttállása a sikeres ETF-kibocsátás záloga?
2. Milyen innovációs irányok figyelhetők meg az európai ETF-piacon?
3. Milyen lehetőségek és akadályok állnak egy esetleges ETF-kibocsátás előtt hazánkban?

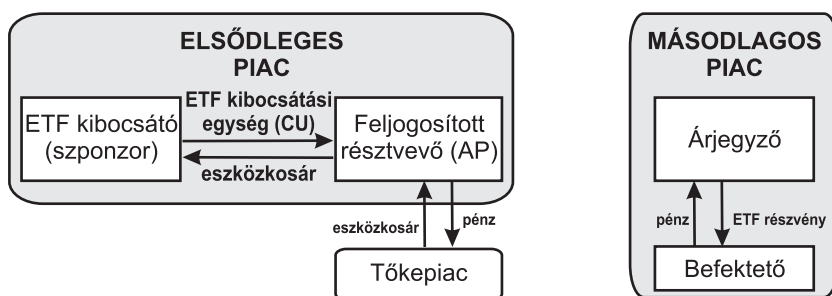
¹ Köszönöm *Kuti Ákosnak* (Equilor), hogy szakértelmével és meglátásaival emelte munkám színvonalát, illetve hozzájárult annak gyakorlati relevanciájához. Továbbá szeretnék köszönetet mondani *Gabler Gergelynek* (Equilor), *Fórián Szabó Gergelynek* (Pioneer Alapkezelő), *Pálinkás Ervinnek* (Pioneer Alapkezelő), *Honics Istvánnak* (OTP Alapkezelő) és *Boér Leventének* (OTP Alapkezelő), valamint *Réz Évának* (Budapesti Értéktőzsde) a nyújtott segítségért és iránymutatásért.

1.1. Tőzsdén kereskedett alapok

A tőzsdén kereskedett alapok olyan befektetési alapok, amelyek egy meghatározott index minél pontosabb követését célozzák meg, mindezt tőzsdén kereskedhető, likvid formában. A követett index jellegének és összetételének csupán az alapkezelők fantáziája és a *replikálási lehetőségek* szabnak határt. Az index követése megvalósulhat fizikailag, vagyis az index komponenseinek tényleges tartásával, illetve szintetikusán, vagyis indexhozamcsere (index return swap) ügyletek segítségével – a replikálás technikai részleteit bővebben Mistry [2012] ismerteti.

1. ábra

Az ETF-piac szerkezete



Forrás: Ramaswamy [2011]

A struktúra lelke a háttérben meghúzódó arbitrázsmechanizmus, amely biztosítja a befektetési jegyek piaci és nettó eszközértékének (NAV) szoros együttmozgását. A piac működését az 1. ábra szemlélteti, amelyen látható, hogy a *feljogosított résztvevők* központi szerepe egyaránt biztosítja az ETF-jegyek visszaválthatóságát (nyílt végű jellegét) és likvid másodlagos piacát.

A tőzsdén kereskedett alapok tehát ötvözik az indexalapok diverzifikált jellegét és költséghatékonyágát a transzparenciával (a követett index összetétele nyilvános) és a likviditással, amelyet a másodlagos piacon működő árjegyzők biztosítanak. Mindez párosul a tőzsdei kereskedésből adódó, változatos lehetőségekkel (például: rövidre eladás, küszöb- vagy limitáras megbízások használata), ami ugyanakkor kétélű kard, hiszen a tőzsdei kereskedési jutalékok rontják a befektetés nettó hozamát.

1.2. Adatok, források

Az empirikus vizsgálatokhoz a BlackRock [2011] és az EFAMA [2012] nyilvánosan elérhető kiadványaiból, valamint a WFE [2013], az OECD [2013] és a BÉT [2013] statisztikáiból állítottam össze adatbázist, amely több mint 3200 európai részvény ETF-adatait tartalmazza.

Ezenkívül a kutatás megtervezésében és a végső következtetések levonásában olyan gyakorlati szakemberek meglátásaira és tanácsaira támaszkodtam, mint az Equilor elemzői (Gabler Gergely és Kuti Ákos), a Pioneer Alapkezelő alapkezelői (Fórián-Szabó Gergely és

Pálinkás Ervin), az OTP Alapkezelő alapkezelői (Boér Levente és Honics István), valamint a BÉT munkatársa (Réz Éva).

1.3. Elemzési módszertan

Az empirikus elemzést az *IBM SPSS Statistics 20* programcsomag segítségével végeztem el. A faktorelemzés során a kivont faktorokon varimax forgatást alkalmaztam, míg a döntési fákat CHAID és CRT algoritmussal készítettem el.

Külön említést érdemel a *siker* fogalmának értelmezése. Ahogy arra Réz Éva (BÉT) is rámutat, pénzügyi közvetítők körében sikeres terméknek általában az minősül, amelynek magas a forgalma, mert ezzel közvetlen kapcsolatban áll a díjbevételek nagysága. Eközben az alapkezelők arra törekednek, hogy minél nagyobb legyen a kezelt vagyon, hiszen ez biztosítja a költséghatékony működéshez szükséges befektetői bázist. A McKinsey & Company [2011] éppen ezért úgy definiálja a „sikeres” ETF-eket, mint a kibocsátásuk utáni két évben legalább egyszer 100 millió dolláros kezelt vagyont elérő alapokat.

Ezt az értelmezést én azért nem tartom szerencsésnek, mert igazágtalan a kis tőkepiacokon jegyzett alapokkal szemben. Habár nézőpont kérdése, hogy az Egyesült Államok tőkepiacának egy százalékát megszerző instrumentum vagy például Magyarország tőkepiacának 90%-át megszerző instrumentum a sikeresebb, hiba lenne az utóbbit „sikertelennek” bélyegezni csupán azért, mert mérete nem halad meg egy önkényesen meghatározott küszöbértéket. Ezt kiküszöbölendő, én az (1) képletben bemutatott AUM2MKT mutatót fogom alkalmazni, amely annak a tőkepiacnak a méretéhez viszonyítja az ETF nagyságát, ahol a bevezetés történt – ezáltal „közös nevezőre” hozva a különböző nagyságú piacok ETF-kibocsátásait.

$$\text{AUM2MKT} = \frac{\text{kezelt vagyon (AUM)}}{\text{részvénypiaci kapitalizáció}} \quad (1)$$

Ahogy az 1. táblázatból látható, a siker fogalmának ilyenforma átdefiniálása számottevően nem változtatja meg az erőviszonyokat: a nyertesek továbbra is nyertesek maradnak, jóllehet az ETF-ek rangsora kissé módosulhat.

1. táblázat

A tíz legnagyobb részvény ETF Európában

	AUM (M USD)	AUM2MKT
iShares DAX (DE)	10 877	1.
iShares S&P 500	9 907	10.
SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	9 639	6.
Lyxor ETF Euro STOXX 50	7 937	9.
iShares MSCI Emerging Markets	7 379	12.
iShares NAFTRAC	7 182	2.
db x-trackers DAX ETF	6 454	3.
iShares FTSE 100	5 880	15.
db x-trackers MSCI Emerging Market TRN Index ETF	5 682	4.
iShares EURO STOXX 50 (DE)	5 667	5.

Forrás: BlackRock [2011]

2. A SIKER TITKA

2.1. Piaci erők azonosítása

Az ETF-kibocsátások sikerét kutatva, először azt vizsgáltam, milyen tényezők befolyásolják az (1) képletben definiált AUM2MKT változót. Ehhez Porter [2008] logikájára támaszkodtam, és az ismert öt piaci dimenzió (erő) mentén haladva kerestem a lehetséges magyarázó változókat, amelyeket a 2. táblázatban foglaltam össze, és az alábbiakban részletesen is bemutatok.

2. táblázat

Az elemzés során felhasznált magyarázó változók

PIACI DIMENZIÓ	AZONOSÍTOTT MAGYARÁZÓ VÁLTOZÓK
Vevők (befektetők)	Pop_GDP, Pop_Saving, Pop_GDP_PC, Pop_Saving_PC, MF_AUM, MF_Num, IndexComp_Num, IsDivPaid
Szállítók (alapok, közvetítők)	TER, IndexComp_Num, IsSynthetic, IND2MKT, ADV, Exch_Parties
Iparágon belüli verseny	RivalSpec_Exch, RivalCat_Exch, RivalSpec, RivalCat
Új belépők fenyegetése	TER, Exch_MktCap, Exch_Listed, Exch_ADV
Helyettesítő termékek	MF_Num, MF_AUM, Cert_Num

2.1.1. Vevők pozíciója

Lakossági befektetői szempontból valószínűnek tűnik a feltételezés, hogy az ETF-ek iránt támasztott keresletet alapvetően saját vagyoni helyzetük határozza meg. Ennek a legkézenfekvőbb mérőszámai vizsgálataim szerint a bruttó nemzeti termék (**Pop_GDP**) és a bruttó nemzeti megtakarítás (**Pop_Saving**), valamint ezek egy főre eső változatai (**Pop_GDP_PC** és **Pop_Saving_PC**).

Intézményi befektetői oldalról a lakossági befektetők kereslete minden bizonnyal közvetve is érezteti hatását a befektetési alapokon és pénztárakon keresztül. Ugyanakkor feltehető, hogy az alapkezelési iparág mérete, fejlettségi szintje is meghatározó, amelyet a befektetési alapokba fektetett vagyonnal (**MF_AUM**) és a befektetési alapok számával (**MF_Num**) igyekeztem tetten érni. Továbbá figyelembe vettem a követett index komponenseinek számát (**IndexComp_Num**) is, amely Pálinkás Ervin (Pioneer Alapkezelő) és Honics István (OTP Alapkezelő) szerint döntő szerepet játszik a vállalati oldalról jelentkező kereslet meghatározásában.²

A fentiekén kívül azt is figyelembe vettem, hogy egy adott ETF fizet-e osztalékot, vagy visszafekteti azt (**IsDivPaid**). Habár *Miller* és *Modigliani* tétele alapján (*Brealey, Myers, Allen* [2006]) ennek nem kellene szerepet játszania, mégis elképzelhető, hogy bizonyos adózási vagy likviditási szempontok miatt a befektetők egyik vagy másik változatot részesítik előnyben.

2.1.2. Szállítók pozíciója

Az ETF-ek piacának kínálati oldalát az ETF kibocsátója (szponzora), valamint a közvetítők (AP-k, tőzsdék, árjegyzők) alkotják, akiknek a nyereségesség az elsődleges szempontja.

Kibocsátói oldalról ez közvetlenül függ az ETF teljes költséghányadától (total expense ratio – **TER**), amelyet közvetve a mögöttes index száma (**IndexComp_Num**) és az alkalmazott replikálási módszer (**IsSynthetic**) határoz meg. Ezenkívül fontos azt is szem előtt tartani, mekkora a mögöttes index átlagos napi forgalma (**IND2MKT**), amelyet az AUM2MKT mutató képzéséhez hasonló megfontolásból korrigáltam a részvénytőzsdén átlagos napi forgalmával. Ez utóbbi mutató azért fontos, mert egy likvid index követése olcsóbban oldható meg – függetlenül az alkalmazott replikációs stratégiától.

A *közvetítők* szempontjából a nyereségesség záloga a megfelelő méretű tőzsdei forgalom, mert a különböző jutalékokat és díjakat ezzel arányosan számítják fel. Számolnunk kell tehát az ETF átlagos napi forgalmával (**ADV**). Továbbá azt is figyelembe vettem, hány tagja van a részvénytőzsdének (**Exch_Parties**), hiszen több tőzsdei résztvevő közül könnyebb olyat találni, aki vállalja például a feljogosított résztvevő (AP) vagy árjegyző szerepét.

2.1.3. Iparágon belüli verseny

Az ETF-iparágban jelen lévő versenyt úgy mértem, hogy megszámláltam azokat az ETF-eket, amelyek

- az ETF-fel megegyező piacon azonos (**RivalSpec_Exch**), illetve azonos kategóriájú (**RivalCat_Exch**) mögöttes indexet követnek;
- bármely (nem feltétlenül az ETF-fel megegyező) piacon azonos (**RivalSpec**), illetve azonos kategóriájú (**RivalCat**) mögöttes indexet követnek.

² A mögöttes logika itt az, hogy egy nagyobb elemszámú indexet sokkal nehezebb „házilag” elkészítenie, lekövetnie egy alap vagy pénztár kezelőjének, ezért ilyenkor van igazán „hozzáadott értéke” egy ETF használatának.

2.1.4. Új belépők fenyegetése

A potenciális új belépők jelentette fenyegetés számszerűsítése jelentette talán a legnagyobb kihívást. Ez nyilvánvalóan függ a már említett, teljes költséghányadtól (**TER**), mert az alacsony költségek ösztönzik az új belépők megjelenését. Továbbá az is számít, mekkora a felvevő részvénytőke mérete és aktivitása, amelyet a részvénytőke kapitalizációval (**Exch_MktCap**), a jegyzett részvények számával (**Exch_Listed**) és az átlagos napi forgalommal (**Exch_ADV**) mértem.

2.1.5. Helyettesítő termékek fenyegetése

A helyettesítő termékeket illetően már része az elemzésnek a befektetési alapok száma (**MF_Num**) és kezelt vagyona (**MF_AUM**). Ezenkívül érdemes még számba venni az ETF-fel azonos mögöttes indexet követő certifikátokat (**Cert_Num**), hiszen ezek hasonló befektetői igényeket elégítenek ki.

2.2. Faktorelemzés

Mielőtt a sikerbeli különbségek okaira összpontosítanánk, tekintsük először a magyarázó változókat. Az összegyűjtött magyarázó változók nagy száma (20 arány- és 2 nominális skálán mérhető) nemcsak kényelmi, hanem statisztikai szempontokat (pl. multikollinearitás) is sért, a további elemzés előtt ezért érdemes megpróbálkozni a dimenziószám csökkentésével, a látens változók azonosításával.

Erre a célra faktorelemzést használtam, amely biztató diagnosztikai eredményeket mutatott: a korrelációs mátrix determinánsának gyakorlatilag nulla ($D=2,75 \cdot 10^{-12}$) értéke, valamint a Bartlett-féle gömbölyűségi (sphericity) tesztstatisztika magas ($\chi^2=3101$) szintje a változók közti szoros lineáris összefüggőséget jelzi, ami a dimenziócsökkentés lehetőségét rejti magában.

A többi változóval csak gyenge kapcsolatot mutató változók eltávolítása után összesen 10 változó bevonásával azonosítható négy faktor, amely a teljes variancia 95%-át magyarázza meg.

3. táblázat

A kinyert faktorok és az eredeti változók korrelációja

	1: Tőzsde	2: Iparág	3: Gazdaság	4: Verseny
Exch_Parties	0,923			
Exch_Listed	0,911			
Exch_MktCap	0,900			
Exch_ADV	0,886			
MF_Num		0,983		
MF_AUM		0,940		
Pop_GDP_PC			0,965	
Pop_Saving_PC			0,862	
Rival_CatExch				0,990
Rival_Cat				0,894

A kinyert faktorok a 3. táblázat szerint a következőképpen interpretálhatók:

- 1. tőzsde:** ez a faktor a részvénytőzsi színvonalát méri – értékében kifejezésre kerül a jelenlévő szereplők és a jegyzett vállalatok száma, valamint a piac kapitalizációja és átlagos napi forgalma;
- 2. iparág:** ez a faktor befektetési alapkezelési iparág fejlettségét mutatja – értékét a befektetési alapok száma és kezelt vagyona vezérli;
- 3. gazdaság:** ez a faktor a gazdaság állapotát, a befektetők jólétét méri – ebben a GDP és a megtakarítások egy főre eső értéke kerül kifejezésre;
- 4. verseny:** ez a faktor az ETF-ek közötti versenyt méri – ezt az azonos kategóriába eső ETF-ek száma határozza meg.

A négy azonosított faktoron kívül fontos – de a többivel gyenge összefüggést mutató, így nem összevonható – változók a(z)

- IndexComp_Num,
- IND2MKT,
- Cert_Num,
- Is_Synthetic (nominális),
- Is_DivPaid (nominális).

Összességében tehát az eredeti 20 + 2 változót lecsökkentettem 7 + 2 változóra, amelyekkel a további elemzést végeztem.

2.3. *Linearitási és normalitási problémák*

Az elemzés következő lépése a „sikerváltozó” és a magyarázó változók közötti összefüggések feltárása, számszerűsítése. A változók közötti páronként vett pontdiagramok alapján megállapítottam, hogy az eredmény és a magyarázó változók közötti kapcsolat *nem lineáris*, sőt, a legtöbb esetben még csak nem is monoton. Ezért nem próbálkoztam olyan monoton nemlineáris transzformációval sem, amely a változók közötti kapcsolatrendszerrel lineárisra tenné, és elvettem a többdimenziós regresszió gondolatát.

A magyarázó változók perem- és AUM2MKT-csoportonként vett eloszlását vizsgálva³, arra a következtetésre jutottam, hogy a magyarázó változók sem feltétel nélkül, sem feltételesen *nem normálisak*. Ebből következően sérülnek a lineáris diszkriminancia-elemzés (LDA) feltételei, így ebben az esetben ez a módszer sem alkalmazható.

2.4. *Keresztábra-elemzés*

A páronként vett pontdiagramok alapján azonban azt is meg lehetett állapítani, hogy az eredményváltozó és a magyarázó változók közötti kapcsolat semmiképpen sem esetleges, viszont *sokkal inkább kvalitatív, mint kvantitatív*. Egyedül az IND2MKT változó magyarázó ereje felől voltak kétségeim, így ezt a változót kihagytam a további elemzésből.

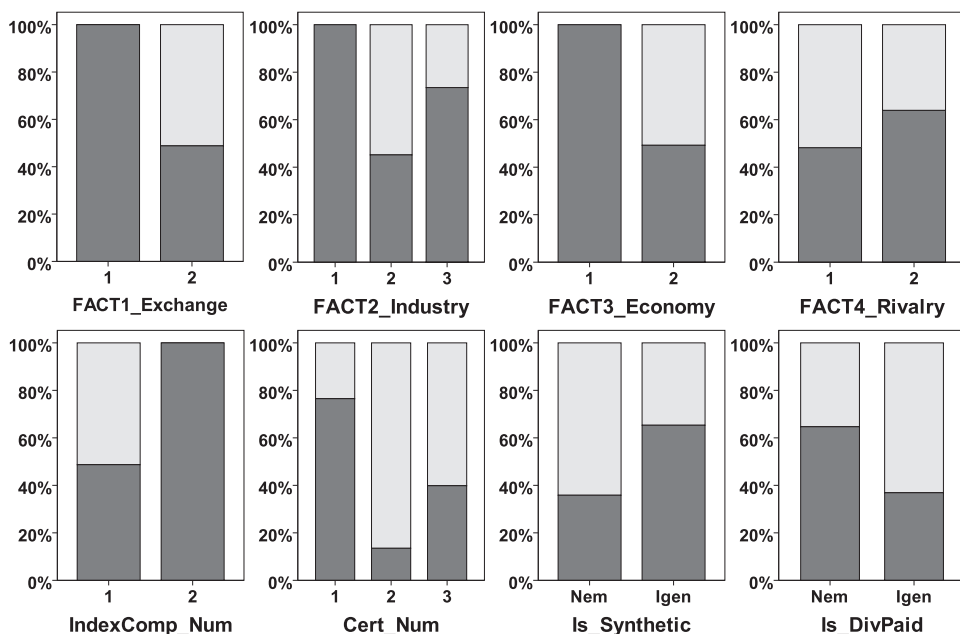
³ A vizsgálatokhoz a Kolmogorov–Smirnov- és a Shapiro–Wilk-tesztet alkalmaztam.

Azzal próbálkoztam tehát, hogy mind a „sikerváltozót”, mind a magyarázó változókat klaszterezéssel kategorizálom, majd az így létrehozott csoportokkal keresztábra-elemzést végzek. Az eredményváltozó alapján két csoportot képeztem, amelyeket 1-gyel (sikeres) és 0-val (kevésbé sikeres) jelöltem, míg a magyarázó változók esetében először hierarchikus klaszterező algoritmusokkal megvizsgáltam a fennmaradó hat arányskálán mért változó csoportosulását, majd a legmegfelelőbb csoportszámot választva a k-középpontú klaszterező algoritmussal kettő (alacsony–magas) vagy három (alacsony–közepes–magas) csoportba soroltam a szóban forgó változókat.

A keresztábra-elemzés során a kezelt vagyونuk (AUM) arányában súlyoztam az egyes ETF-eket. Erre azért volt szükség, mert a „sikeres” ETF-ek elemszáma relatíve kicsi, ezért ha a megszokott módon (a gyakoriságuk alapján) súlyozzuk az eseteket, akkor a magyarázó változók csoportképző ereje statisztikai értelemben nem mutatkozik szignifikánsnak. Úgy is fogalmazhatnánk, hogy az olyan *extrém fogalmak*, mint a „siker”, a „gazdagság” vagy a „kiválóság” definíció szerint ritkák, ezért az azonosított egyedeket nem darabra, hanem inkább „súlyra” szerencsés számba venni. Az AUM2MKT változó így képzett kategória-változók szerinti megoszlását a 2. ábrán láthatjuk, amely visszaigazolni látszik, hogy a magyarázó változók és az eredményváltozó között valóban van összefüggés.

2. ábra

Az AUM2MKT magyarázó változók szerinti megoszlása



A 2. ábra kapott eredményeket keresztábra-elemzéssel és a rájuk elvégzett khi-négyzet próbával formalizáltam. Ahogy a 4. táblázaton is láthatjuk, az eltérő súlyozás nem változtatta meg a magyarázó változók és az eredményváltozók közötti összefüggések irányát, viszont statisztikailag szignifikánssá tette azokat.

4. táblázat

Magyarázó változók hatása az AUM2MKT változóra

	GYAKORISÁGI SÚLYOZÁS		AUM SZERINTI SÚLYOZÁS	
	khi-négyzet	irány	khi-négyzet	irány
FACT1_Exchange	0,6	↑	924,2	↑***
FACT2_Industry	1,7	∩	8071,6	∩***
FACT3_Economy	0,4	↑	582,6	↑***
FACT4_Rivalry	0,4	↓	3251,3	↓***
IndexComp_Num	0,6	↓	6856,5	↓***
Cert_Num	70,0	∩***	78933,2	∩***
Is_Synthetic	4,4	↓**	9778,6	↓***
Is_DivPaid	3,8	↑*	140,9	↑***

A 4. táblázat eredményeit a következőképpen foglalhatjuk össze: egy ETF-bevezetés AUM2MKT mutatója várhatóan

- **magasabb**, ha megfelelő piaci (FACT1) és gazdasági (FACT3) környezetben van, illetve ha fizet osztalékot;
- **alacsonyabb**, ha nagy versennyel (FACT4) szembesül más ETF-ek részéről, továbbá, ha túl nagy indexet követ, vagy ha szintetikus replikációt alkalmaz;
- **általában magasabb**, ha a befektetési alapkezelési (FACT2) és a certifikát iparág fejlettebb, azonban az iparág túl nagy mérete – és az ebből származó fokozott verseny – már negatív hatással van az ETF sikerére.

A fenti eredmények alapvetően várakozásainknak megfelelően alakultak, mindazonáltal három dolgot érdemes hangsúlyozni:

1. A piacon kifejezésre kerül a menekülés a szintetikus replikációt alkalmazó ETF-ekből a fizikai replikációt használók felé, ahogy azt *Fox* [2012] is kifejti. Így, habár a szintetikus leképezés sok esetben költséghatékonyabb módja a mögöttes index követésének, a befektetők és a szabályozók fokozott óvatossággal közelítenek az emelt partnerkockázatot hordozó instrumentumokhoz.
2. Az adatok alapján úgy tűnik, hogy a befektetők jobban kedvelik, ha egy ETF kifizeti a kapott osztalékot, mintha visszaforgatná azt. Ennek fő okát abban látom, hogy az ETF-befektetők nagy része intézményi, amelyekre viszont *Edwards* [2012] alapján a legtöbb európai országban valamilyen formában osztalékadó-kedvezmény (vagy -mentesség) vonatkozik. Ezért számukra valóban előnyösebb, ha az index hozamának minél nagyobb hányadát osztalék (és nem árfolyamnyereség) formájában kapják kézhez. Ezenkívül viselkedési pénzügyi alapon az is elképzelhető, hogy a befektetők a 2.1.1. részben már említett Miller–Modigliani-tétellel ellentétben, előnyben részesítik a „biztos” osztalékáramot a „bizonytalan” árfolyamnyereséggel szemben, és így az osztalékfizető ETF-eket preferálják.

3. Ami talán a legmeglepőbb eredmény, az a követendő index nagyságának negatív hatása, ami első megítélésre ellentmondásos eredménynek tűnik, hiszen az ETF-ek fő célja, hogy diverzifikált portfóliók (indexek) költséghatékony követését tegyék lehetővé. Elméletileg a nagy (akár több ezer komponenst tartalmazó) indexek a diverzifikáció iskolapéldái, tehát ennek az alapján az őket követő ETF-eknek a legsikeresebbek közé kellene tartozniuk – mégsem ez tapasztalható. A fenti okfejtés feltehetőleg egyrészt költségszinten bukik el, másrészt az ilyen ETF-ek sok esetben túlzottan tág fókuszúak – a befektetők számára tehát valószínűleg az is vonzó, ha egy ETF-fel céltzott piaci kitétséget tudnak megszerezni.

2.5. Döntésifa-elemzés

A 4. táblázat khí-négyzet statisztikái alapján láthattuk, melyik magyarázó változó hogyan hat az ETF-bevezetések sikerét jelképező AUM2MKT változóra – sőt, az egyes változók csoportképző erejét is megállapíthattuk.

Egyelőre nem foglalkoztunk még viszont a változók együttes hatásának vizsgálatával, amire jelen esetben (kategóriaváltozók használatakor) hatékony eszköznek bizonyulnak a különféle döntésifa-építő algoritmusok. Ezek nemcsak a magyarázó változók csoportképző erejét, hanem a sorrendiségét (vagyis: együttes jelentőségét) is figyelembe veszik, így mélyebb betekintést nyújtanak az eredményváltozó alakulásába. Ehhez lépésről lépésre úgy választják ketté a magyarázó változók által kijelölt csoportokat, hogy azok az eredményváltozó alapján a lehető legjobban elkülönüljenek egymástól (khí-négyzet alapú [CHAID] megközelítés), illetve a lehető leghomogénebbek legyenek (szórás alapú [CRT] megközelítés).

Az elemzést az SPSS program klasszifikációs és regressziós algoritmusával végeztem el. Az eredmények alapján elmondható, hogy egy ETF-bevezetés sikerében

- a legmeghatározóbb a befektetési alapkezelési *iparág fejlettsége, illetve az azon belüli verseny mértéke*;
- továbbá fontos szempont az osztalék kezelésének (kifizetésének/visszaforgatásának), így közvetve az *adózásnak a kérdése*;
- kevésbé meghatározó, de jelentős az *alkalmazott replikálási módszer*, ami a korábban elmondottak szerint közvetve a szabályozói bizonytalanságtól és a partnerkockázattól való félelmet testesíti meg (legalábbis Európában).

A kapott eredmények alapján az *európai ETF-piacot a kínálati oldal dominálja*, vagyis az olyan tényezők, mint a szereplők közötti verseny és az ezáltal kialakuló költségoldali hatások. Az értékesítési csatornák jellege, fejlettségi szintje mellett másodlagosnak tűnnek az olyan tényezők, mint a tőkepiac és a gazdaság állapota, amelyek (ebben az elemzésben) a keresleti oldalt képviselik. Igazolódni látszik tehát Fox ([2012], 36. o.) álláspontja, miszerint „a befektetési alapokat értékesítik, nem pedig vásárolják”.

3. EURÓPAI IRÁNYOK

A sikeres ETF-kibocsátáshoz szükséges tényezők azonosítása után lássuk, mely innovációs irányok kapnak hangsúlyt az európai ETF-piacon, illetve milyen fogadtatásban részesülnek a szabályozó testületek részéről. Ezek a témakörök nem véletlenül kerülnek együtt tárgyalásra: véleményem szerint elengedhetetlen *az innováció és a reguláció* kérdésének szimultán kezelése, ugyanis erős visszahatás van e két jelenség között.

3.1. Piaci tendenciák

Az elmúlt évek viszonylatában talán a legfontosabb esemény az Európában elharapódzó államadósság-válság, és ahogy *Watt et al.* ([2011], 1–3. o.) is hangsúlyozza: „*Az Európai Központi Bank (ECB) lépései, amelyek az európai bankok forrásszükségeit biztosítják, kulcsfontosságúak. (...) Nagyon sok minden alakulhat rosszul a közeljövőben (...), a politika most jobban számít, mint valaha.*”

Nem meglepők tehát *Khandagiri, Kannan, Godara* [2012] elemzésének eredményei, amelyek szerint az ETF-befektetők a biztonságosnak, kiszámíthatónak, gazdaságpolitikai vizsályoktól védettnek tartott eszközcsoportokba menekültek, vagyis relatíve felülsúlyozzák

- a német részvényeket az egyesült királyságbeli részvényekkel szemben;
- a kincstárjegyeket a vállalati kötvényekkel szemben;
- az aranyat az üzemanyagokkal szemben.

Ugyanakkor a tőkeáramlások (fund flows) szemszögéből vizsgálva a piaci folyamatokat, az európai befektetési alapkezelési iparág a globális makrogazdasági bizonytalanság ellenére is folyamatos tőkebeáramlásnak örvend (*Fox* [2012]), és ez mind az indexalapok, mind az ETF-ek nettó eszközértékének növekedésében tükröződik.

Egy másik szempontot, az iparági életpályát tekintve az ETF túl van a születési szakaszon, és „*fontos inflexiós ponthoz érkezve, új fázisba lép. A második felvonást az ETF-ek számára a termékfejlesztés, értékesítés és feltehetően a szabályozás terén történő komoly változások fogják meghatározni*” (*McKinsey&Company* [2011], 7. o.). Valóban, az ETF-ek számának növekedésével egyre kiélezettebbé válik a verseny, ami nemcsak a költségek csökkenésében, hanem az ETF-kibocsátók stratégiaalkotásában is megmutatkozik:

- a piacvezetőknek pozíciójuk megtartásához elengedhetetlen felismerniük *az ügyfél-orientált termékfejlesztés és a földrajzi terjeszkedés* jelentőségét;
- az új belépőknek ugyanakkor egyrészt jól kell időzíteniük a kezükben lévő (belépési) reálopció lehívását, másrészt pedig be kell szállniuk az iparágban zajló *innovációs versenyfutásba*.

Mindemellett a sikeres ETF-kibocsátások csökkenő arányát tekintve, az *Ernst & Young* [2013] felhívja a figyelmet a *méretgazdaságosság jelentőségére*, vagyis arra a közgazdasági alapelvre, hogy minél nagyobb az ETF kezelt vagyona, annál költséghatékonyabban valósítható meg a mögöttes index követése.

Az erőteljes innovációs hullám mögött természetesen a befektetői igények állnak. Ahogy arra már korábban utaltam: habár az ETF-ek első ránézésre a befektetési alapok „tőzsdei kistestvérének” tűnhetnek, a piacon betöltött szerepük merőben eltérő azokétól,

hiszen elsődleges céljuk a mögöttes index minél hatékonyabb követése, replikálása. Ahogy pedig azt Kang [2008] is hangsúlyozza: „*az indexkövetés manapság egyre kevésbé szól a teljesítménymérésről, sokkal inkább egy egyedi kitétségek szerzésére szolgáló eszköz.*”

Az ETF-ek által követett indexek típusának, jellegének pedig csak a befektetők étvágya és az alapkezelők vállalkozó kedve szab határt. „*Az ETF-ek használata, amely jelenleg a részvényekre fókuszál, valószínűleg kiterjed majd más eszközcsoportokra is Európában*” – kommentálja az IndexUniverse ([2010], 1. o.) az újabb és újabb (kötvény, áru, deviza) indexek megjelenését. Ezen a téren talán a legnagyobb újítás az úgynevezett *aktív ETF-ek* megjelenése volt, ami a mögöttes index valamilyen szempontból aktív menedzselését takarja. Ez történhet úgynevezett fejlett indexkövetéssel (enhanced indexing), vagyis a mögöttes index súlyozásának önkényes megváltoztatásával, de akár az indexkomponensek gondos megválasztásával is.

Az innováció azonban nemcsak a mögöttes indexek, hanem a követés jellegében is elérte az iparágat. A teljességre való igény nélkül a *speciális ETF-típusok* közül kettőt emelnék ki:

- **inverz ETF:** éppen ellentétesen mozog a mögöttes indexszel – tehát amikor az index hozama pozitív, akkor az ETF-é negatív, és fordítva;
- **tőkeáttételes ETF:** azonos irányba mozog a mögöttes indexszel, azonban annak (napi) hozamait egy előre meghatározott szorzóval (jellemzően kétszeresére vagy háromszorosára) felnagyítja.

Mondani sem kell, hogy az imént bemutatott különleges (aktív, inverz, tőkeáttételes) ETF-ek a megszokott „vanília” ETF-ekétől merőben eltérő kockázati profillal rendelkeznek, és sokszor olyan kitétségeket is tartalmaznak, amelyek első látásra nem nyilvánvalók.

3.2. Szabályozói aggályok

Az ETF-ek látványos növekedési és innovációs hulláma nemcsak a befektetési alapkezelési iparág szereplőinek okozott fejtörést, hanem az európai tőkepiacot felügyelő szervezeteknek is. A szabályozói attitűdöt jól tükrözik a Pénzügyi Stabilitási Testület (Financial Stability Board) olyan óvatos intelmei, mint „*az ETF-iparág gyors növekedése és innovációja fokozott figyelmet követel*” (FSB [2011], 1. o.), vagy „*az új ETF-fajták új kihívásokat hordoznak magukban a partner- és fedezeti kockázatok tekintetében*” (Emsden [2011], 1. o.).

Mindazonáltal, ahogy arra a McKinsey & Company [2011] is utal, világszerte kisebb-nagyobb bizonytalanságot tapasztalhatunk a szabályozók felől, ami az iparág kárára sokszor túlkapaszkodásokba torkollik, amivel az Ernst & Young [2013] által megkérdezett alapkezelők 73%-a egyetért. Itt külön említést érdemel a szintetikus replikálást használó ETF-ek elmúlt években történő megbélyegzése: az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) egészen 2013-ig „komplex” instrumentumként jellemezte ezeket az ETF-eket, élesen elkülönítve őket „nem komplex”, vagyis fizikai követést használó társaiktól.

A *szabályozói szigor* Fox ([2012], 33. o.) szerint azt eredményezte, hogy az elmúlt években Európában jelentős tőkeáramlás történt a jellemzően szintetikus replikációt használó ETF-kibocsátók (Deutsche Bank, Lyxor) termékeiből (pl. db x-trackers) a jellemzően fizikai replikációt használó ETF-kibocsátók (BlackRock) termékeibe (pl. iShares). Ugyanakkor az iparági konzultációnak és az egyre kiterjedtebb tanulmányoknak köszönhetően egy komp-

romisszumos megoldás látszik körvonalazódni az ETF-ek általános szabályozását illetően, ami olyan új sztenderdekben ölt testet, mint a 2011-től érvényben lévő UCITS IV direktíva vagy a 2012-ben implementált RDR (Retail Distribution Review) az Egyesült Királyságban.

A UCITS-direktívák olyan egységes követelményeket igyekeznek meghatározni a befektetési alapokkal (és így az ETF-ekkel) szemben, amelyek lehetővé teszik egy tagországok felügyeletei által általánosan elfogadott, határokon átvívelő forgalmazást és értékesítést megkönnyítő „UCITS-útlevelel” használatát. Ilyen kritériumok például az ETF-ekkel kapcsolatosan megfogalmazott *diverzifikációs és koncentrációs követelmények*, amelyek célja, hogy az ETF-befektető ne legyen túlzottan kitéve sem az indexkomponensekből származó, egyedi árfolyamkockázatnak, sem az alap mögöttes kölcsönzési- és/vagy csereügyleteiből származó partnerkockázatnak.

Az iparág és a szabályozók egy másik fontos „súrlódási pontja” a *transzparencia kérdése*. Az érme egyik oldala, hogy a befektetők védelme – amely közös érdek mind az iparág, mind a szabályozók számára – megkívánja az ETF-ek által tartott portfóliók, derivatívák, valamint a velük kapcsolatban álló partnerek rendszeres közzétételét, ami a UCITS-direktívákban is visszaköszön. Erre az IndexUniverse ([2010], 1. o.) szerint azért kell különösen nagy hangsúlyt fektetni, mert „*a termékfejlesztők igyekeznek módot találni arra, hogy strukturált termékeket, hedge fundokat és aktívan kezelt alapokat rejtssenek anélkül ETF-lepel alá, hogy annak alapvető tulajdonságait megőriznék*”.

Az érme másik oldala, hogy a túlzott transzparencia ellehetetleníti a költséghatékony indexkövetést. Nemcsak az aktív ETF-eknek okoz ugyanis problémát, ha gondos kutatással és elemzéssel kialakított stratégiájukat rendszeresen nyilvánosságra kell hozniuk. Ahogy azt *McLaughlin* [2008] magyarázza, a fokozott nyilvánosság a piacot domináló, „hagyományos” ETF-eknél is problémát okoz, mert elősegíti az úgynevezett indexarbitrázs-tevékenységet.⁴

Az eddigieket összefoglalva és az Ernst & Young ([2013], 9. o.) szavaival élve, „*az iparág legnagyobb kihívása a költségek alacsonyan tartása a szabályozás megvalósítása mellett*”. A szabályozók feladata tehát nem könnyű, mert úgy kell szabályos (szabványos) mederbe terelniük egy gyorsan növekvő ágazatot, hogy azzal megelőzzék az egyes országok közötti eltérő szabályozást kijátszó szabályozóiarbitrázs-tevékenységet, ugyanakkor ne fojtsák meg magát a piacot.

4. HAZAI PERSPEKTÍVÁK

Az előzőekben megvizsgáltam, milyen termékjellemzők, környezeti tényezők valószínűsítik egy részvény ETF-bevezetés sikerét, majd a legfrissebb európai tendenciákat vettem górcső alá.

Ebben a részben Magyarország és a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) viszonylatában fogom értelmezni a felhalmozott ismereteket, továbbá megvizsgálom az OTP által létrehozott

⁴ Ez a tevékenység az indexösszetétel megváltozásának bejelentése és érvénybelépése közti időt (ami sokszor napokat jelent) használja ki arra, hogy az ilyenkor jelentkező keresleti-kínálati hatásokat kiaknázza, megelőzve (front-run) és komoly veszteségeket okozva az olyan passzív stratégiát követő piaci szereplőknek, mint az ETF-ek, amelyeknek a mandátuma nem teszi lehetővé az index aktuális súlyozásától való eltérést.

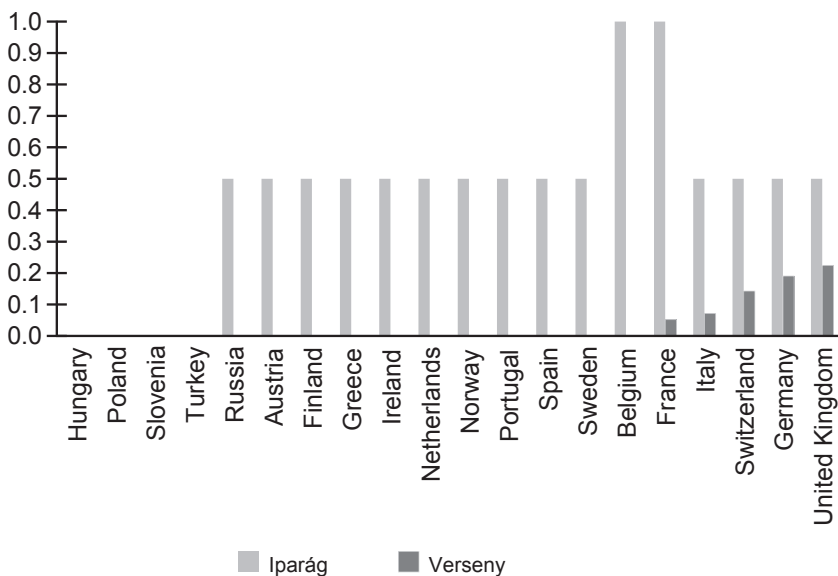
BUX ETF-indexkövető alap első éveit. Végezetül az így alkotott kép, valamint a magyar piaci szereplőkkel (alapkezelőkkel, elemzőkkel) folytatott konzultációk alapján mérlelem a jövőbeli lehetőségeket, irányokat.

4.1. Jelen helyzet

A 2. részben leírt keresztábra- és döntésifa-elemzés eredményei alapján arra a következtetésre jutottam, hogy egy ETF sikerében a legnagyobb szerepet az iparág fejlettsége és az azon belüli verseny mértéke játssza, ami biztató az olyan kis, nyitott gazdaságoknak, mint hazánk.

3. ábra

Európai országok összevetése az ETF-iparág fejlettsége és a verseny mértéke alapján



Ha szemügyre vesszük a 3. ábrát, akkor levonhatjuk azt a következtetést, hogy európai összehasonlításban *Magyarországon az ETF-iparág még gyerekcipőben jár*. Elmondható tehát, hogy iparágon belüli verseny hiányában a jövőt elsősorban külső (exogén) tényezők, így a helyettesítő termékek terjeszkedési üteme és általában a befektetési alapkezelési iparág tendenciái fogják meghatározni.

Ezek közül talán a legjelentősebb változás az osztrák tulajdonú Közép-Kelet-Európai Tőzsdeszövetség (CEESEG) terjeszkedése, amelyhez 2010 óta már a BÉT is tartozik. A *tőzsdéi integrációs hullám* elérte hazánkat is, amelynek hatásai olyan lépésekben érhető tetten, mint a német Xetra kereskedési rendszernek 2013 második felére tervezett magyarországi bevezetése. Ahogy azt Réz Éva (BÉT) és *Türzó* [2013] is megjegyzi, ez várhatóan a befekte-

tési szolgáltatói iparág konszolidációjával fog járni, részben a magas átállási költségek, részben a fokozottan jelentkező külföldi konkurencia miatt. Az érme másik oldala ugyanakkor egy szélesebb termékpaletta, nagyobb forgalmú piac kialakulása, ami minden bizonnyal megkönnyíti majd az új termékek bevezetését.

Mindazonáltal a dinamikus innováció közepette nem szabad megfélemleni a befektetők megfelelő szintű tájékoztatásáról, oktatásáról sem, ami elengedhetetlen az új termékek elterjedéséhez. Ezt Kuti Ákos (Equilor) véleménye is megerősíti, aki szerint a lakossági ügyfeleknél gyakori az új megoldásokkal kapcsolatos bizalmatlanság, informátlanság, ami persze annak is betudható, hogy „a lakossági befektetők nagy része a 4-5 nagy magyar részvényen, DAX-on, S&P 500-on, eurón, dolláron kívül csak különleges esetben” vesz fel kitétséget.

4.2. Ambíciók és tapasztalatok

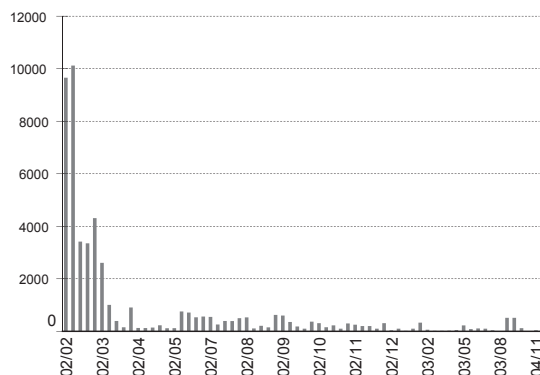
Magyarországon az ETF-ek meghonosítására tett első próbálkozás az Egyesült Államokban nagy népszerűségnek örvendő, korábban már említett Nasdaq QQQ ETF bevezetése volt a BÉT MMTS szabadpiacára 2002. február 1-jén.

Ahogy azt a 4. ábrán láthatjuk, a jelenleg közel 32 milliárd dolláros kezelt vagyonú alap kezdetben nagy érdeklődésnek örvendett, néhány hónap után azonban a bevezetés tisztavirág-életűnek bizonyult, és a korábban heti 5-10 ezer darabos forgalom néhány százás nagyságrendűre esett vissza⁵, ezért a BÉT végül a termék kivételével döntött. A kudarchoz *Somi* [2008] *Ráner* Gézával készített interjúja alapján több tényező is hozzájárult:

- egyrészt minden bizonnyal problémát okozott a Nasdaq és a BÉT nyitva tartása közötti jelentős (6 órányi) időkülönbség;
- másrészt a megfelelő színvonalú technikai, infrastrukturális háttér hiánya is nehezítette a QQQ befutását.

4. ábra

A QQQ ETF heti forgalmának alakulása a BÉT szabadpiacán



Forrás: Bloomberg [2013]

⁵ Összehasonlításképpen: a BÉT [2013] statisztikái szerint 2002 elején a részvényszekció heti forgalma 15 ezer darab, míg a határidős BUX heti forgalma 4-5 ezer darab kérés körül alakult.

Az előzőnél jóval sikeresebb bevezetés volt a BUX ETF 2006. decemberi megjelenése a BÉT-en, amelyet a piaci szereplők nagy várakozással fogadtak, és a BÉT akkori elnöke, *Szalay-Berzeviczy Attila* egyszerűen csak „szuperrészvénynek” nevezett, az ETF-ek azon tulajdonságát hangsúlyozva, hogy egy teljes piac kitétségét teszik egyszerűen kereskedhetővé a befektetők számára (Portfolio.hu [2008]). *Végh, Pálfi* [2007] egy BUX-on alapuló ETF sikerét több tényezőben látta:

- az intézményi befektetők nagy része a BUX-ot használja benchmarkként, így kialakított portfóliójuk egy része maga az index;
- az ETF-ek kis követési hibája és alacsony költséghányada vonzó azon befektetők számára, akik piaci pozíciójukat költséghatékonyan szeretnék kialakítani;
- egy BUX-ot lekövető instrumentum könnyebbé (olcsóbbá) teszi az indexre épülő, strukturált (pl. garantált hozamú) termékek létrehozását;
- a lakossági befektetők BUX határidős piacán való dominanciája alapján feltehető, hogy lenne igény egy kényelmesebb, kisebb tőkeáttételű instrumentumra.

A bevezetés utáni első évet, 2007-et tekintve valóban elmondhatjuk, hogy a BUX ETF-et lelkesen fogadta a piac, ami megmutatkozik a termék intenzív (heti 150 ezer kötéses) forgalmán és dinamikus növekedő „normalizált” (indexárfolyammal osztott) kapitalizációján, amely az 5. ábrán látható. Ez utóbbi nemzetközi szinten is elismerést nyert, amikor az Exchangetradedfunds.com a legnagyobb növekedést felmutató európai ETF-ként tüntette ki a BUX ETF-et 2008-ban.

5. ábra

A BUX ETF „normalizált” kapitalizációjának alakulása



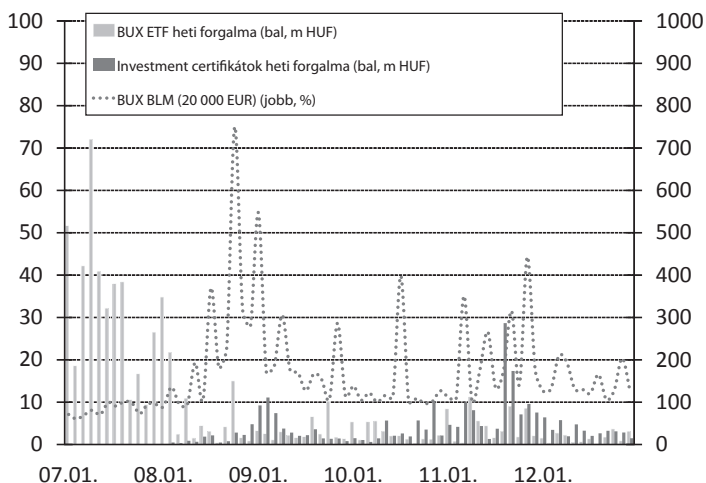
Forrás: BÉT [2013]

Kétség sem fér hozzá tehát, hogy a BUX ETF története sikeresen indult. Ahogy azonban az 5. ábrán is láthatjuk, a BUX ETF életében 2008 februárjában fordulópont mutatkozik, ettől kezdve ugyanis nem folytatódik a „normalizált” kapitalizáció magabiztos növekedése. Nem csak az ETF növekedésében tapasztalhatunk trendváltást: a 6. ábra szerint ettől az

időponttól kezdve a termék forgalma is alacsonyabb szinten rögzült, az instrumentummal kapcsolatos likviditási költségeket számszerűsítő BLM-érték pedig megnőtt.

6. ábra

A BUX ETF és az investment certifikátok a BÉT-en



Forrás: BÉT [2013]

Ha feltesszük a heti adatok függetlenségét és normalitását, akkor a forgalomra és likviditásra vonatkozó állítás t-próbával tesztelhető. A függetlenség egyhetes időtávra már feltehetően teljesül a piacok legalább gyenge hatékonysága miatt, a normalitás tesztelésére pedig statisztikai próbák állnak rendelkezésre. A mintát aszerint kettéosztva, hogy 2008 februárja előtt vagy után járunk, majd csoportonként elvégezve a Kolmogorov–Smirnov-féle tesztet, a BLM (20 000 EUR) mutató esetében nem vehető el a normalitás, a heti forgalomnál azonban minden szignifikanciaszinten sérül ez a kitétel – így ez utóbbi esetben a t-próba csupán aszimptotikusan alkalmazható.

Figyelembe véve a csoportok eltérő varianciáját (amelyet a Levene-teszt is megerősít) a módosított t-próba eredményeit az 5. táblázat tartalmazza. Elmondható tehát, hogy a BUX ETF likviditása 2008 februárja előtt szignifikánsan magasabb volt, mint a későbbiekben.

A BUX ETF likviditás-változásának statisztikai tesztelése

	t-statisztika	p-érték
Heti forgalom	7,234	0,000
BLM (20 000 EUR)	3,386	0,050

Forrás: BÉT [2013]

Érdekes a kérdésfelvetés, hogy vajon mi okozhatta ezt a komoly változást a BUX ETF életében. Vannak, akik úgy gondolják, hogy a certifikátok 2008. februári BÉT-re történő bevezetése áll a változások háttérében: Gabler Gergely (Equilor) szerint például „*a BUX ETF-től való elfordulásért egyértelműen a certi a felelős, amely kiütötte a terméket a piacról*”. Az elemző úgy véli, hogy a magyar lakossági befektetők számára a piaci kitettség kényelmesebb, likvidebb formája a certifikát, ami ráadásul sokszor tőkeáttételes („turbó”) formában is elérhető. Ezt a véleményt támasztja alá a Deutsche Bank [2007] állásfoglalása is, amely szerint a certifikátok széles spektruma, alacsony követési hibája, megbízható likviditása és kockázat-hozam profilja kifejezetten a spekulatív lakossági befektetők számára vonzó, akiknek a 2000-es évek eleji medve piac megrendítette a hitét a hagyományos indexkövetésben.

A BUX ETF aktivitásának csökkenése mögött más okokat lát Honics István (OTP Alapkezelő), aki szerint a certifikátok megjelenése csak másodlagos szerepet játszott a változásokban. Az alapkezelő szerint sokkal fontosabb tényező volt a(z)

- alap tőzsdei bevezetését kísérő/követő marketingkampány leállítása;
- OTP Alapkezelő részéről történő keresletgenerálás csökkentése;
- magánnyugdíj-pénztárak keresletének a 2010–11-es pénzügyi stabilitási intézkedések miatti nagymértékű visszaesése.

Honics István (OTP Alapkezelő) továbbá hangsúlyozza, hogy a BUX ETF megítélésében döntő szerepet játszott a követendő index kis elemszáma. Pálinkás Ervin (Pioneer Alapkezelő) szavaival élve, „*a BUX index lekövetéséhez elég megvenni négy részvényt..., nem egy nagy munka*”, vagyis az intézményi befektetők számára csak korlátozottan érvényesülnek az 1.1. részben kifejtett diverzifikációs, költséghatékonysági stb. előnyök, és „házon belül” egyszerűbben, olcsóbban meg tudják oldani a BUX index követését – különösen akkor, ha még a komponensek súlyozásán is szeretnének finomhangolni.

4.3. Korlátok és lehetőségek

A magyar ETF-piacon zajló folyamatokkal kapcsolatban két dolgot kell kiemelnünk. Egyrészt Gabler Gergely (Equilor) felhívja a figyelmet arra, hogy a globális piacok elmúlt években tapasztalható turbulenciája, valamint a már említett, európai államadósság-válság a befektetők rövid távú szemléletét eredményezte. „*Egyre nagyobb teret nyer a technikai alapú kereskedés*”, amelyhez pedig a BUX index esetén kiváló eszköz lehet a BUX ETF, hiszen segítségével egyszerűen és gyorsan lehet nyitni és zárni a mögöttes indexre vonatkozó pozíciókat.

Másrészt mind Pálinkás Ervin (Pioneer Alapkezelő), mind Boér Levente (OTP Alapkezelő) rámutat az elmúlt évek piaci bizonytalansága miatti „total return” szemlélet előtérbe kerülésére a globális alapkezelési iparágon belül. A befektetők tehát az alapkezelőkre bízják a feladatot, hogy a piaci turbulenciák közepette szakértelmükkel megvédjék (sőt, növeljék) a rájuk bízott tőke értékét, így a cikk elején említett aktív-passzív dichotómia mérlege a közeljövőben az aktívan kezelt alapok irányába látszik dőlni – ez kedvezőtlenül érinti a passzív stratégiát követő indexalapokat, így a BUX ETF-et is.

A 2. részben azonosított, sikert meghatározó tényezők – így például az iparág vagy a gazdaság fejlettségi szintje, de a helyettesítő termékek (pl. certifikátok) jelenlétéből származó verseny is – jellemzően adottság (exogén) természetűek abban az értelemben, hogy az ETF kibocsátója nem vagy csak nehezen tudja befolyásolni azokat. Egy új ETF-bevezetés megtervezése (vagy egy már létező átstrukturálása) során ezért az alapkezelőnek lényegében két fő kérdést kell megválaszolnia:

1. **melyik indexet kövesse** az ETF: milyen kitettséget nyújtson a befektetőknek, illetve esetlegesen szükséges van-e egy új index létrehozására a piaci igényeknek való megfelelés érdekében;
2. **hogyan kövesse** az ETF a választott indexet: milyen replikálási módszert alkalmazzon, illetve mely piaci partnerekkel hozza létre az ETF elsődleges piacát, ezzel megteremtve az arbitrázsmechanizmus feltételeit.

Az első kérdésre Pálinkás Ervin (Pioneer Alapkezelő) egyszerűen annyit válaszol: „*Legegyen érdekes!*” – arra utalva, hogy az ETF-ek lényege a speciális piaci kitettségek felvételének egyszerű, gyors és olcsó megteremtése a befektetők számára. Egy ETF sikerének záloga tehát egy valamilyen szempontból (például nagyság, szektor vagy földrajzi kitettségű) különleges index követése.

A második kérdésre már nehezebben adható az előzőhöz hasonló, általános érvényű válasz. Ahogy Honics István (OTP Alapkezelő) magyarázza, a replikálási módszer nagyban függ a piaci adottságoktól, az ETF-kibocsátó kapcsolataitól, vagyis attól, hogy mely piaci partnerekkel fogja az ETF elsődleges piacát kialakítani. A döntést így elsősorban a költségoldal határozza meg, ettől függ ugyanis, hogy megvalósítható-e az ETF árjegyzése versenyképes feltételek (spread) mellett.

Az ETF-piac hazai kilátásait illetően ezért nem szabad messzemenő pozitív vagy negatív következtetéseket levonni csupán a BUX ETF története alapján. A közép-kelet-európai országok fejlődési potenciálja továbbra is kecsegtető marad a nemzetközi befektetők számára, habár a nyugdíjpénztárak keresletének kiesése valóban nem tesz jót az alapkezelési iparágnak (FN24.hu [2011]).

Ami az ETF-piac közvetítőrendszerének nyereségességét illeti, két dologra hívnám fel a figyelmet. Egyrészt a 4.1. részben már említett közép-kelet-európai integrációs-konzolidációs folyamatra, amely várhatóan a verseny fokozódásával, a piac tisztulásával és az árrések szűkülésével jár majd, ugyanakkor egy szélesebb befektetői bázissal megteremti a mérhető tékonyság feltételeit, ami a nemzetközi versenyképesség egyik alapkőve.

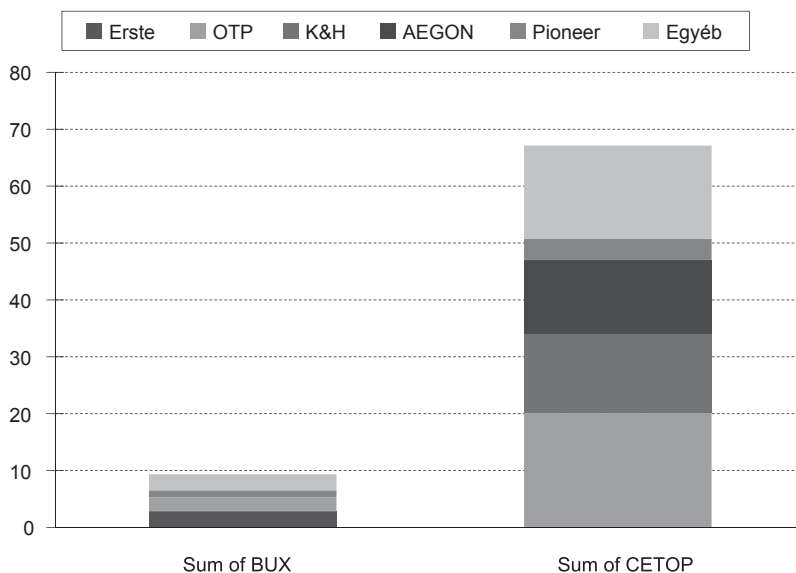
Másrészt, ahogy arra Kuti Ákos (Equilor) is rámutat, nem szabad figyelmen kívül hagyunk, hogy habár Közép-Kelet-Európa tőzsdei forgalomban nem jeleskedik, a generált juttalékbevételek szempontjából vonzó régióknak számít. Ez pedig elősegíti az innovatív termékek bevezetését, illetve az azzal járó technológiai/infrastrukturális fejlesztések megtérülését.

Felmerül tehát a kérdés, hogy milyen ETF-nek lenne a régióban jövője. Véleményem szerint érdemes lenne a BUX-nál valamivel tágabb fókuszú, ugyanakkor regionálisan releváns indexet, például a CETOP 20-at követő ETF bevezetésével megpróbálkozni. A választás több szempontból is szerencsés lenne:

- A CETOP 20 index több komponensből (20) áll, mint a BUX (13), jóllehet európai viszonylatban ez még mindig kicsinek számít: a BlackRock [2011] adatai alapján csak a 14. percentilisben van.
- Ennél fontosabb viszont, hogy a CETOP 20 sokkal jobban diverzifikált, mint a BUX, amit a BUX-éhoz (HI=0,24) képest jóval alacsonyabb (HI=0,08) Herfindahl koncentrációs mérőszám is mutat (BÉT [2013]).
- Továbbá, ha összevetjük a BUX-ot és a CETOP 20-at követő hazai indexalapok kezelt vagyonát (lásd 7. ábra), akkor a CETOP 20 index iránt közel nagyságrenddel (hétszer) nagyobb érdeklődést tapasztalhatunk, és feltehető, hogy ez a keresleti hatás az ETF-piacon is érvényesülne.

7. ábra

**A BUX és CETOP 20 indexalapok összevetése
AUM (Mrd HUF) alapján**



Forrás: BÉT [2013]

A leírtak alapján érthetőek az OTP Alapkezelőnek egy CETOP 20-at követő ETF bevezetésével kapcsolatos, korábbi ambíciói (Portfolio.hu [2007]), amire azonban mégsem került sor. Honics István (OTP Alapkezelő) szerint a *költségoldalon jelentkező problémák* miatt hagytak fel a CETOP 20-ra vonatkozó tervekkel. Egyszerre több devizában, több piacon kellene ugyanis magát az árjegyzőnek fedeznie, ez pedig csak magas, nem versenyképes („akár 100-200 bázispontos”) spread-ek mellett lett volna kivitelezhető.

Arra a kérdésemre, hogy miért nem próbálták meg a CETOP 20 teljesítményét szintetikus (értsd: indexhozam-csereügyletekkel) replikálni, Honics István (OTP Alapkezelő) elmagyarázta, hogy akkor Közép-Kelet-Európában még nem voltak meg az index swapügyletek hatékony alkalmazását lehetővé tevő jogszabályi, elszámolási feltételek.

Habár a technikai akadályok mostanra már elgördültek, a szakember szerint továbbra is kihívást jelenthet olyan megbízható swappartnerek keresése, akik naprakészen hajlandók az ETF zökkenőmentes működéséhez szükséges szerződések megkötésére. Itt kap jelentőséget a 3.2. részben már tárgyalt mérhetőkonyság kérdése, ugyanis bizonyos kezelt vagyonmértet alatt a szintetikus replikáció nem kifizetődő. Ahogy azt *Grillet-Aubert* [2012] is kifejti, a legsikeresebb szintetikus replikációt használó ETF-kibocsátók (pl. Deutsche Bank, Lyxor) ezt a problémát a velük azonos vállalatcsoportban lévő bank segítségével szokták megoldani, ami ugyan felvet rendszerkockázati kérdéseket, viszont mindig a kibocsátó rendelkezésére áll.

Összetett kérdés tehát a hazai ETF-iparág jövője. Egyfelől hamar költségoldali és keresleti korlátokba ütközünk, amelyek határt szabnak az alkalmazható eszköztárnak, másrészt viszont a folyamatban lévő tőkepiaci integráció, technikai innováció és a (nemzetközi viszonylatban) még mindig alacsony verseny ígéretes lehetőségekkel kecsegtet. A cikk megírásakor mindössze két CECE ETF-et (Lyxor, Source), egy WIG 20 ETF-et (Lyxor) jegyeznek az európai piacon, míg CETOP 20 ETF egyelőre nem került bevezetésre – így továbbra is nyitott kérdés, melyik alapkezelő teszi meg a következő lépést.

ÖSSZEGZÉS

A 3. részben láthattuk, hogy az európai ETF-piac legnagyobb kihívása a befektetők biztonságát szolgáló jogszabályi keretrendszer oly módon való kiépítése, hogy az ne fojtsa meg a dinamikus növekedést és innovációt. Az elmúlt három-öt évben megjelenő újítások, így például az aktívan kezelt és tőkeáttételes ETF-ek megjelenése számos partner- és rendszerkockázati kérdést vetett fel, amelyre az alapkezelőknek (szponzoroknak) választ kell adniuk a termékek tömeges terjesztése előtt.

Az alapkezelési iparágat ugyanis a kínálat dominálja, amit a 2. részben végzett elemzés is megerősít. A keresztábla- és döntésifa-elemzés eredményei alapján egy új ETF bevezetése előtt a legfontosabb teendő az iparág fejlettségének és a verseny intenzitásának felmérése az adott piacon. A bevezetés sikerének szempontjából mindkettő „fordított U-alakú” hatással bír, vagyis sem a fejletlen iparág és monopol erőviszonyok, sem a már telített piaci környezet nem kedvez egy új ETF térhódításának.

A hazai viszonyokat szemügyre véve elmondható, hogy Magyarországon az ETF-iparág még gyerekcipőben jár. A verseny alacsony szintje és a magyar tőkepiacot is elérő tőzsdai integrációs hullám azonban olyan változásokat helyez kilátásba, mint a növekvő befektetői bázis és piaci forgalom, amelyek jövedelmezővé tehetnek korábban kudarcra ítélt vállalkozásokat. A BUX ETF megjelenése feltehetően csak a kezdet, és a jövőben bevezetésre kerülnek majd olyan régiós piacokat követő ETF-ek, amelyek kapcsot jelentenek majd a befektetői tőke és Kelet-Közép-Európa növekedési potenciálja között.

IRODALOMJEGYZÉK

- BÉT [2013]: Statisztikák, historikák, letöltések. Budapesti Értéktőzsde, http://bet.hu/topmenu/kereskedesi_adatok/stat_hist_letolt
- BlackRock [2011]: ETF Landscape: Global Handbook. BlackRock, http://www2.blackrock.com/content/groups/internationalsite/documents/literature/etfl_globalhandbook_q211_ca.pdf (2013. július 10.)
- Bloomberg [2013]: Bloomberg Terminal.
- BREALEY, R. A.–MYERS, S. C.–ALLEN, F. [2006]: Principles of Corporate Finance (8. kiadás). McGraw-Hill.
- Deutsche Bank [2007]: Retail Certificates: a German Success Story. Deutsche Bank Research, http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000208184/Retail+certificates%3A+A+German+success+story.pdf (2013. július 10.)
- EDWARDS, C. [2012]: Nearly All Major Countries Provide Dividend Tax Relief. CATO Institute, <http://www.cato.org/publications/commentary/nearly-all-major-countries-provide-dividend-tax-relief> (2013. július 10.)
- EFAMA [2012]: Asset Management in Europe. EFAMA, <http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/Asset%20Management%20Report%202012.pdf> (2013. július 10.)
- EMSDEN, C. [2011]: Could ETFs Become the Next Toxic Assets. *The Wall Street Journal*, <http://blogs.wsj.com/economics/2011/04/14/could-etfs-become-the-next-toxic-assets> (2013. július 10.)
- ERNST & YOUNG [2013]: European ETFs: the Game Changer for Growth in Asset Management. *Ernst & Young*, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/European-ETF-survey-2013/\\$FILE/European ETF_survey_2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/European-ETF-survey-2013/$FILE/European ETF_survey_2013.pdf) (2013. július 10.)
- FN24.hu [2011]: Mibe fektessünk 2011-ben? http://fn.hir24.hu/gazdasag/2010/12/29/mibe_fektessunk_2011_ben (2013. július 10.)
- FOX, L. [2012]: Fund Flows into Europe: Active vs. Passive. ETFs and Indexing, 33–39. o.
- FSB [2011]: Potential Financial Stability Issues Arising from Recent Trends in Exchange-Traded Funds. Financial Stability Board Publications, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412b.pdf (2013. július 10.)
- GRILLET-AUBERT, L. [2012]: Initial Steps Towards a Regulation of Exchange Traded Funds. *World Federation of Exchanges*, <http://www.world-exchanges.org/insight/views/initial-steps-towards-regulation-exchange-traded-funds> (2013. július 10.)
- IndexUniverse [2010]: ETFs to Expand in Europe, Conference Attendees Say. <http://www.indexuniverse.eu/europe/features-a-news/7386-etfs-to-expand-in-europe-conference-attendees-say.html> (2013. július 10.)
- KANG, R. C. [2008]: How and Why Hedge Funds Use ETFs. *ETFs and Indexing*, 74–86. o.
- KHANDAGIRI, L.–KANNAN, N.–GODARA, R. [2012]: Avenues in European Indexing. *ETFs and Indexing*, 61–67. o.
- MCKINSEY & COMPANY [2011]: The Second Act Begins for ETFs. http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf (2013. július 10.)
- MCLAUGHLIN, T. [2008]: Eyes Wide Shut: Exchange Traded Funds, Index Arbitrage, and the Need for Change. *Review of Banking & Financial Law* 27, 597. o.
- MISTRY, M. [2012]: A Look at ETF Structures in Europe. *Institutional Investor Journal*, 18–23. o.
- OECD [2013]: OECD Statistics. *Organisation for Economic Co-Operation and Development*, <http://stats.oecd.org> (2013. július 10.)
- PORTER, M. [2008]: The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, <http://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy> (2013. július 10.)
- Portfolio.hu [2007]: Ne higgy a látszatnak! – Hol tart a BUX ETF? http://www.portfolio.hu/befektetesi_alapok/ne_higgy_a_latszatnak_hol_tart_a_bux_etf.84118.html (2013. július 10.)
- Portfolio.hu [2008]: Nemzetközi díj a BUX ETF-nek. http://www.portfolio.hu/befektetesi_alapok/nemzetkozi_dij_a_bux_etf-nek.96583.html (2013. július 10.)
- RAMASWAMY, S. [2011]: Market Structures and Systemic Risks of Exchange-Traded Funds. *BIS Working Papers*, <http://www.bis.org/publ/work343.pdf> (2013. július 10.)
- SOMI, A. [2008]: A certifikát a BÉT igazi sikerterméke lehet. *Portfolio.hu*, http://www.portfolio.hu/befektetesi_alapok/certifikat/a_certifikat_a_bet_igazi_sikertermeke_lehet_interju.93753.html (2013. július 10.)
- TÜRZÓ, Á. P. [2013]: Felfogathatja a brókerpiacot az új kereskedési rendszer. *Portfolio.hu*, http://www.portfolio.hu/vallalatok/felfogathatja_a_brokerpiacot_az_uj_kereskedesi_rendszer.182690.html (2013. július 10.)
- VÉGH, R.–PÁLFI, Z. [2007]: *Új lehetőségek előtt a hazai részvénytőzsde*. Budapesti Értéktőzsde, http://bet.hu/data/cms77015/ETF_elemzes.pdf (2013. július 10.)
- WATT, E. C.–KOESTERICH, R.–CENSO, J. D.–BOLTON, N. [2011]: What's Next for the Eurozone. BlackRock Publications, https://www2.blackrock.com/webcore/litService/search/getDocument.seam?venue=PUB_IN&source=GLOBAL&contentId=1111150653 (2013. július 10.)
- WFE [2013]: WFE Statistics. World Federation of Exchanges, <http://www.world-exchanges.org/statistics> (2013. július 10.)