

IGNÁCZ PÉTER–NAGY ANDRÁS

## IRÁNY KELET!

– AVAGY LEHET-E MÉG SZTORIT ADNI A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDÉNEK?

*Tanulmányunkban megvizsgáljuk a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) jelenlegi helyzetét, és több lehetséges forgatókönyvet is felvázolunk a tőzsde helyzetének javítására. Úgy gondoljuk, hogy a keleti irányú terjeszkedéssel olyan „sztorit” lehetne adni a tőzsdének, amely az elmúlt években alapvetően hiányzott. Kitérünk a bevezetendő üzletpolitika kockázataira és technikai korlátaira is, így teljes képet alkotva egy lehetséges fejlődési irányról, amivel egy keleti MTF, alternatív kereskedési platform létrehozása járna.*

### BEVEZETÉS

Tanulmányunkban a magyar tőzsde lehetőségeit vizsgáljuk meg a jelenlegi piaci környezetben. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy milyen változtatások szükségesek ahhoz, hogy a tőzsde versenyképességét javítsuk. Kutatásunk során különböző megoldási javaslatokat, illetve azok realitását, hatásait vizsgáltuk és olyan lehetőséget kerestünk, amellyel a magyar tőzsdét egy új növekedési pályára lehet állítani, ami hosszú távon is fenntartható.

A Budapesti Értéktőzsde a rendszerváltást követően, 1990. június 21-én nyitotta meg újra kapuit, az induláskor egyetlen bevezetett részvénnel, az IBUSZ-szal. A forgalom kis megtorpanásokkal folyamatosan növekedett egészen a 2007-es évig, amikor meghaladta a nyolc és félezer milliárd forintot.

Sajnos az utóbbi években sem a tőzsde üzletmenetében, sem eredményességében nem történt jelentős pozitív fordulat, ami bizakodásra adhatna okot. Az éves forgalom 2008 óta előbb öt, majd tavaly már négy ezermilliárd forint alá esett vissza a globális válság következtében. A BÉT 2010. január 14. óta tagja az osztrák CEESEG AG Holdingnak, amely 50,45 százalékos tulajdonrészrel rendelkezik, a maradék 49,55 százalékból 18,35 százalék az Oesterreichische Kontrollbank AG tulajdona, a többi magyar brókercégek és magánszemélyek tulajdonában van.

A kérdés továbbra is nyitott: mi lehet az a pénzügyi termék, az a pénzügyi szegmens, ahol a BÉT újat vagy kiemelkedőt tud mutatni régióbeli versenytársaival szemben? Meg lehet-e állítani egy új innovációval a csökkenő forgalmat? Létezhetnek-e olyan piaci rések, amelyeket kihasználva sikeres lehet a magyar tőzsde?

A dolgozatban *öt lehetséges piacbővítési lehetőséget* vizsgáltunk. Ezt követően az általunk legalkalmasabbnak vélt megoldást, az MTF (Multilateral Trading Facility) platformon létrehozott, keleti alternatív piac lehetőségét és paramétereit fejtjük ki bővebben.

---

A dolgozat megjelenését a TÁMOP 4.2.2/B-10/1-2010-0023 projekt tette lehetővé.

Ezúton szeretnénk megköszönni a dolgozat elkészítéséhez nyújtott segítséget *Mátrai Károlynak*, a KELER KSZF vezérigazgatójának, *dr. Sebestyén Gézának*, a Budapesti Corvinus Egyetem adjunktusának, valamint *Márkus Balázsnak*, a Budapesti Corvinus Egyetem PhD-hallgatójának.

## 1. A BÉT HELYZETE

Mielőtt hosszú távon is működőképes lehetőségeket és ehhez társuló fejlesztési stratégiát fogalmazhatnánk meg a hazai tőzsde számára, röviden át kell tekintenünk annak jelenlegi piaci helyzetét. Első lépésként a Budapesti Értéktőzsde SWOT- (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) elemzését végeztük el.

1. táblázat: A BÉT SWOT-elemzése

<p><b>Erősségek</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Koncentrált tulajdonosi szerkezet</li> <li>■ Kiforrott infrastruktúra</li> <li>■ Európai Unió tagország</li> </ul>	<p><b>Gyengeségek</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Kis piac</li> <li>■ Alacsony forgalom</li> <li>■ Koncentrált likviditás</li> <li>■ Devizakockázat</li> </ul>
<p><b>Lehetőségek</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Teljes integráció</li> <li>■ Kereskedési rendszer fejlesztése</li> <li>■ Új piacok felkutatása</li> </ul>	<p><b>Fenyegetések</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Elhúzódó tulajdonosi viták</li> <li>■ Komparatív előny elvesztése</li> <li>■ Piac méretének további marginalizálódása</li> </ul>

Forrás: saját szerkesztés

A tőzsdének jelenleg a legnagyobb gyengesége, hogy rendkívül alacsony a forgalom nagysága, ráadásul csökkenő tendenciát mutat. Ennek egyik legfőbb oka, hogy csak néhány papír képes felkelteni a befektetők széles körének érdeklődését. A jelenlegi negatív trend ellen a tőzsdének lépnie kell, aminek egyik módja az új, nemzetközi piacok felkutatása lehet.

## 2. FEJLESZTÉSI ALTERNATÍVÁK

A BÉT helyzetét bemutató elemzés áttekintéséből kiindulva öt lehetséges fejlesztési modellt vázolunk fel. Ezek megvalósulásához sok érintett érdekegyeztetése szükséges, ebből kifolyólag bármilyen változtatás a cég profiljában vagy akár annak környezetében mindenekelőtt nagyfokú kompromisszumkészséget igényel a szereplőktől.

### 2.1. TELJES FÚZIÓ

Az első lehetőség az együttműködés növelése a CEESEG-el (a BÉT-et is tulajdonló osztrák irányítású tőzsdecsoporttal) és ezzel a szinergiák jobb kihasználása. Így olyan egységesebb piac jönne létre, amelyen a méretgazdaságosságból adódó előnyöket jobban ki lehetne használni, növelve a csoportszintű nyereséget. Jelentős kiadáscsökkentés érhető el például az informatikai és kereskedési rendszerek egységesítésével.

A befektetők szempontjából egy egységesebb és nagyobb piac nagyobb választékot és vonzerőt jelenthet, így növelve a forgalomból adódó bevételeket. Sajnos egy ehhez hasonló integráció hátrányokat is hordoz. Hiába oldódnak fel a technikai korlátok a régióban, az önmagában még nem jelenti azt, hogy a magyar befektetési termékek iránt megélnékülne a kereslet [Mátrai, 2012, ceeseg.hu, 2012, bet.hu, 2012].

## 2.2. A FORGALMAZOTT RÉSZVÉNYEK SZÁMÁNAK NÖVELÉSE

Lehetséges alternatívát jelenthet a belső piac növekedésének elősegítése. Kevés magyar vállalat van bevezetve a tőzsdére, pedig jelöltet lehetne találni. A tőzsdén szereplő cégek száma növelhető lenne állami privatizáción keresztül is, habár mára meglehetősen kevés olyan vállalat maradt, amely a befektetők érdeklődésére számot tartana. A kutatás-fejlesztés területén is lenne potenciál ennek a lehetőségnek a kihasználására, de a jogszabályi környezet inkább akadályozza, mintsem támogatja ezt. Vannak olyan magyar informatikai cégek (például a LogMeIn), amelyek éltek *foreign-listing* lehetőségével és amerikai technikai cégeket tömörítő tőzsdére, a Nasdaqra és nem a BÉT-re vezették be részvényeiket [logmein.com, 2012]. Ez sajnos teljesen logikus lépés, hiszen ott sokkal könnyebben éri el az ebbe a speciális szektorba befektetőket, mint Budapesten.

## 2.3. HIGH FREQUENCY TRADING

A High Frequency Trading piacok a kétezres évek második felére lettek igazán népszerűek, és a legfrissebb becslések szerint az Egyesült Államokban a részvénykereskedés 56 százalékát, más források szerint akár 70 százalékát generálja. Ez a szám Európára vonatkozóan csak 40 százalék, de az arány itt is gyorsan növekszik. A HFT lényege, hogy automatizált számítógépes rendszerek milliszekundumok alatt kihasználják a piaci félrearázásokból következő anomáliákat, illetve a technikai elemzés eszköztárát felhasználva, nagyon szűk *stop-loss* megbízásokat alkalmazva rövid időre nyitnak magas tőkeáttételű pozíciókat, mind short, mind long irányban.

A kereskedés hatékonyságához magas szintű technikai követelmények és likvid részvények szükségesek, a számítási kapacitások mellett kiemelt szerep jut az adatátviteli sebességnek is. Ez egy kimagaslóan fejlődő ágazat, de jelentős korlátai és költségei lehetnek, s a feltételek sem adottak a hazai piacon [Faluvégi, 2010].

## 2.4. MIFID – BELSŐ PIAC

Kérdésként merült fel, hogy az Európai Unió pénzügyi piacok liberalizációját elősegítő törvényeit hogyan lehetne a leghatékonyabban a növekedés szolgálatába állítani. Vizsgálatunk fő tárgyát ebben a 2004-ben elfogadott, a pénzügyi eszközök piaca-iról szóló 2004/39/EK irányelv (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) által lehetővé tett alternatív kereskedési rendszerek képezik.

2011 novembere óta már Magyarországon is létezik MTF-ként működő piac, ami lehetővé teszi a külföldi értékpapírok gyors bevezetését a tőzsdénél kevésbé szabályozott platformon keresztül, a Budapesti Értéktőzsde részeként BÉTA rövidítéssel jelölve, amely a BÉT Alternatív Piac kifejezést takarja. Az árjegyzés forintban történik, a célcsoport a hazai befektetők köre.

Az új szekció létrehozása bővítette a választékot és valamelyest a forgalmat is, azonban kérdéses, hogy hosszabb távon mekkora az a befektetői kör, amely aktívan kereskedni fog a már itthon is elérhető nyugat-európai részvényekkel. Lehet, hogy csak a már eddig is részvénybe fektetők fogják használni ezeket az új termékeket és ezáltal az amúgy sem túl nagy tortát szeleteljük újra [bet.hu, 2012].

## 2.5. MIFID ALTERNATÍV KÜLSŐ PIAC KERESÉSE

Ötödik lehetőségként olyan termékek bevezetését mérlegeljük, amelyekhez a befektetők nem jutnak hozzá hatékony és alacsony kockázatokkal rendelkező platformon keresztül. Elsősorban a kevésbé fejlett pénzügyi közvetítő rendszerrel, illetve infrastruktúrával rendelkező országok piacai jöhetnek számításba.

A rendszerváltást követően a BÉT-nek sikerült a leggyorsabban olyan infrastruktúrát és piaci környezetet kialakítania, amellyel vezető szerepre tett szert a régióban. Habár versenyelőnye rohamos ütemben csökken, jelenleg még egyik poszt-kommunista országban sem sikerült hasonló feltételrendszert kialakítani. Ez egyre keletebbre haladva fokozott mértékben igaz, így ezekben az országokban a nyugaton alapvetőnek vett feltételrendszerek hiánya jelentősen korlátozza a kereskedelmet. Több évi lemaradásuk miatt egy megfelelő kereskedési platform kialakításával a BÉT akár megnyithatná az utat hozzájuk a befektetők számára [batstrading.co.uk, 2011].

## 2.6. A FELVÁZOLT LEHETŐSÉGEK ÉRTÉKELÉSE

2. táblázat: A megvizsgált lehetőségek összehasonlítása

	Teljes fúzió	Új részvények	HFT	MiFID belső piac	MiFID külső piacok
Célcsoport	nincs új	hazai és szakmai befektetők	befektetési szolgáltatók	hazai retail szektor	külföldi befektetők
Előnyök	jelentős költség-megtakarítás, könnyű megvalósítani	belső növekedés, kiszámítható reálgazdasági hatások	jelentős forgalom-növekedés	diverzifikáció növelése, egyszerű megvalósítás	akár tartós versenyelőnyt is biztosíthat, nemzetközi befektetők vonzása, új sztori
Hátrányok	önállóság elvesztése, nem generál keresletbővülést	hosszú távú folyamat, külső szereplők befolylásolják	technikai, méretgazdaságossági és likviditási korlátok	szűk kört céloz meg, nemzetközi szinten nem versenyelőny	merész terv, nemzetközi közvetítőként való elfogadás, tőkeigény

Forrás: saját szerkesztés

Alapos mérlegelés után úgy látjuk, hogy a BÉT jelenlegi szorult helyzetében a külföldi befektetők sikeres hazánkba vonzása lehet a kulcstényező. Véleményünk szerint őket külföldi részvények bevezetésével lehetne becsábítani. A feladat nem könnyű, hisz meg kell győzni a befektetői csoportokat arról, hogy hazánkat válasszák a közvetítői szerepre.

Felmerülhetne még több különböző projekt kombinálása is, viszont a jelenlegi gazdasági helyzetet, illetve a CEESEG-csoport piaci szerepét figyelembe véve nincs meg a megfelelő tőkeerős háttér két nagy projekt megvalósításához.

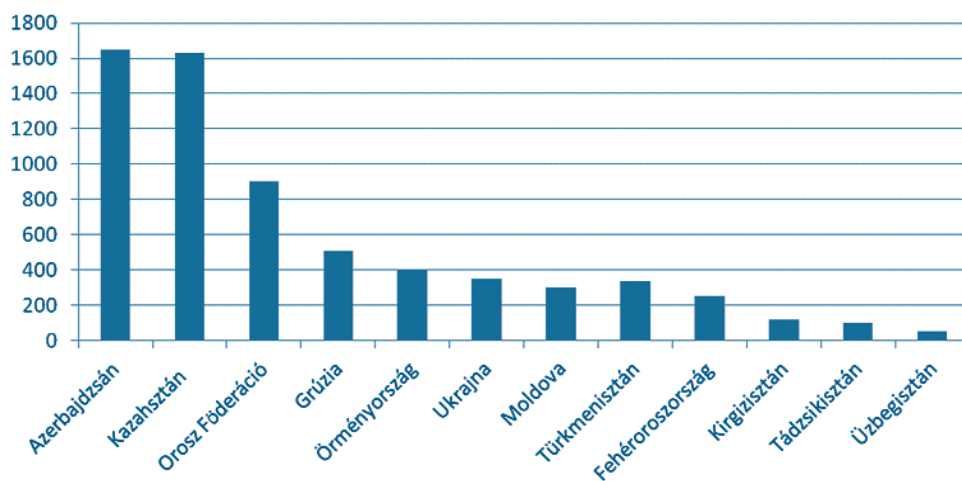
### 3. KELETI PIAC KIÉPÍTÉSE

#### 3.1. A PIACI RÉSZLETEZÉSE

Mint azt már a lehetőségek felvázolásánál említettük, a BÉT földrajzi és infrastrukturális adottságai alapján a kelet-európai régió az, amelynél a budapesti tőzsdének, az alternatív platformokon keresztül lehetősége van a terjeszkedésre.

Szerencsére az említett régió egyre felkapottabb a nemzetközi befektetők körében, olyannyira, hogy a működőtőke-beáramlás Európában itt növekszik a legdinamikusabban. Így kézenfekvő lehetőségként merül fel a Független Államok Közösségének termékei felé történő orientáció.

A felvázolt scenárió középpontjában így a FÁK tagállamai állnak, amelyek közül kizárólag azokkal érdemes foglalkozni, ahol létezik értéktőzsde, illetve a tőkepiac szabályozását tekintve liberális környezettel rendelkezik. Így a tagországok közül Oroszország, Ukrajna, Grúzia, Örményország, Azerbajdzsán, Kazahsztán, Üzbegisztán és Kirgizisztán jöhet szóba. A többi tagországban vagy még nem zajlott le az állami vagyon privatizációja, vagy az állami kontroll a tőkepiacokon olyan erős, hogy a nyugati típusú tőkepiac kialakulását, és így egy transzparens, piaci keretek között zajló kereskedés létrejöttét is akadályozza.



Forrás: Kudina-Jakubiak [2008]

1. ábra: Egy főre jutó FDI-beáramlás (millió dollár)

A felsorolt lehetséges célországok önmagukban is igen vegyes képet mutatnak, ezáltal a különböző országokban történő kereskedés roppant körülményes. Ennek oka a fejletlen infrastruktúrában, illetve szabályozási környezetben keresendő.

Jó példa a régió helyzetére Oroszország, ahol tavaly két különálló tőzsde fúziójával létrehozták az egységes piacot, azóta az ország összes tőkepiaci terméke elvileg egy piacra koncentrálódik. Azonban mind a mai napig nem sikerült európai értelemben vett kockázatkezelést, így fejlett elszámoló- és klíringrendszert kiépíteni, habár ezt a hiányosságot igyekeznek felszámolni, de az ezen a piacon kereskedő befektetők még néhány évig jelentős partneri és nem teljesítési kockázatot vállalnak.

Ezzel szemben Ukrajnában 2009-ben létrehozták a központi elszámolóházat, de ennek infrastruktúrája még messze van a Magyarországon tapasztaltaktól, hiszen az elszámolás például csak bilaterálisan működik, ráadásul az országban több különböző, egymástól független értéktőzsde tevékenykedik. Ezek közül a legnagyobb az *Ukrainian Stock Exchange*, amelynek székhelye Kijev, és piaci kapitalizációja negyven milliárd amerikai dollár.

A következő, viszonylag fejlettebbnek tekinthető régió a Kaukázus hegyeinél fekvő országok, illetve a feltörekvő Kazahsztán, amely Közép-Ázsia pénzügyi központjaként hirdeti magát. A térség már a politikai konfliktusok révén sem egységes, de a következő 3. táblázat jól szemlélteti, hogy a pénzügyi piacokat tekintve is jelentősek az eltérések.

3. táblázat: Egyes keleti országok tőzsdéinek összehasonlítása

	BSE	ARMEX	GSE	KASE
Ország	Örményország	Azerbajdzsán	Grúzia	Kazahsztán
Kereskedési napok	hétfő–péntek	hétfő–péntek	hétfő, szerda, péntek	hétfő–péntek
Rendszer	adatközlés, riportolás	teljesen automatizált	automatizált	automatizált
Mechanizmus	elsődleges piac, folyamatos aukció	folyamatos aukció, ajánlatvezérelt	folyamatos aukció	call aukció, fix áras, elsődleges piac, folyamatos aukció
Termékek	állami és vállalati kötvények, repók, US dollár, határidő	részvények, vállalati kötvények, devizák	részvények	részvények, államkötvények, repó, deviza, származtatott termékek
Kereskedés pénzneme	helyi	helyi, USD, EUR	helyi	helyi
Árjegyző, specialista	nincs	nincs	nincs	nincs
Valós idejű információk	ár, mennyiség	minimum, maximum ár, teljes forgalom	nem érhetőek el	ár, mennyiség

Forrás: Huseynov [2010:8.]

Meg kell említeni a közép-ázsiai régió országait is. Itt az táblázatban látottaknál is rosszabb a helyzet, hiszen ezek közül a legtöbb országban csak most kezdődött



meg a privatizáció. Egyfelől ez hatalmas lehetőség, hiszen az eladásra kerülő állami vagyon jelentős értéket és befektetési potenciált képvisel. Másfelől sajnos továbbra is csak igen kevés információ érhető el az országok pénzügyi piacát tekintve, illetve a piac infrastruktúrája is messze elmarad az európai standardoktól.

A régió egységes kezelését megnehezíti, hogy minden ország saját fizetőeszközt használ, míg a legtöbb európai befektető részére az euró az alapvető elszámolási és fizetési eszköz. Így az ide történő tőke-transzferek jelentős költséget hordoznak magukkal a szükséges devizakonverzió miatt.

Mindebből következik, hogy a befektetők számára számos előnnyel járna egy olyan kereskedési platform, ahol nem kellene foglalkozni a különböző országok jogszabályi és infrastrukturális hátterével. Egy esetleges euróalapú elszámolással a különböző devizákból adódó többletköltségek is minimalizálhatók, hiszen jelenleg a befektetés megvalósításához egyidejűleg szükséges egy spotdevizaügylet a részvénytranzakció megvalósításához, illetve célszerű egy származtatott termékkel a keletkező árfolyamkockázatot lefedezni. Euróalapú elszámolásnál a spotügyletekből adódó költségek eltűnnek, ezáltal is javítva a befektetések megtérülését.

A felsorolt piaci korlátokra mind az ottani, mind a külföldi szereplők felfigyeltek már, így több, a térségen kívüli kereskedési platformon is megindult a termékek másodlagos forgalmazása, sőt több keleti részvénynek itt került sor az elsődleges kibocsátására. Így felvetődik a kérdés, hogy milyen téren tud jobb konstrukciókat, feltételeket biztosítani a Budapesti Értéktőzsde [Kudina, 2008].

A kelet-európai eszközök két számottevő piaca jelenleg a *London Stock Exchange*, illetve a *Berliner Börse*. Ezek a piacok komoly versenytársai lehetnek a terjeszkedésnek. Mindkét tőzsde kiforrott infrastruktúrával, bejáratott befektetői körrel rendelkezik.

4. táblázat: Az LSE és a Berliner Börse összehasonlítása

London Stock Exchange	Berliner Börse
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Világszinten meghatározó piac</li> <li>■ Fontalapú elszámolás</li> <li>■ Blue-chip központú választék</li> <li>■ Nincs külön fókusz a keleti piacokra</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Németországon kívüli nemzetközi részvények</li> <li>■ Euróalapú elszámolás</li> <li>■ Nincs külön fókusz a keleti piacokra</li> <li>■ Saját kereskedési rendszer</li> </ul>

Forrás: saját szerkesztés

Mivel a bemutatott két versenytárs egyike sem nyújt a befektetők igényeit teljes mértékben kielégítő szolgáltatást, így létrehozható olyan kereskedési rendszer, amellyel a BÉT nemzetközi szinten is versenyképes lehet.

### 3.2. BEVEZETENDŐ TERMÉKEK

A bevezetendő termékek összeállításánál arra törekedtünk, hogy azok összessége széles körű szolgáltatást nyújtson a piac szereplőknek és számos befektető számára vonzóvá tegye a szolgáltatások minősége miatt a magyar értéktőzsdét, mint Kelet-

Európa pénzügyi közvetítőjét. A legteljesebb körű szolgáltatás akkor válna elérhetővé, ha a teljes kínálatot bevezetnénk az újonnan létrejövő piacra is. Ez a koncepció gazdaságosan azonban nem valósítható meg, ezért mindenképpen kompromisszumot kell vállalni. Véleményünk szerint három termékcsoporthot lenne érdemes megvalósítani: részvények, ETF-ek (Exchange Traded Fund) és devizapárok. Az országok nyersanyagban bővelkedő helyzete miatt akár triviális is lehetne az olaj, földgáz, illetve ezen felül a színesfémek bevezetése is. Amennyiben azonban alaposabban elkezdjük boncolgatni ezt a témát, hamar szembesülnünk kell azzal, hogy ezekkel a termékekkel globalizált, specializált piacokon folyik a kereskedés. Ezért amennyiben belépünk erre a piacra, akkor olyan versenytársakkal kellene szembesülnünk, mint Frankfurt, London vagy éppen New York.

Elméletileg lehetséges lenne államkötvények, vállalati kötvények, befektetési alapok, certifikátok és származtatott termékek bevezetése is. Ezek azonban egy másodlagos piacon nem generálnának jelentős forgalmat, ráadásul ezek a termékek tipikusan a hazai befektetői körnek szólnak. Ez alól egyedül az államkötvények képeznek kivételt, hisz azokat elsősorban az intézményi befektetőknek ajánlják, közülük is főleg a hosszú távra (5–10 évre) tervező nyugdíjpénztáraknak. Vagyis nemzetközi kereslet lenne a kelet-európai államkötvényekre, azok átlagosnál magasabb kamata miatt, azonban ezekkel a kereskedés jellemzően nem a szervezett, hanem bankközi OTC- (Over the Counter) piacokon történik.

A bevezetett termékeket elsősorban a *részvények* közül lenne érdemes kiválogatni. Azok közül is elsősorban azokat, amelyekből a hazai piacukon jelentős forgalmat bonyolítanak le és ezáltal feltehető, hogy az új magyarországi piacon is élénk érdeklődés mutatkozna irántuk. A másik választással a régióon belüli iparági diverzifikációt lehetne elősegíteni. Ennek értelmében célszerű lenne olyan vállalatok részvényeit is bevezetni, amelyek bár nem szerepelnek a leglikvidebb értékpapírok között, azonban számos szektortársuk ezen kritérium alapján már felkerült a bevezetésre javasolt értékpapírok közé. Erre példa, hogyha valamelyik orosz bank, vagy olajiparhoz kötődő vállalat pusztán likviditása miatt nem kerülne hazai bevezetésre, akkor érdemes elgondolkodni azon, hogy ennek ellenére is megteremtsük a kereskedés feltételeit az iparág magasabb fokú reprezentációja érdekében.

Érdemes figyelmet szentelni a feltörekvő, kis cégekre is, hiszen ezek potenciális célpontot jelentenek a külföldi befektetők számára. Oroszországban tavaly például megvizsgálták, melyik a tíz leginnovatívabb orosz vállalat. A listában szerepelt informatikai, olajipari, hadiipari és nanotechnológiával foglalkozó vállalat is [Fastcompany 2011].

A hagyományos részvényeken kívül célszerű lenne ETF-eket is létrehozni a bevezetett termékekből, annak érdekében, hogy alacsony tranzakciós költségek mellett is lehessen egy-egy országra vagy iparágra specializálódni. Azonban ez valószínűleg csak a második lépésben lenne megvalósítható, hiszen egyfelől ehhez egy befektetési szolgáltatóval való együttműködésre is szükség van, másfelől pedig kicsi az esélye, hogy valaki hajlandó energiát és tőkét áldozni egy olyan projektre, amelynek sikeressége múltbeli tapasztalatok hiányában nehezen becsülhető.

Habár a tervek szerint az elszámolás euróalapon történne, azonban ezzel még önmagában nem sikerült megszüntetni az árfolyamkockázatot, és ezáltal továbbra is szükség van azok fedezésére. Ugyanakkor a tranzakciós költségek jelentősen



csökkenthetőek azáltal, hogy a részvényvásárláshoz nem kell megkötni a spot-devizalábat. A devizakockázat fedezése céljából javasolt a határidős, illetve opciós eurós devizapárok bevezetése, ezáltal a szükséges devizahedge is megköthető lenne az új BÉT-piacon, ezáltal is növelve a szolgáltatások lefedettségét és ezen keresztül a forgalmat is.

A MiFID piacok egyik hátránya, hogy bár rendkívül kényelmesen lehet rajtuk kereskedni, ugyanakkor jellemzően ezeken a piacokon az értékpapírok likviditása elmarad az elsődleges piacon forgalmazottakétól. Ez a mostani esetben is egy jelentős kockázati tényező, különösen a kezdeti időszakban, azonban ez ellen *árjegyzésel* lehet védekezni. Az indulás utáni időszakban előreláthatólag az árjegyző nem lesz képes jelentős profitra szert tenni, ezért feltételezésünk szerint a befektetési szolgáltatók nem fognak tolongva jelentkezni erre a szerepre. Ezen a problémán a BÉT úgy segíthet, ha az árjegyzést vállaló szolgáltatónak kedvezményeket ad.

### 3.3. KELER GARANCIÁK, MEGVALÓSÍTÁS

A keleti piac egyik nagy hiányossága az elszámolóházak fejletlensége, így, mint már említettük, itt érdemes kihasználni a KELER infrastruktúrája által biztosított előnyöket. Így a BÉT nyugat-európai környezetet lenne képes biztosítani a volt szovjet tagállamokban befektetőknek.

A legfontosabb szempont a *devizakonverzió kikerülése*. A KELER a német piac közelsége, illetve a Xetra-rendszerre való átállás reményében már évek óta nyújt euróalapú elszámolást szolgáltatásként. Így ebből a szempontból nincs semmilyen korlátja a keleti alternatív piac bevezetésének [Keler, 2012].

A kétezres évek elején, Kelet-Közép-Európában elsőként a KELER állt át a *multi-laterális nettósításra*, ami jelentős költségcsökkentéssel és tőkeigény-csökkenéssel járt a szolgáltatást igénybevevők számára. Ezzel a térségben az egyik legfejlettebb rendszert működtető elszámolóház, hiszen a rohamosan fejlődő lengyel tőzsde mellett is csak tavaly vezették be ezt a típusú elszámolási rendszert. Ettől keletre lényegében csak az orosz piacon fejlesztik az elszámolóház infrastruktúráját, de az elszámolás jelenlegi fejlettsége még nem éri el a nyugat-európai standardokat. Az orosz piac jelenlegi tőkeerejét figyelembe véve ez az állapot nem sokáig fog fennállni, szakértői vélemények szerint körülbelül öt éven belül ledolgozhatják versenyhátrányukat. Amennyiben keleten is sikerül néhány éven belül létrehozni egy közel KELER szintű elszámolóházat, akkor elvész a piaci előny, így érdemes még ez előtti piaci szerepünket megerősítő intézkedéseket tenni.

Az elszámolás, és maga a befektetés szempontjából is a legnagyobb problémát a befektetőknek a *teljesítési kockázat* jelenti. Egy ennyire tagolt, és sokszor beláthatatlan piacon kérdéses, hogy a vevő hozzájut-e az általa vásárolt értékpapírhoz. Itt lép a képbe az elszámolóház, amely garantálja az ügylet létrejöttét, de ez jelen esetben nem egyszerű, hiszen sok különböző országot kellene összekapcsolni.

Ahhoz, hogy egy adott országban a KELER elszámolhasson, minden egyes országban számlát kell nyitnia az adott ország értéktárában, hogy az ügyfelek ott tudják teljesíteni a helyi piacot érintő ügyleteket. Ez jelentős adminisztratív költségekkel járna, ráadásul a KELER ki lenne téve az adott ország szabályozási környeze-

tének. Alternatív megoldást kínál, ha az ügyfelek teljesíthetik az ügyleteiket egy ICSD (International Central Securities Depository) közreműködésével, ahol szintén elszámolásra kerülhet az ügylet. Mivel ez egy nemzetközi platform, így a szolgáltatást tekintve olcsóbb, mintha minden egyes országgal külön-külön állna szerződésben a KELER. Ezzel kezelhető a teljesítés kockázatának jelentős része, és csak extrém esetekben következhet be a nem teljesítés, amihez az elszámolóháznak megfelelő tartalékkal kell rendelkeznie, hogy azt elhárítsa.

Ehhez a tartalékhoz kapcsolódik a következő feltétel, hiszen megfelelő puffer nélkül sem a KELER-csoport, sem a BÉT nem képes ellátni ezt a piacot. Ebből következik, hogy még a beruházás előtt szükséges feltőkésíteni mindkét intézményt. A tőzsde szempontjából ez a megfelelő infrastruktúra és a fejlesztések miatt lényeges, a KELER-csoportnál ez egyfelől szintén a megfelelő infrastruktúra fejlesztése miatt, illetve az ügyletek mögötti fedezet miatt fontos. A jelenlegi ötven-ötven milliós jegyzett tőke nem valószínű, hogy elegendő lenne több nagyobb nem teljesítés esetén, így érdemes nagyobb mozgásteret létrehozni.

A jó ideje emlegetett Xetra-rendszer bevezetése megnyitná, egyesítené a magyar tőzsde piacát a világ különböző részein tevékenykedő befektetőkkel. Ez azért fontos, mivel jelenleg egyetlen Xetrát használó tőzsde sem specializálódott még a keleti piacra. Így egy jelentős technikai korlátot lehetne lebontani, hiszen a BÉT piacihoz történő csatlakozáskor nem kellene új rendszerre átállni, ami jelentős költség-előnyel járna.

### 3.4. KOCKÁZATOK ÉS NEHÉZSÉGEK

A keleti piac irányában történő növekedés számos lehetőséget rejt magában és rendkívül attraktív opciónak számít, ami számos előnyel járna a BÉT számára, akár alapjaiban is képes lenne megváltoztatni jelenlegi pozícióját. Nem szabad azonban arról a tényről sem megfeledkezni, hogy egy ilyen méretű változtatás, és az eddigektől gyökeresen eltérő üzleti stratégia megvalósítása számos kockázatot is magában hordoz, ráadásul ezt csak tovább növeli, hogy új, eddig számunkra kevésbé ismert külföldi piacok irányába történik a lépés.

Az első problémakör rögtön a folyamat legelején jelentkezik, mégpedig a piac létrehozásához szükséges *erőforrások* biztosításánál. Az általunk vázolt koncepció megvalósítása jelentős befektetéseket igényel, egyfelől humán erőforrás tekintetében, másfelől pedig tőkeoldalról is. Annak ellenére, hogy az alapvetően szükséges infrastrukturális háttér rendelkezésre áll, elkerülhetlenné válik a KELER-csoport feltőkésítése is, ezáltal növelve a garanciavállalás hitelességét. Ezen túl szükség van arra, hogy megtalálják a piaci érdeklődésre számot tartó termékeket, létrehozzák a szükséges ETF termékeket, különböző roadshow-k keretében meggyőzzék a befektetőket arról, hogy Magyarországot használják a kelet felé pénzügyi közvetítőnek és végül, de nem utolsó sorban szükség van egy olyan menedzserre is, amely vállalja a projekt megvalósítását, vállalva az esetleges kudarc lehetőségét is.

A termékek bevezetése után a fő problémát *a vártnál alacsonyabb forgalom* jelentheti, amely közvetlenül több további problémát is okozhat. Közvetlen hatás,

hogya a tervezettnél alacsonyabb lesz a BÉT bevétele, ezáltal rontva a megtérülési mutatókat. További hátrány, hogy az alacsony tranzakciószám miatt csökken a likviditás, ezáltal csökkentve a piac vonzerejét. Ráadásul az árjegyzőre is egyre nagyobb feladat hárulna, amelyből eredő kockázatokat nem biztos, hogy bármely piaci szereplő örömmel vállalna.

Kérdéses, hogy Bécs hogyan reagálna Pest keleti irányú terjeszkedésére. Amennyiben a hosszú távú cél az, hogy a CEESEG-en belül teljes integrációt valósítsanak meg, akkor nem érdekük támogatni a magyar törekvéseket, ugyanis amennyiben azok komoly sikerrel zárulnának, akkor a jelenlegi piaci erőviszonyok oly mértékben megváltoznának, hogy a BÉT beolvasztása nem lenne járható út. Amennyiben ugyanakkor más szempontból vizsgáljuk a helyzetet, és a tulajdonosi érdekeket helyezzük a középpontba, akkor minden olyan törekvés támogatandó, ami jövedelemnövelő hatással bír. Véleményünk szerint Bécs álláspontja nem annyira radikális, hogy komoly ellenállásra lehessen számítani, azonban mint kockázati faktort mindenképpen figyelembe kell venni.

Sajnos nemcsak nyugati irányból kell ellenállásra számítani, hanem a terjeszkedés irányából is fel kell rá készülni. Nem garantálható, hogy jó szemmel néznék, hogy egy újabb piacon is megindul a részvényeikkel a kereskedés, és ezáltal egyfelől az eredeti piacon csökkenne a likviditás, másfelől új befektetőket és ezáltal új tulajdonosokat vonzana értékpapír-piacukra. Azzal azonban érdemes tisztában lenni, hogy tevékenységünk bármennyire is sérti valamely keleti ország érdekeit, az jogilag tehetetlen a terjeszkedéssel szemben, ugyanakkor ez nem mondható el az esetleges politikai és gazdasági nyomásgyakorlás lehetőségéről, főleg nem egy olyan nagyhatalom esetében, mint például Oroszország.

A bevezetendő termékek iránti igény jelentős ingadozásokat mutathat a külső makrogazdasági és politikai kockázatok miatt. Ezek többnyire rövid távú folyamatok, azonban ezek a sokkok a piac működését jelentős mértékben megzavarhatják, ezért ezeket az eshetőségeket is figyelembe kell venni a rendszer kiépítése esetén. Előfordulhat az a helyzet is, hogy például nemzetközi konfliktusok hatására extrém mértékben megnövekszik a volatilitás. Ez nem csak a *bid-ask spread* szétnyílását eredményezi, de a KELER-nek is fel kell készülnie arra, hogy a megszokottnál hektikusabb piaci folyamatok hatására aktívabb kockázatkezelést kell alkalmaznia, ami jelentheti a marginok változtatását, vagy a napi többszöri elszámolást is.

#### 4. ÖSSZEGZÉS

Több lehetőség megvizsgálása után tanulmányunkban végül egy olyan megoldási javaslatához sikerült eljutnunk, amely jelentős bővülést eredményezhet a BÉT számára, igaz komoly kockázattal is jár a megvalósítása. Úgy véljük, egy, a *keleti piacra specializálódott MTF-alapú kereskedési platform* megfelelő lehetőséget és jövőképet jelentene a BÉT számára. Az optimizmus oka a még létező infrastrukturális versenyelőny.

A lehetőség elszalasztása meglehetősen kiábrándító helyzetben hagyná a tőzsdét, hiszen nem lenne igazán lehetősége a kiugró bővülésre. Ráadásul nincs semmilyen garancia arra, hogy egy tájékozott hazai piaci szereplő egyszerű racionalitásból

ne kerülje meg a budapesti platformot, és ne egy jóval kiterjedtebb piacon kezdjen befektetni.

Felmerülhet a kérdés, hogy a BÉT miként tud versenyezni a globális piacot lefedő platformokkal, de vetélkedésre nincsen szükség. Elég egy olyan szolgáltatást, termékötletet vagy igényt találni, amelyet egy világpiacon tevékenykedő szereplő nem tud kínálni vagy kiszolgálni. Úgy gondoljuk, hogy a keleti irányba történő terjeszkedéssel egy olyan „sztorit” lehetne adni a tőzsdének, amely az elmúlt években alapvetően hiányzott.

## FORRÁSOK

- Huseynov, Fariz (2010): *Review of CIS Stock Markets: Future Perspectives. Transition Finance, Banking and Currency Research*. Fargo: Springer Verlag.
- BATS Chi-X (2012): *BATS Chi-X Europe*, <http://www.batstrading.co.uk/>, lekérdezve: 2012. 03.23.
- Ernst & Young (2012): *Growing Opportunities Russia FDI Report*, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Growing\\_opportunities\\_Russia\\_FDI\\_report\\_2011/\\$FILE/Russia\\_attractiveness\\_survey\\_2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Growing_opportunities_Russia_FDI_report_2011/$FILE/Russia_attractiveness_survey_2011.pdf), lekérdezve: 2012. 03.23.
- European Commission (2010): *Public Consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)* Brüsszel; Európai Bizottság
- Faluvégi Balázs (2010): *High Frequency Trading – ami igazán lényeges, az a szemnek láthatatlan*, [www.hedgfund.hu/2010/12/high-frequency-trading-ami-igazan.html](http://www.hedgfund.hu/2010/12/high-frequency-trading-ami-igazan.html), lekérdezve: 2012. 03.23.
- Fastcompany (2011): *The 10 most innovative companies in Russia*, <http://www.fastcompany.com/1738950/the-10-most-innovative-companies-in-russia> Lekérdezve: 2012. 03.23.
- KELER (2012): *Xetra elszámolások* <http://www.keler.hu/keler/keler.head.page?nodeid=71>, lekérdezve: 2012. 03.23.
- Kudina, Alina-Jakubiak, Malgorzata (2008): *The motives and impediments to FDI in the CIS*, <http://www.oecd.org/dataoecd/24/52/40401047.pdf>, lekérdezve: 2012. 03.23.
- Logmein.com (2012): <http://investor.logmein.com>, lekérdezve: 2012. 03.23.
- Mátrai Károly (2012): *Interjú Mátrai Károllyal, a KELER KSZF vezérigazgatójával* 2012. február 15-én
- PSZÁF (2006): *Tájékoztató a pénzügyi eszközök piacairól szóló 2004/39/EK (MIFID) irányelvről*. [www.pszaf.hu/data/cms818857/pszafhu\\_mifid\\_iranyelv.ppt](http://www.pszaf.hu/data/cms818857/pszafhu_mifid_iranyelv.ppt), lekérdezve: 2012. 03.23.
- Stock Market Data in Transition Countries (2012): [http://home.cerge-ei.cz/hanousek/transition\\_data/Stock\\_market\\_data.htm](http://home.cerge-ei.cz/hanousek/transition_data/Stock_market_data.htm), lekérdezve: 2012. 03.23.