

ORSZÁGOS TUDOMÁNYOS DIÁKKÖRI DOLGOZAT

Szerzők:

Ignácz Péter, Msc.

Nagy András, Msc.

2013

GO EAST!

– AVAGY LEHET-E MÉG „SZTORIT” ADNI A BÉT-NEK?

GO EAST!

–OR IS IT POSSIBLE TO MAKE A „STORY” FOR THE BÉT?

Szerzők:

Ignác Péter, Msc.

Nagy András, Msc.

Kézirat lezárva: 2012-03-26

Tartalomjegyzék

1.	Absztrakt.....	1
2.	Bevezetés	2
3.	Tőzsdei versenyképesség.....	3
4.	A Budapesti Értéktőzsde jelenlegi helyzetének elemzése	4
4.1.	SWOT elemzés	4
4.1.1.	Strength, Erősség, vagyis mire alapozhatunk	4
4.1.2.	Weakness, gyengeség, vagyis mi a gond	5
4.1.3.	Opportunity, lehetőségek, amit tehetünk	7
4.1.4.	Threats, melyek a legfőbb veszélyek	8
5.	Tőzsdei konszolidáció	8
6.	Az európai szabályozás hatásai	12
6.1.	A MiFID szabályozás bemutatása	12
6.2.	Multilateral Trading Facility.....	13
7.	A BÉT lehetséges fejlesztési stratégiái.....	14
7.1.	Teljes fúzió.....	14
7.2.	Bevezetett részvények számának növelése	16
7.3.	High Frequency Trading	18
7.4.	MiFID alternatív – belső piac BÉTa	19
7.5.	MiFID alternatív – külső piac keresése	21
7.6.	Lehetőségek értékelése	22
8.	Keleti piac bevezetésének lehetősége	25
8.1.	Piaci rés részletezése	25
8.2.	Jelenlegi alternatív piacok.....	28
8.3.	Bevezetendő termékek	30
8.4.	Keler garanciák, megvalósítás	32
8.5.	Kockázatok és nehézségek.....	33

9.	Összefoglalás	35
10.	Hivatkozásjegyzék:	37
11.	Forrásjegyzék.....	39

Ábrák jegyzéke:

1. számú ábra: *Tájékozottság a pénzügyi termékek, szolgáltatások területén*
(Forrás: MNB-GVH: Pénzügyi kultúra felmérés, 2010)
2. számú ábra: *A tőzsdei konszolidáció esetei*
(Forrás: saját készítésű ábra)
3. számú ábra: *Becsült adóalap-kiesés a GDP százalékában*
(Forrás: Krekó, 2008)
4. számú ábra: *Becsült adókiesés a GDP százalékában*
(Forrás: Krekó, 2008)
5. számú ábra: *A szekciók forgalmának megoszlása*
(Forrás: Budapesti Értéktőzsde honlapja, 2012)
6. számú ábra: *BÉTa piac forgalmi megoszlása*
(Forrás: Budapesti Értéktőzsde honlapja, 2012)
7. számú ábra: *A BÉT lehetőségeinek összehasonlítása*
(Forrás: saját készítésű ábra)
8. számú ábra: *Működőtőke beáramlása (millió dollárban)*
(Forrás: OECD, 2008: *The motives and impediments to FDI in the CIS*)
9. számú ábra: *Egy főre jutó FDI beáramlása (dollárban)*
(Forrás: OECD, 2008: *The motives and impediments to fdi in the CIS*)
10. számú ábra:
(Forrás: Fariz Huseynov, 2010: *Review of CIS Stock Markets: Future Perspectives*)
11. számú ábra: *Bevezetett részvények ország szerinti megoszlása a londoni nemzetközi tőzsdén*
(Forrás: saját készítésű ábra)

1. Absztrakt

A Budapesti Értéktőzsde a válság és a piaci környezet változásainak következtében jelentős kihívások elé néz. Az évről-évre eső forgalom nem kimondottan pozitív jövőt vetít előre a tőzsde számára. Ezzel párhuzamosan a folyamatosan zajló tőzsdei konszolidáció egyre nagyobb versenyt generál az értéktőzsdék piacán, és a BÉT-nek ezt a tényezőt is figyelembe kell vennie akkor, mikor közép-, és hosszú távú stratégiáját kialakítja.

Dolgozatunkban igyekszünk megvizsgálni a BÉT jelenlegi helyzetét, majd pedig a tőzsdecsoportok kialakulásának okait és tanulságait, hogy a két egymás mellett zajló, és természetesen egymásra hatást gyakorló helyzetből minél több lehetséges forgatókönyvet felvázoljunk, melyekkel a Budapesti Értéktőzsde felveheti a versenyt az erősödő konkurenciával szemben. Összesen öt elképzelhető piacbővítési lehetőséget (teljes fúzió, új magyar részvények bevezetése, HFT alkalmazása, BÉTa kibővítése, MTF külső piac) vizsgáltunk.

Az elemzések után kiemelten foglalkozunk azzal a scenárióval, amellyel véleményünk szerint a jelenlegi helyzetben a legmagasabb piacnövekedést lehetne elérni, és ezzel egy fenntartható növekedési pályára lehetne állítani a BÉT-et. Természetesen a részletezésből nem maradnak ki az új, bevezetendő üzletpolitika kockázatai és technikai korlátai sem, így teljes képet alkotva egy lehetséges fejlődési irányról.

2. Bevezetés

Jelen dolgozatunkban a magyar tőzsde lehetőségeit szeretnénk megvizsgálni a jelenlegi piaci környezetben. Munkánk során arra a kérdésre keressük a választ, hogy a világban lezajló tőzsdefúziók és egyre újabb pénzügyi termékek megjelenésének az időszakában, milyen változtatások szükségesek ahhoz, hogy a magyar tőzsde jelenlegi versenyképességét javítsuk. Kutatásunk során különböző megoldási javaslatokat, illetve azok realitását, hatásait fogjuk megvizsgálni és olyan lehetőséget keresünk, amellyel a magyar tőzsdét egy új növekedési pályára lehet állítani, amely akár hosszú távon is fenntartható üzleti modellt eredményezhet.

Elemzésünk során a vállalatértékelés és az üzleti szférában is használatos eszközöket fogjuk használni. Így többek között igyekszünk megkeresni a nemzetközi gyakorlatban használatos „best practice” gyakorlatot, amelyet a hazai viszonyok mellett is sikeresen lennének adoptálhatóak. Emellett élni fogunk a szcenárióelemzés, illetve a SWOT analízis nyújtotta eszközökkel is, annak érdekében, hogy sikeresen felmérjük a jelenlegi piaci környezetet és ehhez igazodva megfelelő megoldást találjunk az értéktőzsde számára.

Szinte minden évben készülnek elemzések a tőzsde teljesítményéről, és kerülnek napvilágra újabb ötletek, amelyekkel meg lehetne reformálni a BÉT működését. Sajnos azonban a tőzsde üzletmenetében és eredményességében sem történt jelentősebb pozitív fordulat, amely bizakodásra adhatna okot. Így a kérdés továbbra is nyitott, mi lehet az a pénzügyi termék, az a pénzügyi szegmens, ahol a BÉT újat vagy kiemelkedőt tud mutatni a 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 következő kérdés, ami rögtön felmerülhet, hogy szüksége van egy tízmilliós országnak saját, nemzeti tőzsdére, amely képviseli a hazai piacokat. Hiszen a tömegkommunikációs forradalom a világ bármely része elérhető pár másodpercen belül, így természetesen a pénzügyi piacok jó része is megnyílt a világ bármely részén tartózkodó kereskedők előtt. Ez természetesen a nagy, széles piacot, termékek széles skáláját kínáló tőzsdék malmára hajtja a vizet. Ha ez így van, akkor milyen növekedési lehetőségeik lehetnek a kisebb, nemzeti alapokra építő tőzsdéknek?

Külön érdemes figyelmet szentelni az új évezredben bevezetett Európai Uniók rendeletnek, a MiFID-nek, hiszen ez is új lehetőségeket, és ezzel újabb piacokat nyitott

meg a tőzsdék előtt. Ezekkel a platformokkal, ha más nem, mint piaci vetélytársként mindenképpen számolni kell, de előzetes véleményünk alapján mindenképpen kiugró lehetőségeket kínál a direktíva a BÉT számára, de vajon képes-e valamelyiket hatékonyan felhasználni, és beépíteni az üzletpolitikájukba?

A dolgozatban öt lehetséges piacbővítési lehetőséget (teljes fúzió, új magyar részvények bevezetése, HFT alkalmazása, BÉTa kibővítése, MTF külső piac) vizsgáltunk, melynek eredményeit a hatos fejezetben fejtjük ki bővebben, illetve ezt követően az általunk legalkalmasabbnak vélt megoldást, a MTF platformon létrehozott, keleti alternatív piac lehetőségét és paramétereit fejtjük ki bővebben.

3. Tőzsdei versenyképesség

A tőzsdei versenyképesség vizsgálatakor tulajdonképpen azt a pontot keressük, ahol egy tőzsde minél optimálisabban tud működni. Ez természetesen a hosszú távú üzemi nyereség maximalizálását jelenti. Egy tőzsde bevételei főként az egyszeri bevezetési díjból, a forgalomban tartási díjból, a különböző közzétételi díjakból, a tranzakciós díjakból és a kivezetési díjakból tevődik össze. Ebből következik, hogy a tőzsdének a piacain kereskedett vállalatok számának és forgalmának maximalizálásával, vagy olyan szűk körű és relatíve specializált piac létrehozásával, ahol a magasabb díjtételeken keresztül is növelhető a nyereség.

Ennek a hatásnak az elérése azonban nem könnyű feladat. Egy tőzsde vezetésének több, különböző érdekcsoportnak kell egyszerre megfelelnie (befektetők, állam, kibocsátók, tulajdonosok, stb.). Az érintettek figyelembevételével kialakított optimális pontban lesz a forgalom, és így a nyereség is a legmagasabb.

Magukat a klienseket két nagy csoportba lehet osztani: direkt és indirekt ügyfelekre. A direkt ügyfelek a kibocsátók, akik bevezetési és forgalomban tartási, illetve egyéb díjakat fizetnek. Az indirekt kategóriába azok a magánszemélyek, intézményi és pénzügyi befektetők tartoznak, akik szerepet játszanak a kereskedésben, vagyis az egyes bevezetett termékekre vételi vagy eladási ajánlatot tesznek

A legfontosabb befektetői érv egy tőzsde kiválasztásánál a likviditás. „bluntly, liquidity attracts liquidity!” (Di Noia, 1998, p.20.: *„őszintén, a likviditást a likviditást vonzza!”*). Vagyis, ha a bevezetett termékek forgalma megfelelő mértékig folyamatosnak mondható, akkor ez a tény további befektetéseket vonzhat oda. A megfelelő likviditás fenntartásának fontos szereplője lehet az árjegyző, akinek a feladata, hogy egy termék

kereskedésekor folyamatos likviditást biztosítson, vagyis meghatározott sávon belül vállalja, hogy mindig tart fenn vételi és eladási ajánlatot előre meghatározott mennyiségű értékpapírra.

További fontos szempontok a kiválasztásnál a tranzakciós költségek, piaci lefedettség és részesedés, az infrastruktúra minősége és biztonsága, vagy akár a szabályozói környezet is. Általában elmondható, hogy a felhasználók tranzakciós költségek és a piaci részesedés egymással fordítottan arányosak, így egy nagyobb, regionális tőzsde sokkal előnyösebb helyzetből indul, mint egy kisebb, nemzeti alapon szerveződő vetélytársa. Az előbb felsorolt tényezők javításának igénye, fejlesztése vezetett az elmúlt évek tőzsdekonszolidációjához. (Bordlein, 2002)

4. A Budapesti Értéktőzsde jelenlegi helyzetének elemzése

Mielőtt hosszútávon is működőképes lehetőségeket és ehhez társuló fejlesztési stratégiát fogalmazhatnánk meg a hazai tőzsde számára, át kell tekintenünk annak jelenlegi piaci helyzetét. Mivel a későbbiek folyamán szükségünk lesz a Budapesti Értéktőzsde sajátosságainak ismeretére, ezért elvégeztük annak SWOT elemzését. A vizsgálat a jelenlegi működés és szerkezet előnyeit, hátrányait, lehetőségeit és veszélyeit tárja fel.

4.1. SWOT elemzés

4.1.1. Strength, Erősség, vagyis mire alapozhatunk

Először az erősségeket szeretnénk bemutatni, hisz nagyrészt ezekre alapozva lehet majd kiindulni a lehetőségek elemzésénél.

Koncentrált tulajdonosi szerkezettel rendelkezik, hiszen a tulajdonosi arány több mint 68%-át két osztrák intézmény kezében összpontosul. A többi tulajdonos között számos hazai bank és brókercég található, többek között a Magyar Nemzeti Bank is. A tulajdonosi szerkezetből egyértelműen adódik a nemzetközi terjeszkedés lehetősége, elsősorban a CEESEG piachoz történő csatlakozás, melynek lehetőségét a későbbiek folyamán részletesebben is körüljárjuk.

Kiforrott infrastruktúrával dolgozik évek óta a hazai tőzsde, mellyen keresztül pótlólagos befektetések nélkül megvalósítható az MTF-es kereskedés is, vagyis akár az új, alternatív piacra könnyedén léphetett be. Mindezt versenytárok nélkül tehette meg, hiszen

a többi pénzügyi vállalkozás nem rendelkezett a szükséges infrastruktúrával, így ők egy piaci belépési korláttal szembesülhettek.

A BÉT a magyar nemzeti tőzsde, mely nemzeti jelleg egyfajta hozzáadott értéknek tekinthető. Ez olyan területeken jelenik meg, mint, hogy jól képviselje a hazai gazdaság helyzetét, vagy éppen fontos elemként jelenik meg a pénzügyi kultúra fejlesztése terén is. Ráadásul a kisbefektetőknek jellemzően nagyobb a bizalma a nemzeti tőzsdékben, ennek köszönhetően bátrabban jelennek meg ezen a platformon, mint befektetői csoport, ezáltal forgalmat és bevételt generálnak. Összefoglalva kijelenthető, hogy a nemzeti jellegből adódóan az értékeknek csak egy része számszerűsíthető pénzügyileg.

Mivel Európai Unió tagország vagyunk, így politikai kockázatunkat sok szempontból a többi tagországgal együtt ítélik meg a befektetők. Így normál körülmények között nem kérdőjeleződik meg az ország demokráciához vagy éppen a versenyen alapuló piacgazdasághoz való viszonya, szemben a kelet-európai és a volt-szovjet tagállamokkal. Az EU-s tagságnak köszönhetően elenyészőek a szabályozási és tőkeáramlási korlátok és megbízható partnerként tekintenek ránk a nemzetközi befektetők. (bet.hu, 2012)

4.1.2. Weakness, gyengeség, vagyis mi a gond

A nehézségek forrását a piac kis mérete okozza. A nemzetközi trendeket vizsgálva azt láthatjuk, hogy a méretgazdaságosság miatt folyamatosak a tőzsdefúziók. Ennek magyarázata a modern elektronikus piaci kereskedési rendszerben rejlik. A költségek nagy része fix költségként merül fel, vagyis a piac méretétől függetlenül ugyanakkora költséggel kell szembesülni. Ennek egyértelmű következménye, hogy a piac növekedésével csak minimálisan növekednek a költségek, ezzel együtt viszont növekedik a jövedelmezőség. A magyar piac esetében alacsony a bevezetett részvények száma és a kereskedés volumene is.

Másik szempont a fogyasztói igények változása. Az elektronikus kereskedés használatával a befektetők is egyre inkább nemzetközi szinten keresik a befektetési célpontokat. Azonban elrettentően hathat számukra, ha magas tranzakciós költségekkel vagy éppen bonyolult ügyletmenettel kell szembesülniük. Erre példa, ha a kiszemelt külföldi piacon nem tudunk a szokásos módon megbízásokat adni és igénybe kell vennünk még egy bróker cég szolgáltatásait is.

A Magyar Nemzeti Bank által 2010-ben készített tanulmány szerint a lakosság körében a pénzügyi termékek tulajdonságainak ismerete igen alacsony. Ez jól látszik a lejjebb bemutatott ábrán is. A tanulmány továbbá kifejti, hogy egyáltalán nem is

gondolkodnak ezekben a termékekben és inkább megmaradnak a bankbetéteknél és a készpénznél, míg a másik, igaz szűkebb véglet már egy sokkal globálisabb piacon gondolkodik, német és amerikai értékpapírokba történő befektetést is mérlegelve. (Krekó, 2008)



1. számú ábra: Tájékozottság a pénzügyi termékek, szolgáltatások területén

(Forrás: MNB-GVH: Pénzügyi kultúra felmérés, 2010)

A külföldi befektetők számára egyértelmű hátrány, hogy devizakockázatuk keletkezik azáltal, hogy forintban kibocsátott eszközökbe fektetnek be. Ezt természetesen fedezhetik a devizapiacon például opciók vagy határidős megállapodások formájában, azonban ezeknek a felvétele is pénzbe kerül, ami csökkenti az eredetileg felvenni kívánt pozíción elért nyereség nagyságát.

A fent felsorolt okok miatt megérthető, hogy nem vagyunk a külföldi befektetők első számú kedvencei. Ami még ennél is nagyobb gond az a hazai források hiánya. A magyar GDP csak alacsony mértékben volt képes növekedni az elmúlt évek alatt, de például 2009-ben összességében recesszió zajlott le. Ráadásul a magas államadóság miatt kockázatosnak számít az államkötvények piaca is, ami miatt magasabb hozamot követel meg a piac. A hozamgörbe felfelé tolódása következtében megnövekedtek a betéti kamatok is. Az alacsonyabb várható hozamkülönbség miatt kevésbé vonzó célpontok már a részvények, vagyis csökken a tőzsdei forgalom. Ezt alapul véve ugyanazt az országspecifikus kockázatot sokkal kényelmesebben és kiszámíthatóbb risk premium-ért cserébe lehet vállalni a kötvénypiacon, vagy akár szimpla akciós bankbetéttel.

Másik fontos gazdasági adottság, hogy sajnos még a mai napig nem sikerült bevezetnünk az eurót, ráadásul kitűzött, reális céldátum sincs meghatározva. Ennek

hiányában a külföldi befektetőknek vagy plusz kockázata keletkezik az eltérő devizanemek miatt vagy plusz költsége keletkezik a kockázatfedezéséből adódóan. Ráadásul az EURHUF és a hazai részvények között a korreláció erősen negatív, ha például az OTP és a MOL esni kezd, olyankor többnyire az EURHUF emelkedik. Abban az esetben, ha egy külföldi szabadulni szeretne a részvényeitől, akkor a pozícióján duplán veszteséget szenved el. Az euró világból észlelt MOL volatilitás meghaladja a MOL forintban kifejezett volatilitását.

Hosszútávon a tulajdonosok közötti érdekellentét is számos nehézséget hordozhat. Azt láthatjuk, hogy a magyar tőzsde jelenleg is nehéz helyzetet él át. Amennyiben a tulajdonosi érdekellentétek hosszútávon is fennmaradnak, akkor elhúzódhatnak a szükséges átalakítások és fejlesztések, melynek következménye a hazai parkett még inkább perifériára szorulása és lemaradása. Egy ilyen helyzeten senki nem nyerhet, éppen ezért minden fél érdeke ennek elkerülése.

4.1.3. Opportunity, lehetőségek, amit tehetünk

Dolgozatunk fő kutatási területe olyan lehetőségek keresésére összpontosul, melyek alkalmazásával jelentős mértékben növelhető lenne a BÉT piaci kapitalizációja.

Az első javaslat a CEESEG tőzsdeszövetségbe történő teljes integráció. Az erős osztrák tulajdonosi jelenlét miatt szinte adódik a lehetőség, azonban hosszabb távon bizonytalan lenne a helyzet, ezért jelenleg még számos ellenérv szól a lehetőség mellett.

Ezen kívül felvetődhet egy új piaci rés keresése és kihasználása. Lehetőségként merülhet fel többek között új, befektetői érdeklődést kiváltó részvények bevezetése, származtatott piac élénkítése, High Frequency Trading megvalósítása, a már bevezetett BÉTa piac továbbfejlesztése, illetve új, alternatív lehetőségek keresése a MiFID által biztosított keretek között.

A kereskedés technológiai hátterét az MMTF rendszer biztosítja, amely a hazai piacon egy kiforrott és egyben jól működő rendszernek számít. A hátránya, hogy csak hazánkban használatos ez a megoldás, így más rendszerekkel nehézséget okozhat az integráció, illetve a rendszer majdnem tíz éves, így kimondottan elavultnak számít. Már többször felmerült, hogy az átjárhatóság kedvéért itthon is bevezetésre kerülne a már több országban is használt XETRA rendszer, amit például Németországban és Ausztriában is használnak. (ceeseg.hu, 2012; bet.hu, 2012)

4.1.4. Threats, melyek a legfőbb veszélyek

A legfőbb veszélyforrás a hazai piac méretének további csökkenése lenne, amely számos különböző módon is megvalósulhatna. Például ezzel a következménnyel járna az alternatív piacok előretörése, a hazai blue chip részvények kereskedésének külföldi piacra történő áttolódása és a tőzsdei kivezetések is. Hosszabb távon az új technológiák, pénzügyi termékek elterjedése is veszélyt hordozhat, amennyiben ahhoz mérete miatt nem tudni megfelelően alkalmazkodni a hazai parkett.

További veszélyforrást jelentene az elhúzódó tulajdonosi viták miatti fokozatos lemaradás, illetve ha a piacon lebonyolított forgalom a gazdaságos üzemméret alá csökkenne.

5. Tőzsdei konszolidáció

A Budapesti Értéktőzsde helyzetének áttekintése után érdemes megvizsgálni a tőzsdei összeolvadások általános jellemzőit annak érdekében, hogy még teljesebb képet kaphassunk a nemzetközi folyamatokról, és azok háttéréről. A vállalati összefonódásokhoz hasonlóan ebben az esetben is két fő irányvonalat különböztetünk meg: horizontális (vízszintes), illetve vertikális (függőleges) fúziót. A horizontális integrációról az az eset, amikor egy vállalat az értéklánc azonos szintjein elhelyezkedő piacokon terjeszkedik. A vízszintes esetben az egyes alkotóelemek, az eddig különállóan működő tőzsdék viszonylagos önállóságukat megtartják, de egy új, közös képet alakítanak ki magukról a külvilág számára, és annak kereteihez alkalmazkodva folytatják tovább a tevékenységüket. A vertikális integrációról akkor beszélhetünk, ha egy vállalat az értéklánc különböző szintjein elhelyezkedő piacokon egyaránt jelen van. A vertikális fúzió előnye, hogy kevesebb a harmonizációs feladat, így viszonylag rövid idő alatt is végbevihető. A tőzsdék esetében legfontosabb a közös infrastruktúra és elszámolórendszer bevezetése, amely biztosítja a könnyű átjárást a piacok között. Erre a folyamatra tipikus európai példa az Euronext létrejötte.

Itt a közös rendszerekkel, és azok közös irányításával jelentős költségcsökkenést sikerült elérni. Jelentős leépítést sikerült elérni az alkalmazottak számát illetően, hiszen az egyesülés pillanatában a tőzsdéknél több mint háromezer ötszázan dolgoztak, addig az NYSE-vel történő egyesüléskor csak háromezer alkalmazottja volt a csoportnak. Jelentős költségcsökkenéssel járt továbbá a marketingkampányok összehangolása is, mivel attól a pillanattól kezdve nem volt szükség több különböző kampányra. Így belátható, hogy a

méretgazdaságosságból származó előnyöket pár év alatt sikerült jelentős mértékben kihasználni.

A megnövekedett piacon érvényesült a vállalatok közötti erősebb verseny, nagyobb szelekció elve, hiszen jól látható módon a jegyzett vállalatok száma egyenletesen csökken. Ennek oka, hogy azok a vállalatok, melyek kereskedését a nemzeti tőzsdén sem jellemezte kimagasló forgalom, azoknak a cégek egy egyesített platformon még inkább háttérbe szorultak. Így belátható, hogy a konszolidáció által generált likviditásbővülés hatásaiból főleg a nagyobb vállalatok részesültek. A vizsgált évek során egyenletesen nőtt a kötések számát, és ezzel a forgalomarányos bevételeket is. (Euronext, 2000-2007)

Összességében jól látható, hogy az egyesülés nyertesei főleg a piacokon bejegyzett nagyvállalatok voltak, míg a kisebb cégek egyre jobban kiszorultak a piacról, és vagy a teljes kivezetés, vagy egy kisebb, regionális tőzsdére való átvezetés lett a sorsuk. Feltételezhetően ez a jövő várna a BÉT „B” kategóriájában szereplő részvények közül többre is. (Euronext, 2000-2007)

Horizontális összeolvadás esetén az egyes elemekből egy új, egységesebb intézmény jön létre, amely nemcsak egy külső keretet testesít meg, hanem egy jelentős újjászervezés után egy új, önálló egységet eredményez, a régi intézmények korábbi kereteinek megszüntetésével. Ennél a megoldásnál jóval több egyeztetésre van szükség, a lehető legmagasabb szinergiahatás elérése érdekében. Európában a Deutsche Börse és a többi német tőzsde kapcsolata tekinthető megfelelő példának erre az esetre. (Szeles, 2001)

A BÉT és a CEESEG csoport kapcsolata miatt érdemes egy kicsit tovább vizsgálni a horizontális összeolvadás különböző lehetőségeit. Andreas Oehler, a Bambergi Egyetem professzora egy 2000-ben elkészült tanulmányában kisebb regionális német tőzsdék helyzetét vizsgálta, és ennek következtében három lehetséges fúziós scenáriót különített el, amelyet egy kisebb, regionális tőzsde és egy nagyobb, globális tőzsde kapcsolatában beállhat.

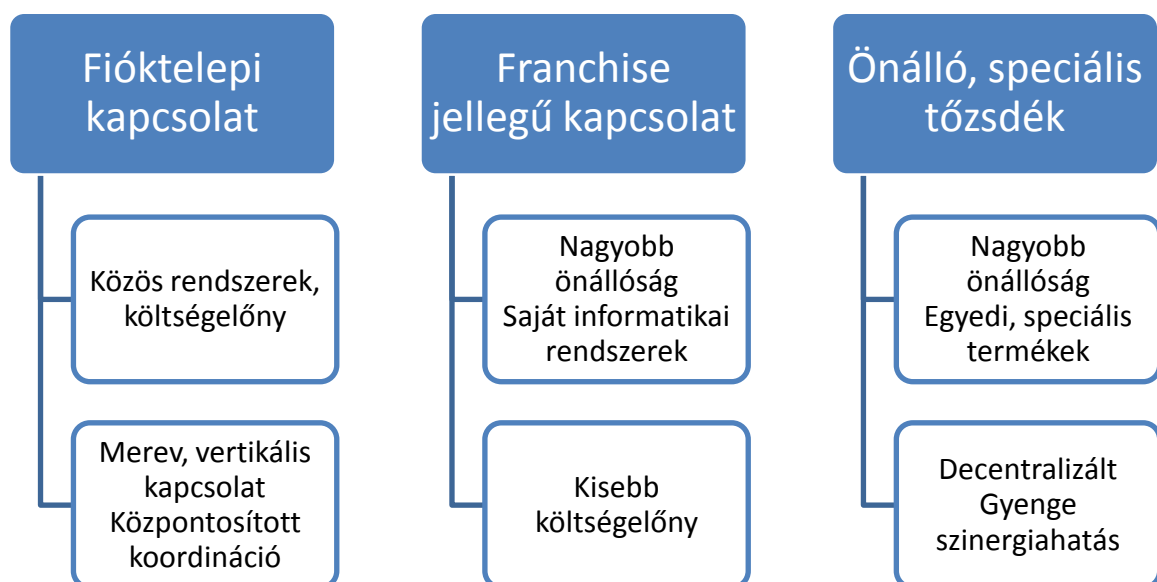
Az első esetben a kisebb tőzsde kizárólag fióktelepként vagy Shared Service Center-ként funkcionál egy nagyobb tőzsde, vagy tőzsdeszövetség számára. Ez a forgatókönyv egy merev, vertikális hierarchiát testesít meg a kis fióktőzsdék és a központ között. Központi irányítás és ellenőrzés jellemző, emellett közösen használt és fejlesztett információs-, ár- és elszámolási rendszer van használatban. Ennek a scenáriónak elsősorban költség oldali előnyei vannak, mivel a méretgazdaságosság legmagasabb fokú kihasználására törekszik.

A második lehetőség, ami felmerülhet, hogy a kisebb tőzsde egy önmagára támaszkodó, franchise jellegű rendszer elemeként kapcsolódik egy nagyobb tőzsdéhez. Ez a lehetőség nagyobb függetlenséget biztosít a kisebb tőzsde részére, hiszen képes maradna önálló egységként tevékenykedni, például saját, különálló információs rendszerrel rendelkezhetne. A termék- és árképzési rendszerek részben átjárhatóak lennének a központi tőzsdével, és kizárólag az elszámolási rendszer lenne centralizált.

A harmadik esetben a kis tőzsdék egy magasan specializált vállalként jelennének meg a szervezeti struktúrában, és a saját termékeik és „brand”-jük kialakításáért is felelősek lennének, így a központ magas fokú függetlenséget biztosít a fióktőzsde számára. A szabad irányítás ellenére ez a tőzsdetípus is fokozottan együttműködik a tőzsdecsoport többi tagjával, illetve a központtal is, hiszen a fejlesztési-, operatív és egyéb költségeket így képesek a lehető leghatékonyabban csökkenteni.

Ez a változat abból a felismerésből következik, hogy egy nagy, globális piacon tevékenykedő vállalat veszít a rugalmasságából és az alkalmazkodó képességéből, ezáltal nem képes minden egyes igényt kielégíteni, illetve nincs lehetősége minden egyes terméktípusra egyszerre optimalizálni a működését. Ebben az esetben a kisebb tagoknak olyan szolgáltatásokat kell magas színvonalon kínálniuk, melyekre egy nagyobb tőzsde nem képes. (Oehler, 2000)

Az alábbi szervezeti diagram jól szemlélteti a fent ismertetett fúziós scenáriókat:



2. számú ábra: A tőzsdei konszolidáció esetei
(Forrás: saját készítésű ábra)

A három különböző scenárión felül még számos, tulajdonosi struktúrától független lehetőség mutatkozik arra, hogy egy tőzsde megkülönböztesse magát, és piaci előnyre tegyen szert. Többek között lehetőség nyílik a kereskedési idő kitolására, élve azzal a feltételezéssel, hogy ha a trader-eknek több idő áll rendelkezésre, akkor ez magasabb forgalmat fog generálni. Lehetőség van a termékskála kiterjesztésére is, és speciális termékek (pl: warrant, certifikát) bevezetésére is a tőzsdén. Ezen felül nagyon sok kiegészítő szolgáltatás is nyújtható, amivel a kisebb tőzsdék magukhoz vonzhatják a befektetőket.

A német példa tanulságaira is érdemes pár mondatot szentelni, hiszen helyzetük sok hasonlóságot mutat a magyar tőzsde körülményeivel. Először is a legtöbb német platform jelentős múltra tekint vissza, illetve ezen felül rendelkezik a helyi, regionális kormányok támogatásával. A frankfurtin kívüli hat, kisebb német tőzsde közül csak egy pozicionálja magát kimondottan regionális tőzsdéként, a többi pedig még büszke is arra a tényre, hogy a piacon kereskedők jelentős része nem abból a régióból kerül ki, ahol maga a tőzsde található. Így ezek a tőzsdék azokat a piaci réseket igyekeztek megtalálni, amelyeket a „globális szereplő”, Frankfurti Tőzsde hatékonyan nem tud lefedni.

A specializálódás hatásait vizsgálva, az utóbbi évtizedben azok a kis német tőzsdék jóval sikerebbek voltak, melyek egy, jól megfogalmazott szegmensre koncentráltak, mint a csak a regionális piacra koncentráltak. Az is igaz, hogy a kisebb tőzsdék forgalma a világ összforgalmához viszonyítva csökken, és ez a tendencia a kilencvenes évek közepe óta nem változik. Habár az is igaz, hogy ez a jelenség elsősorban a globális tőzsdék gyorsabb növekedésének tudható be, és nem a kisebb tőzsdék forgalomkiesésének. Így a specializált tőzsdéknek is van lehetősége a piacon, csak a technika fejlődésével egyre inkább a globális tőzsdékkel is fel kell venni a versenyt. (Brödle, 2002)

6. Az európai szabályozás hatásai

6.1. A MiFID szabályozás bemutatása

A MiFID néven emlegetett Európai Unió direktíva hivatalosan 2004/39/EK számú Európai Unió irányelv, melynek neve „Markets in Financial Instruments Directive”. Ezt a huszonhét EU-s országon kívül átvette Izland, Norvégia és Liechtenstein is, így annak tartalmát összesen harminc ország fogadta el önmagára nézve kötelező érvényűnek. Az új egységes európai szabályozásnak a létrejötte három fő területen érezte hatását. Ezek a következők:

- fogyasztók magasabb szintű védelme
- nemzetközi piacok újraszabályozása
- új generációs kereskedési rendszerek megjelenése

A mindennapok során legtöbbször a fogyasztókat védő intézkedések hatásaival szembesülhetünk. Ennek keretében a pénzügyi szolgáltatók az ügyfeleket különböző kategóriákba sorolják be. Az első körben két kategóriába történik a besorolás, ez a két nagy csoport a lakossági és a szakmai befektetők köre. Időnként önálló harmadik csoportként kerül besorolásra az „Egyenrangú partner” kategória, amely a szakmai befektetőknek egy speciális válfajának tekinthetőek.

A befektető-védelmi előírások, elsősorban a tájékoztatás részletessége is az ügyfelek egyes minősítési kategóriáinak sajátosságaihoz igazodnak, a Lakossági ügyfélminősítéssel rendelkező ügyfelek szélesebb körben élveznek védelmet, mint a „Szakmai ügyfelek” vagy éppen az „Egyenrangú partner” jelzővel illetett ügyfelek.

A második jelentős változást a piacok jelentős mértékű globalizálódása tette szükségessé. A cél az volt, hogy a tőke és a szolgáltatások áramlását a lehető legegyszerűbbé tegyék az Európai Unión belül, amely azonban magával vonzotta azt a következményt is, hogy a szabályozó és felügyeleti hatóságoknak is nemzetközi szinten kéne működnie, de ennek hiányában legalább is gördülékenyen kéne együttműködniük. A jelenlegi szabályozási környezet mellett, könnyen megvalósítható az Európai Unión belül a határokon átnyúló pénzügyi szolgáltatások nyújtása illetve külföldi fiókhálózatok egyszerűsített alapítása is. Mindezek a piaci folyamatok újszerű kihívások elé állították a szabályozókat is, mely probléma végső soron az új egységes EU-s pénzügyi direktíva elfogadásával vált megoldhatóvá.

A harmadik és jelen kutatásunk céljából legmeghatározóbb változást az újgenerációs kereskedési rendszerek megjelenése és azok szabályozása jelentette. A MiFID bevezetése előtt értékpapírokkal csak szabályozott piacokon keresztül lehetett kereskedni, amik jellemzően a tőzsdék voltak. Azonban az új szabályozás két új típusú lehetőséget is teremtett. Egyfelől lehetővé tette a Multilaterális Kereskedési platformok (szokásos rövidítése MTF) és a Systematic Internaliser megjelenését is. (EP 2004/39/EK, 2004; PSZÁF, 2006)

6.2. Multilateral Trading Facility

A szabályozás már elismeri az MTF-ek létezésének létjogosultságát és tisztázza azok szabályozási kérdéseit is. A multilaterális kereskedési platformokat szabályozott piacot üzemeltető vállalkozás és befektetési szolgáltató is alapíthat, vagyis a hagyományos tőzsdékkal szemben nem minősül kizárólagosan végezhető tevékenységnek.

A liberálisabb szabályozás ellenére is alapkövetelmény, hogy olyan kereskedési infrastruktúrát kell üzemeltetni, ami biztosítja a pénzügyi rendszer egységét és hatékonyságát. Egy ilyen technológiai rendszer kialakítása hatalmas összegekbe kerül, aminek kiépítése egy Magyarország méretű piacon a befektetési vállalkozásoknak nem érné meg. Az országban egyetlen piaci szereplő van, a Budapesti Értéktőzsde, amely már rendelkezik a szükséges infrastruktúrával, ezért az új piacon is lényegében minimális költségekkel jelenhet meg. Azonban ez a lehetőség számára csak új termékek bevezetése esetén éri meg, nem érdekelt a már meglévő részvények új kereskedési platformra történő átvezetésében.

Az MTF-eknek számos előnye ismert. A leggyakrabban emlegetett érv, hogy a szabályozott piacokkal ellentétben, nincs szükség a kereskedett termékek bevezetésére, így alacsonyabb költségekkel folytatható kereskedés, ami az alacsonyabb tranzakciós költségek miatt magasabb a hozam várható értéke, ezáltal vonzóbbá teszi az értékpapírokba történő befektetés lehetőségét, ez pedig a forgalom növekedését generálja. Ettől eltekintve a működése gyakorlatilag megegyezik a hagyományos tőzsdék esetében megszokott módszerrel. Ezek szerint ugyanúgy engedélyezett brókercégeken keresztül zajlik a kereskedés, akik díjat fizetnek a kereskedési rendszer üzemeltetőjének. További hasonlóság a hagyományos tőzsdékkal, hogy az árak nyilvánosak.

Második előnynek tekinthető, hogy növeli a termékek választékát, így hozzájárul a portfólió diverzifikálásának a fokozásához, ami a hatékony portfólió elmélet lényeges eleme.

A rendkívül lényeges előnyök mellett azonban meg kell említenünk néhány negatív tényezőt is, mint amilyen az elsődleges piacnál alacsonyabb likviditás miatti kockázatok, illetve az implicit devizakockázat. Utóbbira példa, hogyha a későbbiekben bővebben részletezett BÉTa piacon kereskedünk, akkor bár a hazai piacon a jegyzés forintban történik, ám ennek árát az alaptermék, vagyis az eredeti részvény árfolyama és a deviza árfolyama együtt határozza meg. Ennek következményeként előfordulhat, hogy a részvény árfolyama euróban kifejezve nem változik, de a devizaárfolyam változás miatt mégis veszteséget szenvedünk el, vagy éppen ellenkezőleg nyereségre teszünk szert.

Az eddigi tapasztalatok meglehetősen felemás képet mutatnak, hiszen amíg a Chi-X Europe nyereségesen működik, addig a Nasdaq OMX Europe rendszer 2010-ben leállításra került.

Befektetési bankok által működtetett MTF-ekre is találhatunk példákat. Ilyenkor az ügyletkötés vagy a bank és az ügyfél között történik, de gyakoribb, hogy közvetlenül két ügyfél között kerül rá sor. Ilyen rendszereket többek között a Nomura, a UBS és a Goldman Sachs is üzemeltet. (Nasdaq, 2010; Grant, 2010; European Commission, 2010)

7. A BÉT lehetséges fejlesztési stratégiái

A korábbi elméleti rész és a BÉT helyzetét bemutató elemzések áttekintéséből kiindulva több lehetséges fejlesztési modellt szeretnénk felvázolni. Mindegyiknél az a célunk, hogy a vállalat működése hosszútávon fenntartható, profitábilis legyen, és a minél jobban illeszkedjen huszonegyedik század igényeihez. Az általunk vázolt elképzelések megvalósulásához sok érintett érdekegyeztetése szükséges, ebből kifolyólag bármilyen változtatás a cég profiljában vagy akár annak környezetében mindenekelőtt nagyfokú kompromisszumkészséget igényel a szereplőktől. A lehetőségek értékelésénél az érvek és ellenérvek összeszedéséből és azok vizsgálatából vonunk le következtetéseket.

A lehetőségek többsége egymás mellett is életképes lenne, de mi a BÉT véleményünk szerint követendő, elsődleges stratégia kiválasztását tűztük ki célul. Ezen felül a projektek anyagi vonzata is gátat szabhat több lehetőség egyidejű megvalósításához.

7.1. Teljes fúzió

Az első lehetőség, amelynek megvalósulási esélyeit vizsgáljuk, az a CEESEG csoporttal való együttműködés növelése, és ezzel a szinergiahatások magasabb fokú

kihasználása. Ezzel a lépéssel egy olyan egységesebb piac jönne létre, melyen a méretgazdaságosságból adódó előnyöket a minél optimálisabban lehetne kihasználni, ezáltal növelve a csoportszintű nyereséget, továbbá az együttműködés részleteitől függően a csoport tagjainak profitja is emelkedhet.

A Budapesti Értéktőzsde esetében ez nem egy újonnan született lehetőség, hiszen a többségi részesedéssel rendelkező osztrák tulajdonosi körből kifolyólag kézenfekvő lehetőségként merült fel az utóbbi években a fúzió gondolata. Ennek előnyei, ahogy az elméleti részben is említettük, a szinergiahatások költségcsökkentő vonzata. A megtakarítások több különböző területen is megvalósulhatnak.

Példának okáért jelentős kiadáscsökkentés érhető el az informatikai rendszerek, beleértve a kereskedési rendszerek egységesítésével. Természetesen ebben az esetben nem lenne szükség minden országban különálló IT osztályokra, hiszen egy multinacionális vállalatnál sokkal gazdaságosabb egy centralizált központból végezni a fejlesztést és a szükséges karbantartási munkákat is.

A befektetők szempontjából egy egységesebb és nagyobb piac nagyobb választékot, és ebből kifolyólag nagyobb vonzerőt jelenthet, így tovább növelve a forgalomból adódó bevételeit a tőzsdének. Sajnos egy ehhez hasonló integráció hátrányokat is magában hordoz. A legutóbbi példához kapcsolódva, hiába oldódnak fel a technikai korlátok a régióban, az önmagában még nem jelenti azt, hogy a magyar befektetési termékek iránt megélnékülne a kereslet, hiszen maga az egységes platform csak szükséges, de nem elégséges feltétele egy hasonló irányú növekedésnek.

A két nagy tulajdonosi kör között meglévő jelenlegi ellentéteket tovább mélyítene a lépés, hiszen a kisebbségi tulajdonnal bíró magyar befektetési vállalkozásoknak a fúzió jelentős kockázatokat rejt magában. Könnyen elképzelhető, hogy a közös alapokon történő kereskedésből származó részesedésük és ennek következtében a jövedelmük is lecsökken, amit nem lesz képes ellensúlyozni a meglévő befektetői körének nyújtható szélesebb körű szolgáltatásokból eredő többletbevétel és a tőzsde résztulajdonosaként továbbra is járó osztaléknövekmény együttese sem. Főleg, hogy a hazai brókercégek jelenleg is számos külföldi kereskedési lehetőséget ajánlanak ügyfeleiknek online rendszereken keresztül. A megnyíló piac hatására megnövekvő verseny miatt csökkenteniük kellene a jutalékokat a hazai piacon.

Egy ilyen együttműködés megvalósulásának esélyét tovább csökkenti az a tény, hogy a 2004-ben lezajlott jelentős mértékű osztrák érdekeltségű tulajdonosszerzés ellenére a mai napig nem történt lényegi előrelépés ezen a téren. Ráadásul ez nem csak a BÉT és a

CEESEG kapcsolatára igaz, hanem a maradék két tőzsde esetében is csak óvatos lépések történtek az osztrák fél részéről, annak ellenére is, hogy a hazai esettel ellentétben ott közel száz százalékos tulajdonrészesedéstről beszélhetünk.

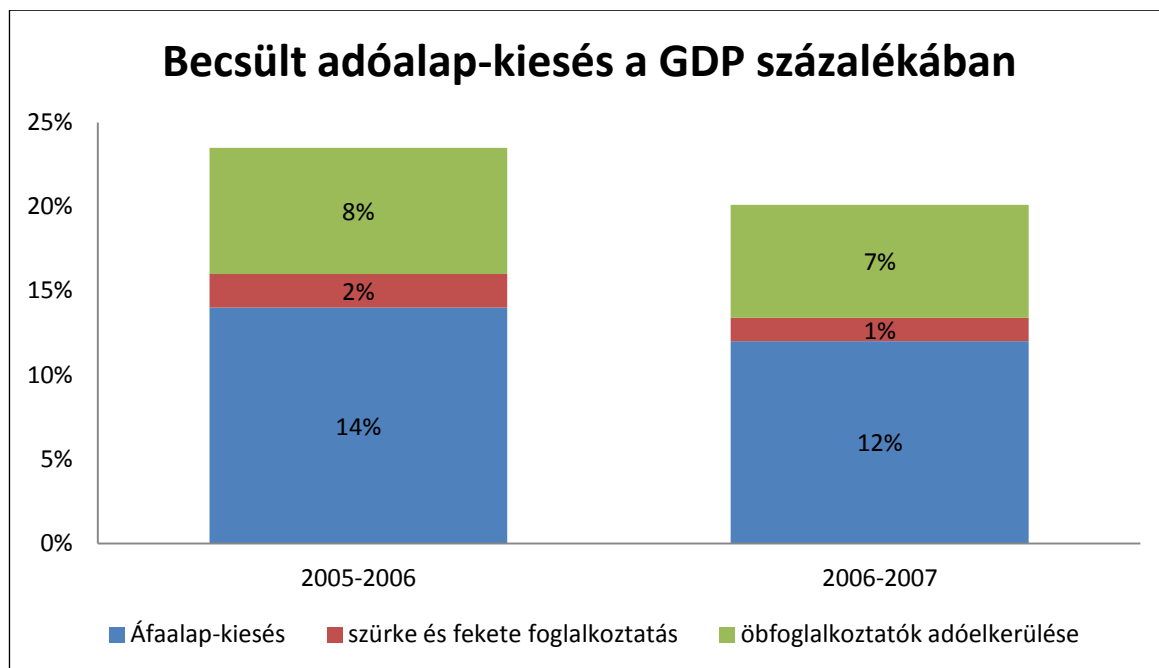
A válság következtében újra megerősödő protekcionista gazdasági környezet szintén nem segíti elő az erősebb integráció kialakulását. Ezt tovább erősíti az a tényező, hogy egyelőre semmilyen garancia nem látható arra, hogy a Budapesti Értéktőzsde hosszú távon is fennmarad. Ráadásul jelenleg nem látható, hogy a létrejövő csoport iránt akkora keresletet generálna, aminek következtében versenyképes fejlődési pályára állítaná a csoportot. Ezen felül az osztrák fél részéről érezhető egy fajta merevség, amellyel a stratégiával kapcsolatos kérdéseket kezeli, ami különösen ebben a régióban kimondottan hátrányosnak bizonyulhat. (Mátrai, 2012, ceeseg.hu, 2012, bet.hu, 2012)

7.2. Bevezetett részvények számának növelése

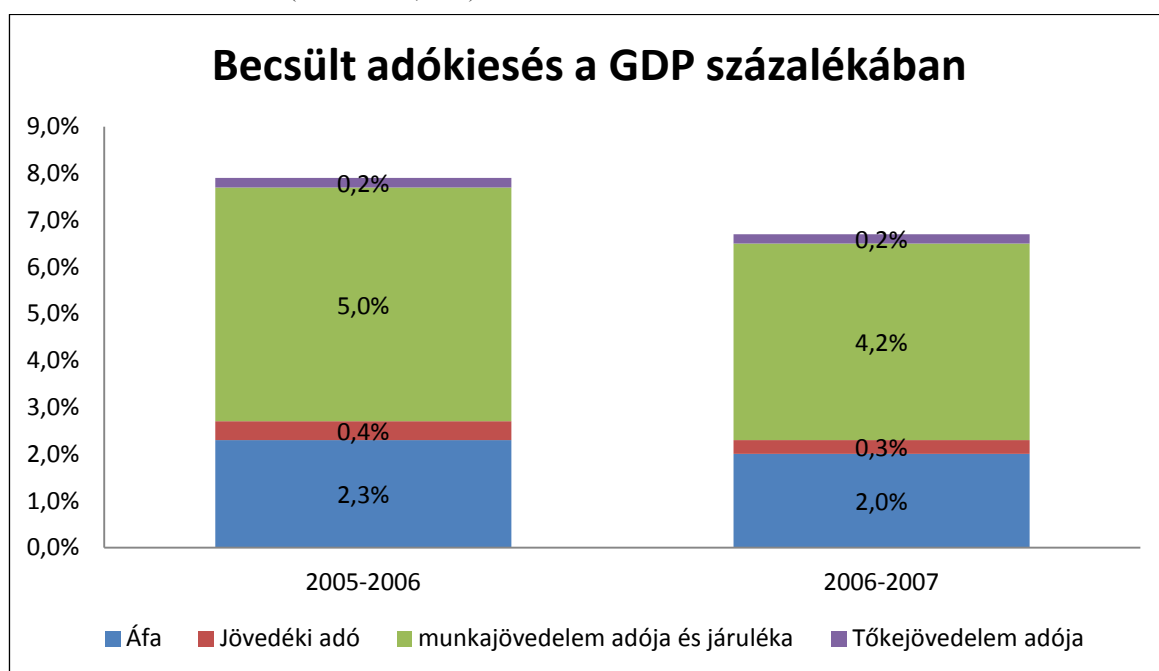
Egy lehetséges alternatívát jelenthet a belső piac növekedésének elősegítése. A jelenlegi hazai piacot tekintve kevés magyar vállalat van bevezetve a tőzsdére, habár ennél lényegesen több vállalat esetében is indokolt lehetne. Különösen a kutatás-fejlesztés területén lenne potenciál ennek a lehetőségnek a kihasználására, de a jogszabályi környezet inkább akadályozza, mintsem támogatja ennek lehetőségét. Van olyan magyar informatikai cég (például a LogMeIn), amelyek éltek a foreign-listing lehetőségével és a Nasdaq-ra és nem a BÉT-re vezették be részvényeiket. Ezt sajnos teljesen logikus lépésnek kell tekintenünk, hiszen ott sokkal könnyebben éri el ebbe a speciális szektorba befektetőket, mint Budapesten. (logmein.com, 2012)

Ismerve a magyar adófizetési hajlandóságot és az adójogszabályokat, a vállalatoknak egy erős visszatartó erőt jelent a tőzsde jelenléttel járó transzparencia, ezért számos cég, amely tulajdonképpen már megérett a bevezetésre, mégsem él vele, hiszen ez nem áll a tulajdonosok érdekében. Ez a hatás könnyen csökkenhetne a tőzsdére vezetett vállalatok kedvezményes adózási feltételeivel. Azonban valódi áttörés csak hosszabb távon, egy szemléletváltozással együtt képzelhető el.

A jelenlegi magyar valóság sajnos az, hogy az állam jelentős adóbevételektől esik el, amit jól jellemez a lenti két grafikon, melyek az adóalap kiesést, illetve az adóbevétel kiesést ábrázolják. Jól látható, hogy lenne hova növelni a hatékonyságot, melyre jó lehetőséget kínál a tőzsdei platform által nyújtott transzparencia. (Krekó, 2008)



3. számú ábra: Becsült adóalap-kiesés a GDP százalékában
(Forrás: Krekó, 2008)



4. számú ábra: Becsült adókiesés a GDP százalékában
(Forrás: Krekó, 2008)

A tőzsdén szereplő cégek száma növelhető lenne akár részleges vagy teljes állami privatizáción keresztül is, habár mára meglehetősen kevés olyan vállalat maradt, ami a befektetők érdeklődésére számot tartana. Elsősorban az állami monopólium joggal rendelkező Szerencsejáték Zrt. vagy a Magyar Posta lehetne alkalmas a bevezetésre folyamatosan nyereséges működésük miatt, bár elvileg a MÁV, és a Volántársaságok részvénytársasági formában történő értékesítése is lehetséges lenne, bár veszteséges

működésük és szociális szempontokat is figyelembevevő tevékenységük miatt ennek esélye lényegesen alacsonyabb.

Összességében elmondható, hogy bár van a magyar piacon potenciál az új, nagyobb tőzsdei bevezetésekre, de ez vagy a jelenleg elégtelen feltételek, vagy a monopoljogok és egyéb szabályozási anomáliák miatt.

7.3. High Frequency Trading

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

Az ilyen típusú kereskedés szükséges feltételei egyfelől jogi természetűek, hiszen olyan, kollektív, zártkörű befektetési formát igényel, amely korlátlanul lehetővé teszi a shortolást, és a magas tőkeáttételt. Ezeknek a feltételeknek elsősorban a hedge fund típusú befektetési alapok felelnek meg. Jelenleg ilyen típusú alap létrehozása a hatályos magyar jogszabályok szerint nehézkes.

A jogi korlátokon felül, az automatikus kereskedési rendszereknek bizonyos piaci adottságokra is szüksége van. Ezek közül a legfontosabb az egy adott piacon, több termékben egyidejűleg is meglévő nagyfokú likviditás. Az egy adott piac kiemelése azért fontos, mivel a rendszer egyik célja a kockázatmentes nyereség elérése mellett a költségek minimalizálása. A nagyfokú likviditás alapfeltétele a pozíciók azonnali alakításának. A több, földrajzilag is elkülönített piacon is kereskedett termékek a legalkalmasabbak az automatizált rendszer előnyeinek kihasználására. Ezen tényezők hiányában a HFT rendszerek működtetése értelmét veszti.

A gyakori pozícióváltások miatt rengeteg tranzakció kerül végrehajtásra, melyeknek a díja meghaladhatja a rendszer üzemeltetéséből adódó nyereséget, így kizárólag alacsony tranzakciós költségekkel működő piacokon lehetséges ezt a rendszert nyereségesen működtetni.

A kereskedés hatékonyságához ezen felül magas szintű technikai követelmények szükségesek, a számítási kapacitások mellett kiemelt szerep jut az adatátviteli sebességnek is. Ezt jól jellemzi, hogy az elmúlt években egy amerikai vállalat egy új adatközlési kábelt fektetett le a világ két talán legfontosabb pénzügyi központja, New York és Chicago között. Ehhez kilométereken keresztül új vezetéket fektettek le, és becslések szerint összesen háromszáz millió dollárt költöttek a projekt megvalósítására, amelyhez százhuszonöt ember kétévi munkájára szükségeltetett. A projekt célja az volt, hogy három milliszekundumot lefaragjanak az adatok két város közti áthaladásának idejéből, amit sikeresen teljesítettek is.

Jól látható, hogy ez egy kimagaslóan fejlődő ágazat, de jelentős korlátai és költségei lehetnek, melyeket nem minden szereplő engedhet meg magának. (Faluvégi, 2010)

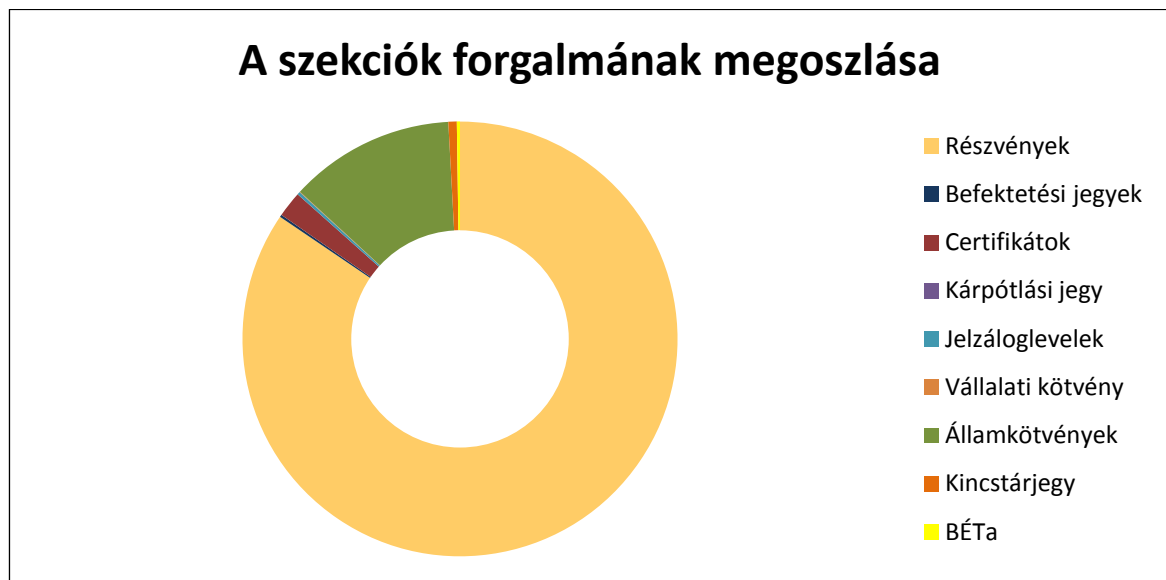
7.4. MiFID alternatív – belső piac BÉTa

Harmadik lehetőségként szeretnénk körüljárni annak a lehetőségét, hogy az Európai Unió pénzügyi piacok liberalizációját elősegítő törvényeket hogyan lehetne a leghatékonyabban a növekedés szolgálatába állítani. Vizsgálatunk fő tárgyát ebben az esetben a 2004-ben elfogadott Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) által lehetővé tett alternatív kereskedési rendszerek alkalmazásában rejlő lehetőséget képezzik. Ezen lehetőségeket a Budapesti Értéktőzsde már elkezdte kihasználni, azonban véleményünk szerint a jelenleginél sokkal előnyösebben kihasználhatóak a szabályozásban rejlő lehetőségek.

2011 novembere óta már Magyarországon is létezik MTF-ként működő piac, ráadásul a Budapesti Értéktőzsde részeként BÉTa rövidítéssel jelezve, mely a BÉT Alternatív Piac kifejezést takarja. Az új szekció indulása után 10 termékkel kezdődött el a kereskedés és 2012. január 26-ával további tíz értékpapírral bővült, így immáron már 20 részvény érhető el. Az új termékekkel az árjegyzés forintban történik, innen is látható, hogy a célcsoport a hazai befektetők közül került ki.

Dolgozatunk írásának időpontjában a legfrissebb tőzsdei adatok, bár már elérhetőek 2012. január hónapjára is, azonban ennek használta félrevezető lenne, hisz a húszas listának a fele bár szerepel a kimutatásokban, de azokkal kereskedni, csak a hónap utolsó néhány napjában volt lehetőség. Ezért a megbízhatóbb adatok érdekében a 2011. decemberi és az ez előtti statisztikákat használjuk csak fel.

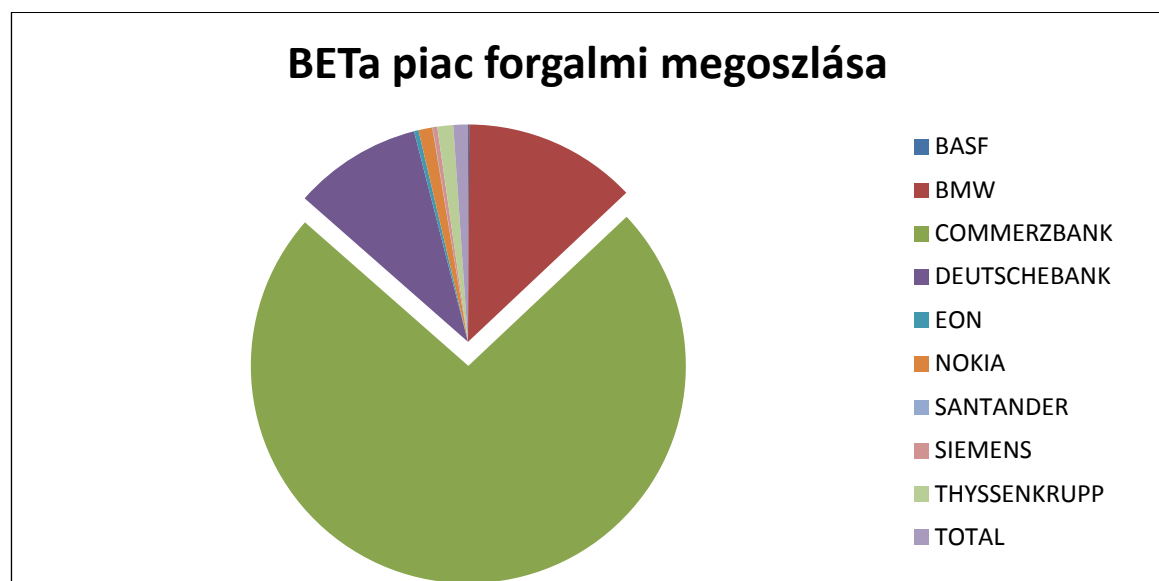
Az egyes értékpapírtípusok összesített decemberi adatait elemezve látható, hogy a BÉTa forgalma a jelzáloglevelek és a befektetési jegyek méretéhez hasonlítható, de például a részvényekhez hasonlítva minimális arányt tesz ki. Ezt jól szemlélteti a lenti kördiagram, amin egyértelműen látható a részvények és az államkötvények túlsúlya, ezen felül még a certifikátoknak sikerült elérnie említésre méltó méretet, azonban a többi kategória szabad szemmel alig látható.



5. számú ábra: A szekciók forgalmának megoszlása

(Forrás: Budapesti Értéktőzsde honlapja, 2012)

Az újonnan létrehozott szekció forgalmi adatait ábrázolva látható, hogy a teljes forgalomnak több mint a felét a Commerzbank adja és a három legnagyobb együtt a piacnak több mint háromnegyedét teszi ki, ami egy erősen koncentrált piacra utal.



6. számú ábra: BÉTa piac forgalmi megoszlása

(Forrás: Budapesti Értéktőzsde honlapja)

Az új szekció létrehozása bővítette a választékot és a valamelyest a forgalmat is, azonban kérdéses, hogy hosszabb távon mekkora az a befektetői kör, mely aktívan kereskedni fog a már itthon is elérhető nyugat-európai részvényekkel vagy esetleg csak a már eddig is részvénybe fektetők fogják használni ezeket az új termékeket és ez által az amúgy sem túl méretes torta kerül további felszeletelésre. (bet.hu, 2012)

7.5. MiFID alternatív – külső piac keresése

A hazai példa mellett szeretnénk bemutatni az egyik legnagyobb MTF-et a Chi-X Europe példáját is. Ha megvizsgáljuk a 2011. decemberi adatokat, akkor láthatjuk, hogy a kereskedés teljes volumene €39.504.559.315, vagyis közel 40 milliárd EUR, ami forintra átszámítva nagyságrendileg 11.600 milliárd forint, vagyis egy hatalmas piacról van szó. Amennyiben a napi tranzakció számot vizsgáljuk meg, akkor is látható, hogy átlagosan napi 245 millió tranzakció zajlott le. A kereskedhető termékek száma hónapról-hónapra változik, de 1430-1470 körül változott az elmúlt hónapok alatt. A termékek változását jól szemlélteti az a mutató is, hogy az elmúlt évben összesen 1657 termék volt hosszabb-rövidebb ideig volt fellelhető a kínálatban.

Jól látható, hogy Európában van fizetőképes igény ezekre a termékekre, így érdemes lenne megvizsgálni annak a lehetőségét, hogy a Budapesti Értéktőzsde, hogyan szolgálhatná ki a külföldi befektetők igényeit. Itt elsősorban olyan termékek bevezetését kellene mérlegelni, melyekhez a nyugati befektetők nem jutnak hozzá hatékony és kis kockázatokkal rendelkező platformon keresztül.

A mai globalizált gazdasági környezetben az előbb említett feltételeknek megfelelő termékcsoportot nehéz találni. Elsősorban a kevésbé fejlett pénzügyi közvetítő rendszerrel, illetve infrastruktúrával rendelkező országok piacai jöhetnek számításba.

A rendszerváltást követően a Budapesti Értéktőzsdének sikerült a leggyorsabban olyan infrastruktúrát és piaci környezetet kialakítania, mellyel ezen a téren vezető szerepre tett szert a régióban. Habár versenyelőnye rohamos ütemben csökken, jelenleg még egyik posztkommunista országban sem sikerült hasonló feltételrendszert kialakítania. 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 jelenleg olyan helyzetben vannak, melyeket a BÉT és a KELER már működése során sikeresen kezelt, így egy megfelelő kereskedési platform kialakításával akár megnyithatná az utat a befektetők számára. (batstrading.co.uk, 2011)

7.6. Lehetőségek értékelése

A felvázolt lehetőségek közül elsőként említett szorosabb integráció megvalósítása a tulajdonosi szerkezetből kifolyólag nem ütközne akadályokba, azonban kérdéses, hogy hosszú távon mennyire járulna hozzá a magyar tőzsde fejlődéséhez. Az együttműködés kizárólag költségoldali megtakarításokat eredményezne, ugyanakkor érdemben nem járulna hozzá a forgalom növekedéséhez, ezért ez a megoldás inkább rövidtávú kiigazításnak tekinthető, mintsem tartós versenyelőnyt és fejlődést biztosító megoldásnak. Mivel dolgozatunkban olyan megoldást próbálunk találni, amellyel akár hosszabb távon is versenyképes lehet a tőzsde, így ennek az alternatívának a teljes egészében történő kivitelezését elvetettük.

A belső piacot a tőzsde csak kis mértékben tudja befolyásolni. Habár az ország érdekeivel egybe esne, hogy minél több vállalat kerüljön erre a rendkívül átlátható piacra, a jelenlegi jogszabályi háttér ezt nem segíti elő. Ezen a helyzeten a közeljövőben sem várható jelentősebb előrelépés, így a belső piac, mint egy új stratégia alapja, nem szolgálhat kiinduló pontként. Ráadásul ennek eredményei csak évekkel később realizálódna, azonban a magyar tőzsde jelenlegi helyzete nem teszi lehetővé, hogy olyan megoldásban gondolkodjunk, melynek esetleges eredményei, csak lényegesen később jelentkeznek. Ennél gyorsabb lefutási folyamatról lenne szó abban az esetben, ha állami vállalatokat vinnének egy új privatizációs program keretében a tőzsdére, azonban meglátásunk szerint csak néhány vállalat lehetne piacképes. Ráadásul a cégek értékesítése ugyan adna egy jelentős egyszeri lendületet a tőzsdének, de mivel elsősorban a szakmai befektetők fantáziáját mozgató, ezért hosszú távon kevésbé lenne jelentős a forgalomgeneráló hatása. Ezért bár a belső piac növelését helyes célkitűzésnek tartjuk, azonban ezt, mint önálló stratégiai lehetőséget az eredmények késleltetett jellege miatt elvetettük.

Az előbbi megállapítás igaz a BÉT alternatív piacra is, amely egy üdvöztető újítás, de jelenleg csak a hazai befektetőkre fókuszál és ebből kifolyólag jelenlegi formájában bár növeli a forgalmat, de nem képes új lendületet adni a tőzsde számára. Ezért erre az alternatívára úgy tekintünk, mint egy olyan innovációra, melyet folytatni és fejleszteni kell, hisz a befektetők számára új befektetési termékeket a tőzsde számára pedig jövedelmet generál, azonban sajnos önmagában nem rendelkezik akkora potenciállal, hogy érdemben képes legyen változtatni a hazai börze helyzetén.

Habár nagyon vonzó lehetőségnek számít a HFT magyarországi meghonosítása, már csak annak jelentős forgalomgeneráló szerepe miatt is, azonban szinte minden, az ehhez szükséges feltétel hiányzik, ráadásul ezek nem, vagy csak komoly anyagi áldozat árán pótolhatóak. Példának okáért lehet lobbizni a jogszabályi háttér változásáért, kiépíthető a szükséges infrastrukturális háttér is, sőt még a tranzakciós díjak is csökkenthetőek lennének, ha nőne a forgalom, de még ekkor is megmarad az a feltétel, hogy nagyszámú, likvid értékpapírra van szükség a hatékony automatizált kereskedéshez és ennek sajnos a kritériumnak sem felelünk meg, ráadásul ezen még változtatni se nagyon lehet.

Alapos mérlegelés után úgy látjuk, hogy a BÉT jelenlegi szorult helyzetén a külföldi befektetők sikeres bevonása lehet a kulcstényező. Meglátásunk szerint őket sem hazai termékekkel, hanem külföldi részvények bevezetésével lehetne bevonni. A feladat nem könnyű, hisz meg kell találni azt a területet, amelyen jobbak vagyunk a versenytársaknál és ezeket az előnyöket kihasználva kell meggyőzni a befektetői csoportokat arról, hogy hazánkat válasszák a közvetítői szerep betöltésére. Tanulmányunk hátralevő részében igyekszünk bemutatni, hogy miként lehetne a kelet-európai országokkal szembeni infrastrukturális, szabályozói előnyünket és a nyugattal szembeni tapasztalati különbségeket kihasználni annak érdekében, hogy egy sikeres stratégiát valósíthasson meg a Budapesti Értéktőzsde.

	Teljes fúzió	Új részvények bevezetése	High Frequency Trading	MiFID belső piacélnépszerűsítés	MiFID külső piacok
Célcsoport	nincs új	hazai és szakmai befektetők	befektetési szolgáltatók	hazai retail szektor	külföldi befektetők
Legfőbb 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 befolyásolják	technikai, méret- gazdasági és likviditási korlátok	szűk kört céloz meg, nemzetközi szinten nem versenyelőny	merész terv, nemzetközi közvetítőként való elfogadás, tőkeigény
Végső javaslat	elutasítás	elutasítás	elutasítás	elutasítás	további vizsgálata javasolt

7. számú ábra: A BÉT lehetőségeinek összehasonlítása

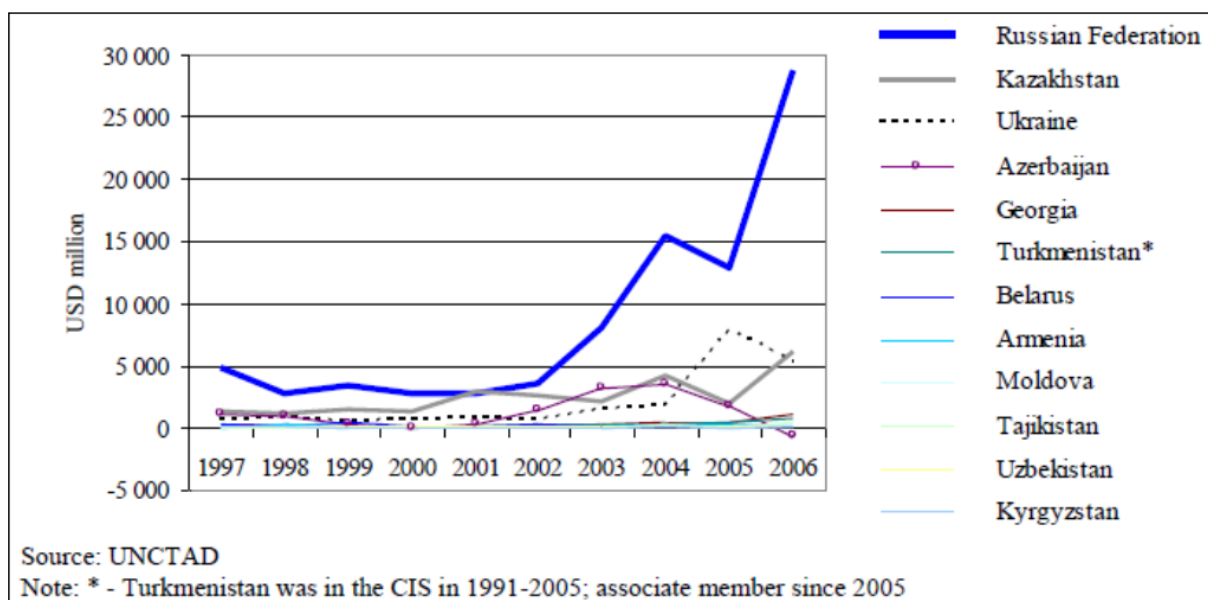
(Forrás: saját készítésű ábra)

8. Keleti piac bevezetésének lehetősége

8.1. Piaci rés részletezése

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

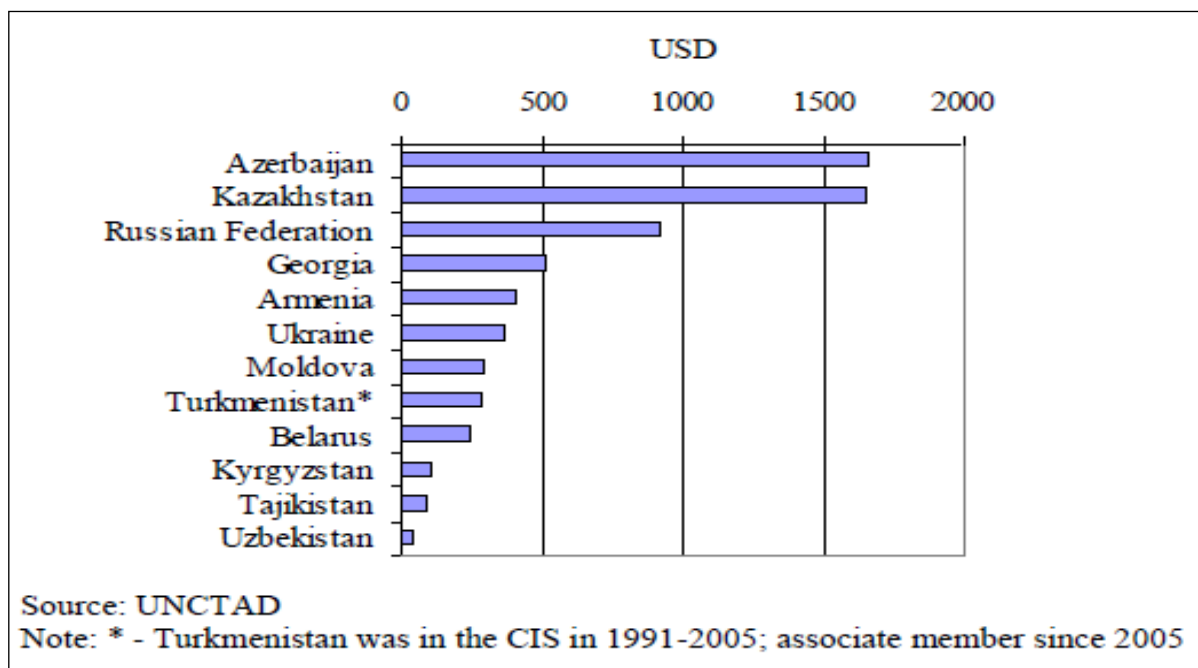
Szerencsére az említett régió egyre felkapottabb a nemzetközi befektetők körében, olyannyira, hogy a működőtőke beáramlás Európában itt növekszik a legdinamikusabban. Így kézenfekvő lehetőségként merül fel a Független Államok Közösségének termékei felé történő orientáció.



8. számú ábra: Működőtőke beáramlása (millió dollárban)

(Forrás: OECD, 2008: *The motives and impediments to FDI in the CIS*)

A felvázolt scenárió középpontjában így a FÁK tagállami állnak, melyek 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, amely a nyugati típusú tőkepiac kialakulását, és így egy transzparens, piaci keretek között zajló kereskedelem létrejöttét is akadályozza.



9. számú ábra: Egy főre jutó FDI beáramlása (dollárban)

(Forrás: OECD, 2008: *The motives and impediments to fdi in the CIS*)

A felsorolt lehetséges célországok önmagukban is igen vegyes képet mutatnak, ezáltal a különböző országokban történő kereskedés roppant mód 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 még pár évig az ezen a piacon kereskedő befektetők jelentős partner és nem-teljesítési kockázatot futnak.

Ezzel szemben Ukrajnában 2009-ben létrehozták a központi elszámoló házat, de ennek infrastruktúrája még messze van a Magyarországon tapasztaltaktól, hiszen például az elszámolás csak bilaterálisan működik, ráadásul az országban több különböző, egymástól független értéktőzsde működik. Ezek közül a legnagyobb az Ukrainian Stock Exchange, melynek székhelye Kiev, 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 saját magát. A térség már a politikai konfliktusok révén sem egységes, de a következő táblázat jól szemlélteti, hogy a pénzügyi piacokat tekintve is jelentősek az eltérések:

	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, Ajánlat vezérelt	Folyamatos aukció	Call aukció, fix áras, elsődleges piac, folyamatos aukció
Termékek	Állam és vállalati kötvények, repók, US dollár határidő	Részcvények, vállalati kötvények devizák	részcvények	Részcvények, államkőtvények, 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 elérhetőek	Ár, mennyiség

10. számú ábra: Egyes KÁK országok összehasonlítása

(forrás: Fariz Huseynov, 2010: *Review of CIS Stock Markets: Future Perspectives*)

Ezen felül még meg kell említeni a közép-ázsiai régió többi országát. Itt az előbb látottaknál is rosszabb a helyzet, hiszen a legtöbb országban csak most kezdődött meg a privatizáció. Ez egyfelől 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 egységként való kezelését megnehezíti, hogy minden ország saját fizetőeszközt használ, míg a legtöbb európai, intézményi-, és magánbefektető részére is az euró az alapvető elszámolási és fizetési eszköz. Így az ide történő tőke-transzferek jelentős költséget hordoznak magukkal a szükséges devizakonverzió miatt. A régió az integráció tekintetében messze jár az Európai Unió fejlettségi szintjétől. Bár vannak

kezdeményezések egy Eurázsiai Unió létrehozására, ezek az elképzelések egyelőre csak papíron léteznek.

Mindebből következik, hogy a befektetők számára számos előnnyel és könnyebbséggel járna egy olyan kereskedési platform, ahol nem kellene foglalkozni a különböző országok jogszabályi és infrastrukturális hátterével. Továbbá egy esetleges euró alapú elszámolással a különböző devizákból adódó többletköltségek is minimalizálhatók, hiszen jelenleg a befektetés megvalósításához egyidejűleg szükséges egy spot deviza ügylet a részvénytranzakció megvalósításához, illetve célszerű egy származtatott termékkel a keletkező árfolyamkockázatot lefedezni. Euró alapú elszámolás esetén a spot ügyletekből 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 sor került az elsődleges kibocsátására, leginkább a London Stock Exchange-en vagy NYSE-n. Így felvetődik a kérdés, hogy milyen téren tud jobb konstrukciókat, feltételeket biztosítani a Budapesti Értéktőzsde. (OECD, 2008)

8.2. Jelenlegi alternatív piacok

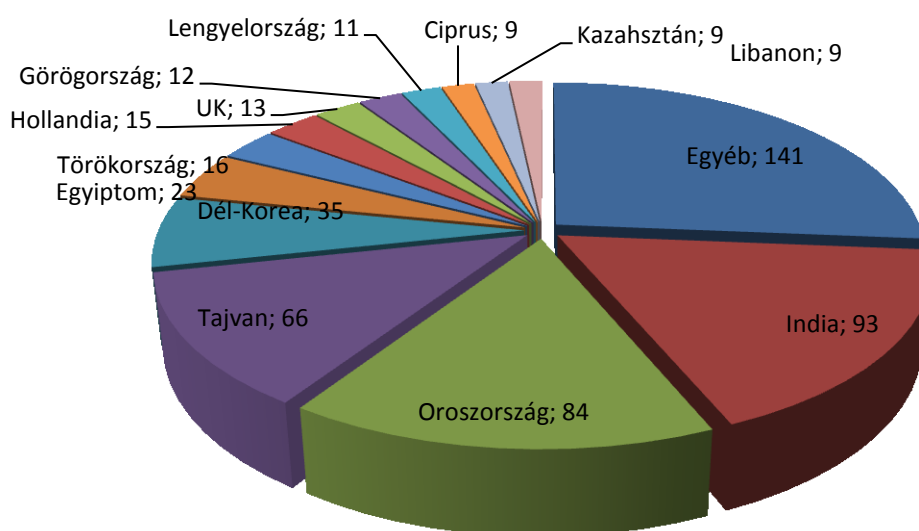
A kelet-európai eszközök két számottevő európai piaca jelenleg a Londoni Értéktőzsde, illetve a Berliner Börse. Mindkét tőzsde kiforrott infrastruktúrával, bejáratott befektetői körrel és nyereséges üzleti modellel rendelkezik.

Az LSE a térség piaci kapitalizációt tekintve az egyik legnagyobb szereplője, melynek elsődleges, illetve alternatív piacára jelenleg negyvenhat kelet-európai vállalat van bevezetve. Ezek is elsősorban orosz és ukrán cégek, a régió többi szereplője minimálisan van csak reprezentálva a tőzsdén.

A londoni tőzsdén az elszámolás fontban, illetve dollárban történik, így továbbra is fennáll ezeken a piacokon a devizakonverzió költsége, habár jóval likvidebb devizapárokról beszélhetünk.

Mivel az ide bevezetett vállalatok régiós lefedettsége nem megfelelő, így különböző szektorális, és regionális hatások kihasználása nem lehetséges ezen a piacon, annak ellenére, hogy sok nagy szereplő megtalálható a kínálatban.

Bevezetett részvények ország szerinti megoszlása a londoni nemzetközi tőzsdén



11. számú ábra: Bevezetett részvények ország szerinti megoszlása a londoni nemzetközi tőzsdén
(Forrás: saját készítésű ábra)

A másik szereplő, amely említésre méltó, az a berlini értéktőzsde, amely a számos német piac között úgy igyekszik versenyelőnyre szert tenni, hogy az elérhető termékeket nemcsak a német, hanem a teljes, globális tőkepiacról igyekszik összeválogatni. Így természetesen megjelennek a kínálatban a kelet – európai papírok is. Ezek elsősorban a már Londonban is bevezetésre került termékeket fedik le.

A tőzsdei elszámolás ezen a piacon már euró alapon történik, valószínűleg ez az oka annak, hogy London mellett is forgalmat tudhat magának.

A lehetőséget egyfelől a berliniekkel szemben a szélesebb termékpalettában látjuk hasonlóan a londoni tőzsdéhez, hiszen a Berliner Börse az egész világra fókuszál a bevezetéseket tekintve, ezért nem kap kiemelt szerepet a kelet-európai régió. Ezen felül kiugró lehetőséget kínál a BÉT-nek a Xetra rendszer bevezetése, hiszen a berlini tőzsde jelenleg egy teljesen független kereskedési rendszert alkalmaz, és nem áll szándékában csatlakozni egy jóval elterjedtebb rendszerhez. Így a BÉT keleti alternatív platformját a világ bármely részéről, bármilyen Xetra kliensről elérhetővé válna.

8.3. Bevezetendő termékek

A bevezetendő termékek összeállításánál arra törekedtünk, hogy azok összessége széleskörű 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. Azonban ez a koncepció gazdaságosan nem valósítható meg, ezért mindenképpen kompromisszumot kell vállalni. Véleményünk szerint három termékcsoporthat lenne érdemes megvalósítani, úgy, mint részvények, ETF-ek, és devizapárok. Az országok nyersanyagban bővelkedő helyzete miatt akár triviális is lehetne az olaj, földgáz, illetve ezen felül a színesfémek bevezetése is. Azonban ha alaposabban elkezdjük boncolgatni ezt a témát, hamar szembesülnünk kell azzal, hogy ezekkel a termékekkel specializált piacokon folyik a kereskedelem a globalizált piacokon. Ezért amennyiben belépünk erre a piacra, akkor olyan versenytársakkal kéne 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 azok elsősorban az intézményi befektetőknek szólnak, közülük is főleg a hosszútávra (5-10 évre) tervező nyugdíjpénztáraknak. Vagyis nemzetközi kereslet lenne a kelet-európai államkötvényekre, azok átlagosnál magasabb kamata miatt, azonban ezekkel a kereskedelem jellemzően nem a szervezett, hanem bankközi OTC piacokon történik.

A bevezetett termékeket elsősorban a részvények közül lenne érdemes kiválogatni. Azok közül is elsősorban azokat, melyek a hazai piacukon jelentős forgalommal rendelkeznek és ezáltal feltehető, hogy az új magyarországi piacon is élénk érdeklődés mutatkozna irántuk. A másik rendezési elv a régió belüli iparági diverzifikációt lenne hivatott elősegíteni. Ennek értelmében célszerű lenne olyan vállalatok részvényeit is bevezetni, melyek 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 kereskedelem feltételeit az iparág magasabb fokú reprezentációja érdekében.

Érdemes figyelmet szentelni a feltörekvő, kis cégekre is, hiszen ezek potenciális célpontot jelentenek a külföldi befektetők számára, Például Oroszországban tavaly 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 alacsony az esélye, hogy valaki hajlandó energiát és tőkét áldozni egy olyan projektre, melynek sikeressége múltbeli tapasztalatok hiányában nehezen becsülhető.

Habár a tervek szerint az elszámolás euró alapon 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 részvényvásárlásához nem kell megkötni a spot deviza lábat. 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 ezen a piacokon az értékpapírok likviditása elmarad az elsődleges piacon meglévőtől. Ez a mostani esetben is egy jelentős kockázati tényező, különösen a kezdeti időszakban, azonban ez ellen árjegyzéssel 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.

8.4. 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 képesek 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 euró alapú elszámolást szolgáltatásként. Így ebből a szempontból nincs semmilyen korlátja a keleti alternatív piac bevezetésének. (Keler, 2012)

A kétezres évek elején, Közép-Kelet Európában elsőként állt át a KELER a multilaterális nettósításra, amivel jelentős költségcsökkentéssel és tőkeigénnyel csökkenéssel járt a szolgáltatást igénybevevők részéről. 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, de az orosz piacon jelenlegi tőkeerejét figyelembe véve ez az állapot nem sokáig fog fenn állni, szakértői vélemények szerint körülbelül öt éven belül ledolgozhatják versenyhátrányukat. Ha keleten is sikerül pár éven belül létrehozni egy közel KELER szintű elszámolóházat, akkor elvész a piaci előny, így érdemes még ez előtt 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 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 oda tudják teljesíteni a helyi piacot érintő ügyleteket. Ez jelentős adminisztratív költségekkel járna, ráadásul a KELER ki lenne téve az adott ország szabályozási környezetének. Egy alternatív megoldást kínál, ha az ügyfelek teljesíthetik az ügyleteiket egy ICSD (International Central Securities Depository) részére, ahonnan szintén elszámolásra kerülhet az ügylet. Mivel ez egy nemzetközi platform, így a szolgáltatást tekintve olcsóbb,

mintha minden egyes országgal külön-külön állna szerződésbe a KELER. Ezzel kezelhető a teljesítés kockázatának jelentős része, és csak extrém esetekben lehetséges 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 mindkét intézmény feltőkésítési. 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 lényeges. 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 bevezetés megnyitná, egyesítené a magyar tőzsde piacát a világ különböző részein tevékenykedő befektetőkkel. Ez azért fontos, mivel jelenleg egyetlen Xetra-t használó tőzsde sem specializálódott még a keleti piacra. Így egy jelentős technikai korlát kerülne lebontásra, hiszen a BÉT piacaihoz történő csatlakozáskor nem kellene új rendszerre átállni, ami jelentős költségelőnnel járna.

8.5. Kockázatok és nehézségek

A keleti piac irányába történő növekedés számos lehetőséget rejt magában és rendkívül attraktív opciónak számít, mely számos előnnyel járna a BÉT számára, mely akár alapjaiban is képes lenne megváltoztatni jelenlegi pozícióját. Azonban nem szabad arról a tényről sem megfeledkezni, hogy egy ilyen méretű változtatás, és az eddigiektől 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, elkerülhetetlenné válik a KELER csoport feltőkésítése is, ezáltal növelve a garanciavállalás hitelességét. Ezen túlmenően 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 managementre is, amely felvállalja 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, hogy a tervezettnél alacsonyabb lesz a BÉT bevétele, ezáltal rontva a megtérülési mutatókat. További hátrány, hogy az alacsony tranzakciószám miatt csökken a likviditás ez által csökkentve a piac vonzerejét. Ráadásul az árjegyzőre is egyre nagyobb feladat hárulna, melyből eredő kockázatokat nem biztos, hogy bármely piaci szereplő örömmel felvállalna.

Kérdéses, hogy Bécs hogyan reagálna Pest kelet irányú terjeszkedésének. Amennyiben a hosszú távú cél az, hogy a CEESEG-en belül teljes integrációt valósítsanak meg, akkor nem érdekük támogatniuk 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. Ugyanakkor, ha 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 kéne számítani, azonban mint kockázati faktort mindenképpen figyelembe kell venni.

Sajnos nem csak 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 ez által egyfelől az eredeti piacon csökkentve a likviditást, másfelől új befektetőket és ezáltal új tulajdonosokat vonzva értékpapír piacukra. Azzal azonban érdemes tisztában lenni, hogy tevékenységünk bármennyire is sérti valamely keleti ország érdekeit, az jogilag tehetetlen terjeszkedés ellen, 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 makro és politikai kockázatok miatt. Ezek többnyire rövidtávú folyamatok, azonban ezek a sokkok a piac működését jelentős mértékben megzavarhatják, ezért ezeket az eshetőségeket is figyelembe kell venni a rendszer kiépítésekor. 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 kockázatkezelésének is fel kell készülnie arra, hogy a megszokottnál hektikusabb piaci

folyamatok hatására aktívabb kockázatkezelést kell alkalmaznia, mely jelentheti a marginok változtatását, vagy a napi többszöri elszámolást is.

A Xetra rendszer előnyei úgy használhatóak ki igazán, ha a külföldi befektetők közvetlenül, a hazai brókercégek kikerülésével, szekciótágként kereskedhetnek a BÉTa2 szekcióba bevezetett termékekkel. Ehhez azonban nem elég a közös informatikai rendszer megléte, hanem mellé meg kell teremteni az elszámolás feltételeit is. Nem reális célkitűzés az, hogy minden külföldi befektető legyen klíring tag a KELER-nél, de egy fejlett és rugalmas alklíringtagságon keresztül megvalósítható lenne a közvetlen központi elszámolás is.

9. Összefoglalás

Több lehetséges ötlet, illetve releváns scenárió megvizsgálása után dolgozatunkban végül egy olyan megoldási javaslatához sikerült eljutnunk, amely jelentős bővülést eredményezhet a Budapesti Értéktőzsde számára, igaz jelentős kockázattal is jár maga az irányváltás megvalósítása.

Habár nagyon sok lehetőség szerepel a szakirodalomban arra, hogyan tegyünk egy BÉT-hez hasonló kereskedési platformokat minél vonzóbbá, sajnos ezek legtöbbje vagy a globalizáció hatása, vagy az értéktőzsde sajátos tulajdonságai miatt nem alkalmazhatóak. Így jutottunk el arra a következtetésre, hogy egy, a keleti, volt szovjet piacra specializálódott MTF alapú kereskedési platform megfelelő lehetőséget és jövőképet jelentene a BÉT számára. A kincstári optimizmusnak az oka, ami esetünkben ezt a lehetőséget körülveszi, az a még létező infrastrukturális versenyelőny, amit jelenleg még ki lehetne használni. Ennek elszalasztása meglehetősen kiábrándító helyzetbe hozná a tőzsdét, hiszen onnantól kezdve kizárólag a nem túlságosan nagy hazai piacra támaszkodhatna, és nem lenne igazán lehetősége a kiugró bővülésre. Ráadásul nincs semmilyen garancia arra, hogy egy tájékozott hazai piaci szereplő egyszerű közgazdasági racionalitásból ne kerülje meg a budapesti platformot, és egy jóval kiterjedtebb piacon kezdjen befektetni.

Felmerülhet a kritika, hogy a BÉT nem tud versenyezni a globális piacot lefedő platformokkal, és ez a megállapítás természetesen igaz, de nem is feltétlenül szükséges, hogy versenybe szálljon, hiszen elég egy olyan szolgáltatást, termékkört vagy igényt találni, melyet egy világpiacon tevékenykedő szereplő nem tud forgalmazni vagy kiszolgálni. Tehát elég egy piaci rést kihasználni. Úgy gondoljuk, hogy a keleti irányba

történő terjeszkedéssel egy olyan „sztorit” lehetne adni a tőzsdének, amely az elmúlt években alapvetően hiányzott, és amivel újra Budapestre lehetne vonzani a befektetőket. Külön fejezetet szenteltünk a kockázatoknak, hiszen, mint minden befektetés, ez a projekt is jelentős veszélyeket foglal magába. Nagymértékű beruházásról van szó, ahol elég egy-két szerencsétlen tényező együttállása, amik akár a teljes projekt megvalósulását is tönkretehetik. Ezért kiemelten fontos, hogy legyen egy olyan menedzsment, amely elkötelezett a változásban, és hisz abban a jövőképben, hogy a magyar tőzsde nem csak egy kis, tízmilliós ország kereskedési platformja lehet, hanem képes felvenni a versenyt nagyobb versenytársakkal is, és tud egyedit mutatni a befektetőknek.

10. Hivatkozásjegyzék:

- Alina Kudina, Malgorzata Jakubiak (2008): *The motives and impediments to FDI in the CIS*

Forrás: <http://www.oecd.org/dataoecd/24/52/40401047.pdf>

(Letöltve: 2012. 03.23.)

- Andreas Oehler (2000): *Das europäische Finanz- und Börsenwesen. Strukturveränderungen und Entwicklungstendenzen.*
- BATS Chi-X Europe: Forrás: <http://www.batstrading.co.uk/> (Letöltve: 2012. 03.23.)
- Carmine Di Noia (1998): *Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access*

Forrás: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/98/9803.pdf>

(Letöltve: 2012. 03.23.)

- Euronext annual reports (2000-2007):

Forrás:

<http://corporate.nyx.com/investor-relations/euronext-nv-financials/ir-archives/annual-reports> (Letöltve: 2012. 03.23.)

- Az Európai Parlament és Tanács 2004/39/EK irányelve (2004)

Forrás:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:02004L0039-20060428:EN:NOT> (Letöltve: 2012. 03.23.)

- European Commission (2010): *Public Consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*
- Faluvégi Balázs (2010): *High Frequency Trading – ami igazán lényeges, az a szemnek láthatatlan.*

Forrás: www.hedgefund.hu/2010/12/high-frequency-trading-ami-igazan.html

(Letöltve: 2012. 03.23.)

- Fariz Huseynov: Review of CIS Stock Markets: Future Perspectives
- Fastcompany (2011): *The 10 most innovative companies in Russia*
Forrás: <http://www.fastcompany.com/1738950/the-10-most-innovative-companies-in-russia> (Letöltve: 2012. 03.23.)
- Jeremy Grant (2010): *Quick view: whose move in the Chi-X end game?*
Forrás: *The Financial Times* (2010. 12.17)
- KELER (2012): *Xetra elszámolások*
Forrás: <http://www.keler.hu/keler/keler.head.page?nodeid=71> (Letöltve: 2012. 03.23.)
- Krekó Judit – P. Kiss Gábor (2008): *Adóelkerülés és adóváltozások Magyarországon*
Forrás: MNB szemle, 2008. április
- logmein.com (2012): Forrás: *investor.logmein.com*
- Mátrai Károllyal, a KELER KSZF vezérigazgatójával 2012. február 15-én készített interjú alapján
- Nasdaq (2010): *Nasdaq OMX to close Pan- European Equity MTF Nasdaq OMX Europe*
Forrás: <http://ir.nasdaqomx.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=464105> (Letöltve: 2012. 03.23.)
- PSZÁF (2006): *Tájékoztató a pénzügyi eszközök piacairól 2004/39/EK (MIFID) irányelvről*
- Dr. Ruth Bördlein (2002): *Stock Exchanges and Regional Competitiveness: The Case of Small German Exchanges*
- Szeles Nóra (2001): *A kelet-európai tőzsdék fejlődési lehetőségei a nyugat-európai tőzsdeszövetségek tükrében.*
Forrás: http://www.tozsdesztori.hu/letoltheto-dokumentumok/doc_download/7-szeles-marosi-muszely-kelet-europai-tzsdeszoevetseg.html (Letöltve: 2012. 03.23.)

11. Forrásjegyzék

- Brealey – Myers: Modern Vállalati Pénzügyek (2005) Aula Kiadó
ISBN: 963 545 422 8
- Bodie, Z; Kane, A. ;Marcus, A.J..*Befektetések* (2005) Aula Kiadó
ISBN: 963 9585 42 4
- Budapesti Értéktőzsde elemzése (2003): *A lakossági megtakarítások szerkezete Magyarországon és az Európai Unióban*
Forrás: http://bet.hu/data/cms76953/A_lakossagi_megtakaritasok_szerkezete.pdf
(Letöltve: 2012. 03.23.)
- Dr. Chikán Attila (2008): *Vállalatgazdaságtan* Aula Kiadó
ISBN: 978 963 9698 60 4
- Ernst & Young: *Growing Opportunities Russia FDI Report*
Forrás:
[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) (Letöltve: 2012. 03.23.)
- *Federation of Euroasian Stock Exchanges: (www.feas.org/index.aspx)*
- Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes, 2011): *Exploring Strategy* .
- Juhász Ágnes (2012): *Post-trading folyamatok változó világa*
A szerző előadása a Budapesti Corvinus Egyetemen 2012. február 28-án
- Matheika Zoltan, Nagy Katalin (2010): *A lakossági megtakarítások mértéke, formái és becslések a regionális eloszlásáról – előrejelzések 2010-2012-re*
Forrás:
http://www.kopint-tarki.hu/tanulmanyaink/2010/Takbank/Takbank_megtak.pdf
(Letöltve: 2012. 03.23.)

- Matheika Zoltán, Palócz Éva, Nagy Katalin, Nagy Ágnes: *A lakossági megtakarítások mértéke, formái és becslések a regionális eloszlásáról*

Forrás:

http://www.takarekbank.hu/dokumentumok/elemzes/lakossagi_megtakaritas_kopint_tarki_2009.pdf (Letöltve: 2012. 03.23.)

- Mosolygó Zsuzsa (2002): *Lakossági megtakarítások: Tényezők és indikátorok az előrejelzéshez*

Forrás: <http://www.bankszovetseg.hu/anyag/feltoltott/023Mosolygo.pdf>

(Letöltve: 2012. 03.23.)

- Stock Market Data in Transition Countries:

Forrás: http://home.cerge-ei.cz/hanousek/transition_data/Stock_market_data.htm

(Letöltve: 2012. 03.23.)