A TŐZSDEI KERESKEDÉS ÉS ELSZÁMOLÁS 3

A PÉNZ-, ÉS TŐKEPIACI ELOSZTÓ RENDSZER 4

BEVEZETÉS 5

PÉNZÜGYI KÖZVETÍTŐ RENDSZER ÉS SZEREPLŐI 6

MEGTAKARÍTÓK 6

BANKOK 8

BEFEKTETÉSI ALAPOK 10

JELZÁLOGBANKOK 11

NYUGDÍJALAPOK 12

BIZTOSÍTÓK 12

NYUGDÍJPÉNZTÁRAK 12

KOCKÁZATI TŐKE 12

PÉNZÜGYI PIACOK FAJTÁI (PÉNZPIAC – TŐKEPIAC) 14

PÉNZPIACOKON FORGALMAZOTT FŐBB TERMÉKEK 15

DISZKONTKINCSTÁRJEGY (DKJ) 15

VÁLTÓ 15

BANKKÖZI HITELEK 16

REPO ÜGYLETEK 17

FX-SWAP ÜGYLETEK 18

TŐKEPIACOK ÉS INSTRUMENTUMOK 19

ÉRTÉKPAPÍR - JOGILAG 19

ÉRTÉKPAPÍR - KÖZGAZDASÁGTAN 19

ÉRTÉKPAPÍR - PÉNZÜGYI TARTALOM 19

ÉRTÉKPAPÍROK JELLEMZŐI 19

ÉRTÉKPAPÍROK ESEDÉKESSÉGE 20

ÉRTÉKPAPÍROK CSOPORTOSÍTÁSA 21

ELSŐDLEGES-MÁSODLAGOS PIACOK 24

ELSŐDLEGES PIAC 24

MÁSODLAGOS PIAC 24

A TŐZSDE 25

BEVEZETÉS - FOGALMAK 26

A TŐZSDE FOGALMA 26

AZ ÚJKORI TŐZSDE TÖRTÉNETE (BÉT) 27

TŐZSDE SZEREPE, FUNKCIÓI 30

TŐKEBEVONÁSI LEHETŐSÉG VÁLLALATOK SZÁMÁRA 30

TŐZSDEI MEGJELENÉS ELŐNYEI 30

LIKVIDITÁS 31

ÁRKÉPZÉS, INFORMÁCIÓ AGGREGÁLÁS 32

A TŐZSDÉN KERESKEDETT TERMÉKEK KÖRE 35

ÁRUTŐZSDÉK 35

ÉRTÉKTŐZSDÉK 35

VEGYES TŐZSDÉK *36*
TŐZSDEI SZEREPLŐK **37**
BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÓK *37*
TŐZSDEI KIBOCSÁTÓK *39*
TŐZSDEI BEFEKTETŐK *40*
MNB – FELÜGYELET *43*
BEVA *44*
ADAT VENDOROK *45*
ELSZÁMOLÓHÁZ *46*
A TŐZSDEI KERESKEDÉS FORMÁI **47**
NYÍLT KIKIÁLTÁSOS KERESKEDÉS *47*
ELEKTRONIKUS KERESKEDÉS *49*
TŐZSDEI ELSZÁMOLÁS, ELSZÁMOLÓHÁZ **51**
BEVEZETÉS **52**
TŐKEPIACI INFRASTRUKTÚRA AZ ELSZÁMOLÓHÁZ SZEMPONTJÁBÓL **53**
KERESKEDÉS - PIACOK *53*
KELER CSOPORT (KELER és KELER KSzF) *54*
KLÍRINGTAGOK *55*
KIBOCSÁTÓK *56*
MNB *56*
FIZETÉSI RENDSZEREK – GIRO, VIBER *56*
AZ ELSZÁMOLÓHÁZI FUNKCIÓK, SZOLGÁLTATÁSOK **58**
LETÉTKEZELÉS *58*
KÖZPONTI ÉRTÉKPAPÍR-NYILVÁNTARTÁS *58*
KIBOCSÁTÓI SZOLGÁLTATÁSOK *59*
KÓDKIADÁS (ISIN, LEI) *62*
HITELINTÉZETI SZOLGÁLTATÁSOK (KELER- SZAKOSÍTOTT HITELINTÉZET) *63*
A KÖZPONTI GARANTŐR – KELER KSZF **65**
CCP – CENTRAL COUNTERPARTY *65*
ELSZÁMOLÁSI MODELLEK *65*
GARANCIARENDSZER *68*
GARANCIAALAPOK *69*
EGY KIS KELER TÖRTÉNELEM **71**
AZ ALAPÍTÁSTÓL NAPJAINKIG *71*

A TŐZSDEI KERESKEDÉS ÉS ELSZÁMOLÁS

A PÉNZ-, ÉS TŐKEPIACI ELOSZTÓ RENDSZER

BEVEZETÉS

Ahogy fejlődött a világunk és megjelent a pénz, kialakultak a pénzközvetítés fajtái is. A gazdaságban alapvetően mindig vannak pénztöbblettel rendelkező szereplők és mindig vannak olyanok, akiknek az éppen rendelkezésre álló pénzüknél többre lenne szükségük, legyen szó magánszemélyekről, vállalatokról, vagy akár az államról. Ezt a transzformációt, vagyis a pénz jellegű megtakarítások megtakarítóktól a felhasználókig történő eljuttatását biztosítja a pénz-, és tőkepiaci elosztó rendszer. A pénzügyi elosztó rendszer soha nem hagyományos árukkal (kenyér, tej, stb.) foglalkozik, hanem a pénzt és az ahhoz kapcsolódó pénzügyi szolgáltatásokat pl. betétgyűjtés, hitelezés, pénzforgalmi szolgáltatásokat közvetíti.

Számtalan definíció létezik a pénzügyi közvetítő rendszerre – álljon itt most egy példaképpen:

A pénzügyi közvetítő rendszer olyan piacok, egyének, intézmények, jogszabályok, szokványok, mechanizmusok, technikák összessége, melyek biztosítják a gazdaság pénz- és tőkekapcsolatait.

A pénzügyi közvetítő rendszer fő feladata: hogy biztosítsa a gazdaságban (lakosságnál és vállalatoknál) létrejövő megtakarítások, és a keresleti oldalon lévő befektetések és beruházások találkozását. Ez a transzformáció biztosítja a megtakarítások működő tőkévé alakulását. Fontos szerepe, hogy a megtakarítások így visszakerülnek a gazdaság vérkeringésébe, ezáltal finanszírozva a termelés körforgását és a gazdasági növekedést.

A fent írtakat szemléltesse az alábbi ábra, bemutatva a megtakarítók és a forrásigénylők közötti kapcsolatokat, amiben meghatározó szerepet játszanak a pénzügyi közvetítők.

forrás: Pénziránytű.hu

Az elkövetkező oldalakon ennek a definíciónak az elemeit fogjuk tárgyalni. Ebben a fejezetben alapvetően a pénzpiacokkal fogunk foglalkozni. A tőkepiaccal kapcsolatosan pedig a tőzsdéről és az elszámolóházról szóló fejezetekben esik majd szó részletesen.

PÉNZÜGYI KÖZVETÍTŐ RENDSZER ÉS SZEREPLŐI

Elsőként, mint a talán legfontosabb szereplőt, a „Megtakarítót” vegyük górcső alá a pénzügyi közvetítő rendszer szereplői közül.

MEGTAKARÍTÓK

Maga a megtakarítás, talán úgy fogható meg legjobban, ha azt mondjuk, hogy a jövedelmek fogyasztásra el nem költött része. A megtakarító ezekben az esetekben, nem akarja, nem tervezi lekölteni a jövedelme egy részét, hanem azt majd egy későbbi időpontban teszi, Eközben egy kis hozam, extra jövedelem reményében a jelenbeli, mostani pénzét egy jövőbeni pénzre cseréli. (pl. bankbetét – majd a futamidő lejáratakor betét+kamat felvétele)

De kiket is tekinthetünk megtakarítóknak – leginkább a lakosságot, de nem feledkezhetünk meg a vállalatok, gazdálkodó szervezetek átmenetileg szabaddá váló pénzeiről, megtakarításairól sem. Jellemzően a lakosság a legnagyobb nettó megtakarító, vagyis a megtakarítások nagyobbak, mint a felvett hitelek.

Magyarországon egy MNB tanulmány (Koroknai Péter) – szerint:

A magyar háztartások 6 százalékos GDP-arányos pénzügyi megtakarítási rátája a legnagyobb a régióban, aminek eredményeként fejlettségünkhöz képest magas, a GDP 100 százalékát meghaladó a háztartások nettó pénzügyi vagyona.

A megtakarítás növekedésében több tényező is szerepet játszott:

- *A hitelezés visszaesésével a magyar háztartások nettó hiteltörlesztőkké váltak – vagyis több hitelt törlesztettek, mint amennyi új hitelt felvettek, ami növelte a nettó pénzügyi vagyont.*

- *Az óvatossági megfontolások erősödésével a háztartások a korábban jellemzőnél jóval nagyobb pénzügyi megtakarítást képeztek.*

- *A munkapiaci folyamatok is támogatták a ráta növekedését: a bérnövekedés mellett a foglalkoztatottság emelkedése is ebbe az irányba hatott.*

- *2010. óta sok gazdaságpolitikai intézkedés is hozzájárult a háztartások pénzügyi megtakarításának növekedéséhez (például a munkát terhelő adók csökkentése, rezsicsökkentés)*

- *2013. után számos olyan jegybanki lépés is történt, amelyek támogatták a magasabb lakossági megtakarítást (a devizahitel-állomány konverziója, az egészségesebb hitelállomány kialakulását célzó adósságfék-szabályok stb.).*

Összességében a magyar háztartások megtakarításai 2010. óta jelentősen emelkedtek, melynek eredményeként nominálisan megduplázódott a magyar háztartások pénzügyi vagyona, ami régiós szinten, illetve az országok fejlettségi szintjét is figyelembe véve magasnak számít.

A lakossági megtakarítás összetételét tekintve még a készpénzállomány magas szintjét érdemes kiemelni: az elmúlt évek emelkedésének következtében a magyar GDP-arányos készpénzállomány nemcsak európai, hanem régiós viszonylatban is magasnak számít, meghaladja a 10%-ot.

Örvendetesen növekedett az Állampapírok állománya is, 2019-ben közelíti a 15%-ot, míg a bankbetétek, bár csökkennek, de még mindig 25% környékén van.

Ha a valós gazdaságot és mindennapokat nézzük, hamar szemünkbe ötlik, hogy a megtakarítók és a magtakarítások felhasználóinak igényei, elvárásai sok esetben nem találkoznak. Ezeket a „réseket", eltéréseket legtöbb esetben a pénzügyi közvetítő rendszer szereplői hidalják át, termékeket, szolgáltatásokat kialakítva.

De mik is ezek a „rések":

- Az első, ami rögtön felmerülhet, hogy a megtakarítók, főleg a magánszemélyek általában kisebb összegekkel rendelkeznek, mint a felhasználók, vállalatok igényei (pl. beruházási tervek)

- Egy további jelentős eltérés abból adódhat, hogy a megtakarításunkról általában rövidebb időre tudunk lemondani, mint amennyi időre azt a felhasználók igénybe vennék (lejárati „rés")

- Fontos eltérés, hogy a megtakarításomat milyen kockázat mellett (milyen kockázati szinten) lennék hajlandó egy felhasználó rendelkezésére bocsátani

- És végül arról sem feledkezhetünk meg, hogy mint egyéni megtakarító nem rendelkezem megfelelő tudással és kellően széleskörű információval a befektetési lehetőségekről, így jobb, ha ezt a tevékenységet szakemberekre bízom.

A fenti problémák megoldására számtalan eszköz és befektetési forma létezik, csak egy tipikusat ragadunk most ki – a bankok betétgyűjtési és hitel kihelyezési tevékenységét, ami a fenti problémákra megoldást jelenthet.

A pénzügyi közvetítők talán legfontosabb feladata, hogy segítse a megtakarítók és a megtakarítások felhasználóinak minél gyorsabb egymásra találását és összehangolja a különböző elvárásokat, igényeket például a hozamok, kockázati szintek, futamidők tekintetében.

Ennek a közvetítésnek a formája lehet közvetlen és közvetett:

Közvetlen formáról beszélhetünk, ha a megtakarító direktben vásárol például értékpapírt, azon belül is elsődleges értékpapírt, így adva lehetőséget a felhasználónak, hogy a meg-

takarítást céljai megvalósítására fordítsa. Ilyenkor a döntést a befektető/megtakarító maga hozza meg, szemben a közvetett befektetési formával.

Közvetett befektetési formákról akkor beszélhetünk, ha a befektetéseket megelőzi egy „közvetítő" általi tőkegyűjtés és azt követően a rendelkezésre álló forrást a közvetítő helyezi el a felhasználóknál, figyelembe véve a már említett kockázati, lejárati, nagyságrendi, likviditási követelményeket. Ezt a tevékenységet alapvetően a bankok, kereskedelmi bankok valamint a befektetési alapok, biztosítók végzik.

BANKOK

Magyarországon a kétszintű bankrendszer 1987-ben került bevezetésre, addig a Magyar Nemzeti Bank és néhány specializált bank működött csak a gazdaságban.

A kétszintű bankrendszer bevezetésével megjelentek a klasszikus kereskedelmi vagy „üzleti" bankok.

Ezeknek a kereskedelmi bankoknak a legfontosabb tevékenységeit az alábbiakban lehet összefoglalni:

- **betéteket gyűjt**
- **pénzt kölcsönöz (hitelez)**
- **fizetéseket teljesít**

A fenti tevékenységek természetesen kockázatokkal járnak, hiszen a betétek formájában összegyűjtött pénzeket adja hitelbe a bank és viseli annak kockázatát, hogy a hitel felvevője esetleg nem fizeti vissza a kapott kölcsönt.

A bankok, mint üzleti vállalkozások esetében is jogos elvárás, hogy eredményesen, nyereséget termelve működjenek, de ezt biztonságosan kell végezniük.

Hogy ezeknek a követelményeknek megfelelően működjenek a bankok, azt a Felügyeleti Intézmények és a vonatkozó törvények, szabályozások hivatottak biztosítani.

A fentiekből levezethető a bankok működésével kapcsolatos hármas elvárás, vagyis egy bank legyen biztonságos, rendelkezzen megfelelő likviditással (betéteket mindig vissza tudja fizetni) és legyen jövedelmezősége, hogy érdekelt legyen a tevékenység folytatásában.

Tekintsük át röviden a kereskedelmi bankok által végzett ügyleteket.

Betét ügyletek – amivel a bank forrást biztosít a hitelezési tevékenységéhez az alábbiak szerint:

- betétgyűjtés – lakosságtól, vállalatoktól, önkormányzatoktól stb. A betétek esetében mindig meghatározásra kerül a kamat mértéke, kamatfizetés módja, ütemezése, futamideje

- hitelfelvétel a jegybanktól, más kereskedelmi banktól

- saját értékpapír kibocsátása – ami többek között lehet kötvény, jelzáloglevél

Ahhoz, hogy az összegyűjtött betétek jövedelmet is termeljenek, a bankok ezeket az összegeket hitelnyújtásra használják fel. A hitelnyújtás történhet a lakosság/magánszemélyek felé, de vállalatok, önkormányzatok is gyakran élnek a hitelfelvétel lehetőségével.

Tipikusnak mondható hitelügyletek:

- hitelnyújtás (vállalatok, önkormányzatok és lakosság számára);

- betételhelyezés (más banknál, jegybanknál);

- értékpapír vásárlás (vállalati, állami kötvényvásárlás).

A kereskedelmi bankok másik fontos tevékenysége, szolgáltatása a fizetési forgalom, vagyis a pénztulajdonosok közötti pénzmozgások lebonyolítása. A pénzforgalommal minden nap találkozunk, mint magánemberek, akár amikor kifizetjük a számláinkat, vagy fizetést kapunk a munkahelyünkről. A pénzforgalmat két fő csoportba sorolhatjuk, beszélhetünk készpénzforgalomról és a készpénz nélküli – számlapénzforgalomról. Ez utóbbihoz a szereplőknek számlával kell rendelkezniük egy banknál. A bankok bevétele pedig a számlatulajdonosok által fizetett díjakból és a forgalom bonyolításáért felszámított jutalékokból származik.

A klasszikus kereskedelmi bankok mellett érdemes megemlítenünk az úgynevezett Befektetési Bankokat. A befektetési bankok leginkább az angolszász területeken alakultak ki. Kialakulásukat segítette, részben pedig kikényszerítette a nagy gazdasági világválságot követően az USA-ban 1933-ban kiadott „Glass – Steagall" törvény, ami kötelezően előírta a kereskedelmi és a befektetési banki tevékenység szétválasztását. Bár a kontinentális Európában sokáig a vegyes banki tevékenység működött, a pénzügyi válságok az európai szabályozókat is arra ösztökélték, hogy a kereskedelmi banki (betétgyűjtés – hitelezés) és a befektetési banki tevékenységet szétválasszák így csökkentve a kockázatok átterjedésének veszélyét a két piaci szegmens között.

De mi is egy Befektetési Bank ?

Az „ecopedia" meghatározása a következőket mondja:

„A befektetési bank (angolul investment bank, vagy merchant bank) egy olyan fajta bank, amely pénzügyi forrásokat közvetít, vagyis segít a tőkét a megfelelő helyre eljuttatni. A befektetési bankok tehát nem saját vagyonukat fektetik be a vállalatokba, hanem más ügyfeleik tőkéjét. A befektetések rendszerint hosszútávra szólnak, ezért legin-kább részvények kötvények kibocsátásában segédkeznek, illetve elősegítik azok adás-vételét. Másik fontos feladatkörük a vállalati átalakulások megszervezése, illetve az ezekhez kapcsolódó tanácsadás. Ezek mellé járulékos tevékenységként társul a különféle pénzügyi elemzések készítése és a tanácsadás, valamint még sok más egyéb pénzügyi tevékenység, szolgáltatás."

A fenti részletes definíciót érdemes még kiegészíteni a következőkkel:

A befektetési bankok nem gyűjtenek betétet és nem hiteleznek a kereskedelmi bankokhoz hasonló módon. Bár vezetnek ügyfélszámlát, azonban ezek korlátozott funkcióval rendelkezhetnek csak és nem alkalmasak a fizetési forgalom bonyolítására. A tőkeközvetítés terén a szerepük meghatározó, és szinte mindenki találkozott már néhány nagyobb névvel a szakmából, mint például a Merrill Lynch, Morgan Stanley, vagy éppen a J.P Morgan.

BEFEKTETÉSI ALAPOK

Ha magunk intézzük a befektetéseinket, rengeteg időt és energiát áldozunk arra, hogy a lehetőségek tengerében megtaláljuk a számunkra legalkalmasabb formát és befektetési eszközt. Ha csak egy-két eszközt választunk, akkor azzal felvállaljuk, hogy nem lesz elég diverzifikált a portfóliónk és adott helyzetben túlzott kockázatnak leszünk kitéve. Ezen a helyzeten tudnak segíteni a befektetési alapok, azzal, hogy sok befektető pénzét összegyűjtve, profi szakemberek közreműködésével, kellően diverzifikált befektetéseket hajtsanak végre.

Vagyis a befektetési alap egy olyan befektetési forma, ahol a kisbefektetők megtakarításait vagy szabad pénzét, szervezett/intézményesült formában profi befektetők, az alapkezelők fektetik be. Előnyük a nagy méret, az ebből adódó hatékonyság, valamint az, hogy a kisbefektetőnek nem kell időt áldozni a befektetések felkutatására, az optimális kockázat/hozam kialakítására.

Definíciószerűen a befektetési alap a befektetési jegyek (ezt veszik meg a befektetők) nyilvános vagy zártkörű kibocsátásával létrehozott, professzionális vagyonkezelők által működtetett, jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amit a befektetők vagyonának növelése céljából kezelnek.

A befektetési jegy az adott alap nevében kibocsátott vagyoni jogokat biztosító, átruházható értékpapír.

A befektetési alapokat szokás megkülönböztetni abból a szempontból is, hogy milyen futamidőre szólnak, illetve, hogy nyílt-, vagy zártvégű alapok.

A nyíltvégű alapok, határozatlan időre jönnek létre, nincs lejáratuk, és a befektetők bármikor megvásárolhatják vagy visszaválthatják az alapkelezőnél a jegyeket.

Szemben ezzel a zártvégű alapok előre meghatározott időtartamra jönnek létre és a futamidő alatt nem válthatóak vissza.

Attól függően, hogy az alap jegyeit hogyan forgalmazzák, lehetnek zártkörű, vagy nyilvános alapok. Zártkörben előre meghatározott befektetői körnek adják el a jegyeket, míg a nyilvános kibocsátásból bárki vásárolhat.

Érdemes arra is kitérni, hogy mibe fektetik az összegyűjtött pénzt az alapok, aminek alapján szokás például – Értékpapír vagy Ingatlan alapokról beszélni.

Értékpapíralapokat szokás a vállalt kockázat és ehhez kapcsolódóan a futamidő alapján csoportosítani:

- pénzpiaci alapok: nagyon likvid, rövid lejáratú állampapírokba fektet
- kötvényalapok: kockázatmentes állampapírok, államkötvények szerepelnek a portfólióban, de vásárolnak vállalati kötvényeket is
- vegyes alapok: itt már a kötvények mellett megjelennek a részvények is, így nő a magasabb hozam esélye, de nő a kockázat is
- tiszta részvény alap: itt a magas kockázat csökkentésére - nagyobb hozam reményében – diverzifikálják pl. iparági szegmensenként, a befektetéseket.

A részvényalapok a befektetési stratégia alapján még tovább csoportosíthatók:

- Index – tőzsdei indexek követése, leképzése a portfólióban
- Regionális – egyes gazdasági régiók követése
- Szektorális – az egyes gazdasági ágak/ágazatok követése

A befektetési alapok kapcsán fontos tudni, hogy az alapok naponta kötelesek kiszámítani és nyilvánosságra hozni (közzétenni) az alap eszközértékét, hogy a befektetőket és a piacot tájékoztassák a befektetések értékéről. Ebből alakul ki az alapok árfolyama, amin például egy nyíltvégű alap jegyeivel kereskedni vagy visszaváltani lehet.

Az eszközérték mellett fontos fogalom és információ a **nettó eszközérték, ami nem más, mint az adott alap eszközértéke csökkentve az alapkezelő által felszámított díjakkal, költségekkel.**

JELZÁLOGBANKOK

Speciális, jelzáloglevelek (kötvények) kibocsátására szakosított hitelintézeteket szokás ebbe a körbe sorolni. Magyarországon az FHB volt az első szereplő, 1998-ban kezdte meg tevékenységét. **A jelzálogbankok ingatlanok és a mezőgazdaság finanszírozását segítik, az általuk kibocsátott kötvényekkel gyűjtik össze a befektetők pénzét.**

A jelzálogbankokra a felügyeletek általában speciális szabályokat határoznak meg, például nem gyűjthetnek betétet.

A jelzálogbankok alapvetően hosszútávú hiteligényeket próbálnak kielégíteni (10-15-20 év), szemben a kereskedelmi bankoknál jellemző jóval rövidebb futamidőkre.

A jelzáloglevelek esetében a nyújtott hitel fedezeteként ingatlan, vagy termőföld található, ami jelentősen csökkenti ezen termékek kockázatát, hiszen ha az adós nem tudna fizetni, akkor a bank a jelzálogjog alapján elvonja a fedezetet és értékesíti azt.

NYUGDÍJALAPOK

A nyugdíjalapok hosszútávú befektetésként szolgálnak. A cél, hogy a folyamatosan befizetett pénzt ugyancsak pénzügyi eszközökbe fektessék, és ez által a befektetők számára minél nagyobb összeget tudjanak visszafizetni a nyugdíj időszaka alatt. Ugyanakkor befektetési politikájukban a biztonságra is törekedniük kell, hogy a nyugdíjcélú megtakarítások valóban tudjanak majd nyugdíjként, nyugdíj-kiegészítéseként szolgálni a megtakarítóknak.

BIZTOSÍTÓK

A biztosító-társaságok másfajta szerepet játszanak a pénzügyi közvetítői rendszerben, mint az előbb felsoroltak. **Az alapvető céljuk, hogy valamilyen előre nem várt és kárt okozó esemény bekövetkezése esetén fizetnek.** Egy életbiztosítás pl. halálesetre, a nem életbiztosítás (mint például a lakásbiztosítás) a vagyonban bekövetkezett kár megtérülésére fizet. Túlnyomó részben állampapírokba, azaz kockázatmenteshez közeli befektetésekbe helyezik a tartalékokat, de többségük a magasabb hozam elérése érdekében kisebb mértékben a részvény- és egyéb piacokon is jelen van.

Speciális termékük az úgynevezett „unit linked" vagy befektetési egységekhez kötött életbiztosítás. Ennek a terméknek a sajátossága, hogy az életbiztosítás befektetési lehetőséggel van összekapcsolva. A biztosított által befizetett összegek előre egyeztetett portfólió típusokba kerül befektetésre. A biztosítási szerződés lejáratakor a biztosító, a befektetéseken elért hozammal növelt összeget fizeti vissza a biztosítottnak.

NYUGDÍJPÉNZTÁRAK

A nyugdíjpénztárak, főleg az angolszász, jelentős tőkepiaci hagyományokkal rendelkező országokban nagy jelentőséggel bírnak, Magyarországon az 1990-es években jelentek meg. **A nyugdíjpénztárak esetében a tagok (megtakarítók) munkában töltött éveik alatt jövedelmeikből megtakarítanak, befizetnek a nyugdíjpénztári számláikra (egyéni számlák), ezek a megtakarítások befektetésre kerülnek és az elért hozamokkal növelt összegek kerülnek járadékként kifizetésre a nyugdíjas évek alatt.**

A nyugdíjpénztárak önszerveződő intézmények, de szigorúan szabályozott környezetben, keretek között működnek.

KOCKÁZATI TŐKE

Nem klasszikus eleme a közvetítő rendszernek, de az elmúlt évtizedekben egyre jelentősebbé váló szerepe miatt érdemes megemlíteni.

Elsődleges szerepe, hogy a magas kockázatot vállaló befektetők, megtakarítók összegyűjtött pénzéből, fejlődésük korai, induló szakaszában lévő, legtöbbször új,

innovatív technológián alapuló vállalkozásokba (nem ritkán egészen korai – ötlet – szakaszban lévő projektekbe) fektetnek be.

A kockázati tőke társaságokat, alapokat leginkább annak alapján csoportosíthatjuk és jellemezhetjük, hogy a finanszírozott társaság életciklusának melyik szakaszában van, így például néhány tipikus forma:

Seed-money (kezdőpénz) – alapvetően az egészen korai szakaszban, sokszor még csak ötlet szintjén lévő projektekbe fektetnek.

Start-up capital (indulótőke) – az ötletet követő, már megvalósító szakasznak tekinthető cégépítés, „gyártmány" fejlesztés, piackutatás, marketing és értékesítési tervek kidolgozáshoz szükséges források biztosítása.

Fledging capital (fejlesztési tőke) – akkor jelenik meg, amikor már megindult a termelés, validált a termék és finanszírozni kell a termelés felfuttatását, az értékesítés bővítését.

Management buy-out – az alapító vezetők kivásárlása, új külső, a legtöbb esetben professzionális vezetés kerül a cég élére.

Tőkekiváltás, vagy exit – egy újabb kockázati tőke megjelenése, általában már az adott iparágra szakosodott profillal vásárolja meg a cég részvényeit, de sok esetben az a motívum, hogy az eredeti finanszírozó kockázati tőkének kifut a befektetési futamideje (általában 3-5 évre fektetnek be).

Miután bemutatásra kerültek a pénzügyi piacok szereplői, tekintsük át a pénzügyi piacok fajtáit, és ezek jellemzőit.

PÉNZÜGYI PIACOK FAJTÁI (PÉNZPIAC – TŐKEPIAC)

A pénzügyi piacok olyan speciális piacot jelentenek, ahol pénzek és pénzügyi eszközök cseréje megy végbe.

A pénzügyi piacokat több szempontból csoportosíthatjuk – például az alábbiak szerint:

- időbeliség, vagy a tranzakciók jellemző futamideje alapján szokás **pénzpiacról és tőkepiacról** beszélni. **A pénzpiacok jellemzően a rövid lejáratú – éven belüli ügyeleteket jelentik,**

- különbséget tehetünk annak alapján is, hogy az **adott eszközök kibocsátása**, értékesítése **nyilvános kibocsátással vagy zártkörű értékesítés** keretében történt,

- vizsgálódhatunk abból a szempontból is, hogy a pénzügyi termék közvetlenül vagy közvetetten, pénzügyi közvetítőn keresztül kerül a megtakarítóhoz. A közvetlen esetben **elsődleges**, utóbbi esetben pedig **másodlagos forgalmazás**ról, piacról beszélhetünk,

- csoportosíthatunk annak alapján is, hogy az ügylet esedékessége szerint azonnali, vagy határidős teljesítésre kerül majd sor. Az **azonnali, vagy „prompt" ügylet**ek esetében a teljesítés az ügyletkötéssel egyidőben történik meg, míg a **határidős ügyletek**nél ez akár hónapokkal is elválhat egymástól.

PÉNZPIACOKON FORGALMAZOTT FŐBB TERMÉKEK

Nézzük meg közelebbről a pénzügyi piacokat és az ott forgalmazott termékeket.

A pénzpiac alapvetően a rövid lejáratú (1 éven belül), likvid, fix kamatozású, alacsony kockázattal rendelkező, könnyen kereskedhető, hitelviszonyt megtestesítő eszközök piaca.

A legfontosabb pénzügyi eszközök egy lehetséges csoportosítása:

DISZKONTKINCSTÁRJEGY (DKJ)

A diszkontkincstárjegyek általában rövid 3 és 12 hónapos futamidejű értékpapírok. Jellemzőjük, hogy nem kamatoznak, hanem a névértékük (általában 10.000 Ft-os alapcímletűek) alatt, csökkentett, diszkontáron kerülnek forgalomba. A névérték kifizetése a lejáratkor, teljes összegben történik meg. (Természetesen, ha van, akkor az adó levonásra kerül). A DKJ hozama a névérték és a vételár különbsége.

A diszkontkincstárjegyeket Magyarországon az ÁKK Zrt. (Államadósság Kezelő Központ) hozza forgalomba, aukciós eljárás, nyilvános ajánlattétel keretében. Az aukciók specialitása, hogy azon csak az ÁKK-val elsődleges forgalmazói megállapodást kötött bankok vehetnek részt. A végső befektetők, így a magánszemélyek is az elsődleges forgalmazóktól vásárolhatják meg az értékpapírt.

A diszkontkincstárjegy megvásárlásával a vevők a magyar államnak nyújtanak hitelt, és bár ezeket az eszközöket a piacon kockázatmentes eszköznek tekintik, közgazdaságilag azért a befektetők futják a kibocsátó állam kockázatát.

VÁLTÓ

Magyarországon manapság nem túl elterjedt ez a követelést megtestesítő eszköz (pénzpapír ill. értékpapír) miközben a világháború előtt napi szinten használták. A váltó egyrészt hiteleszköz, másrészt fizetőeszköz, hiszen „forgatásával” a követelés átruházható harmadik személyre. **Gazdasági jelentését úgy lehet megfogalmazni, hogy a váltót kibocsátó fél elismeri pénztartozását egy másik fél felé és vállalja, hogy azt előre meghatározott időben és módon ki fogja egyenlíteni. A váltót és működését erős jogi alapok (váltójog) támasztják alá, használata előre meghatározott alaki követelményekhez is kötve van.**

A váltónak két típusa van: a saját és az idegen váltó. Az első esetében a váltó kiállítója tesz fizetési ígéretet, míg az idegen váltó esetében a kibocsátó egy másik személyt (lehet magánszemély vagy cég) szólít fel arra, hogy kedvezményezettnek fizessen.

Nem ritka, hogy a váltót lejárat előtt leszámítoltatják – vagyis például egy banknak eladják és a jogosult így előbb jut a pénzéhez.

A váltóhoz hasonlóan követelést megtestesítő értékpapír még a csekk, aminek hazai használata nem terjedt el széles körben.

BANKKÖZI HITELEK

A bankok alaptevékenységük, mint a betétgyűjtés és hitelkihelyezés mellett folyamatosan fenn kell, hogy tartsák likviditásukat. Ha pénzre van szükségük, akkor átmeneti, rövid lejáratú – általában 1-2 napos hitelért a jegybankhoz, vagy egy másik kereskedelmi bankhoz fordulhatnak. Ugyanúgy, ha pénzbőségben szenvednének, akkor megpróbálják a „felesleget" jövedelmet termelő módon kihelyezni a bankközi piacon.

Ez a forgalom alapvetően a kereskedelmi bankok között bonyolódik, de ugyanakkor a jegybanknak is fontos csatorna lehet a likviditáskezelésben.

A bankközi piacon is kamatot kérnek a kölcsönadott pénzért és így kialakul az ezekre a piacokra jellemző indikátor, irányadó kamatláb. A nemzetközi hírekben gyakran találkozhatunk a LIBOR-ral, ami a London Interbank Offered Rate, vagyis az angol bankközi piac irányadó kamatlába. Az Európai Unió irányadó kamatlábát Frankfurtban jegyzik és EURIBOR-nak hívják.

Magyarországon ezt a szerepet a BUBOR (Budapest Interbank Offered Rate) tölti be.

A BUBOR kapcsán az alábbiakat fontos fejben tartani:

A BUBOR a bankközi forint hitelkamatláb, vagyis a kereskedelmi bankok kihelyezési rátájának átlaga.

A BUBOR értékét naponta számítják ki, százalékos formában teszik közzé, a Nemzeti Bank közreműködésével.

"2016. november elsejétől a Magyar Nemzeti Bank végzi a Budapesti Bankközi Forint Hitelkamatláb (BUBOR) pénzügyi referenciamutató előállítását és kezelését.

A BUBOR értékének napi meghatározása a panelbankok által beadott kamatjegyzéseken alapul. A BUBOR kamatjegyzés azoknak a kamatlábaknak a benyújtására vonatkozik, amely kamatlábak alkalmazásával a kamatjegyző bank az adott banki munkanapon a különböző futamidők vonatkozásában, valamely más kamatjegyző bank részére forintban denominált fedezetlen bankközi hitel (ún. unsecured interbank loan) nyújtására üzleti ajánlatot tenne.

A beérkezett kamatjegyzések közül az MNB a legmagasabb és legalacsonyabb értékek elhagyása után átlagolással határozza meg a BUBOR adott napi értékét, melyet minden magyar banki munkanapon 11 órakor publikál."

forrás: MNB

A BUBOR értékét 1996 óta számítják 1 és 3 havi időszakra, majd 1997-ben kibővítették a 6 hónapos lejárattal is.

A BUBOR egyrészt irányadó indikáció a piac számára, másrészt alapjául szolgál a határidős kamatkontraktusok kereskedéséhez is.

A BUBOR jelentős szerepet tölt be a változó kamatozású hitelügyleteknél is, ahol referencia bázisként szolgál, vagyis a kamatozást BUBOR + vagy – százalékkal, vagy bázispontokkal rögzítik a megállapodásokban. (Például egy BUBOR + 30 bp – azt jelenti, hogy a BUBOR értéke felett 0,3 %-kal lesz a kamat).

REPO ÜGYLETEK

A repo név az angol rövidítésből került át a köztudatba – sale and repurchase agreement, amit magyarul leginkább egy visszavásárlási megállapodásnak fordíthatunk.

A repo alapvetően nem más, mint egy értékpapír visszavásárlási megállapodás, ami két ellentétes irányú adásvételi ügylet együttes kezelése. A repo ügyletek keretében jellemzően állampapír, azon belül is leginkább rövid lejáratú állampapírok szerepelnek.

Gazdasági tartalma rövid futamidejű hitelnyújtás illetve betételhelyezés, amit értékpapír fedezettel biztosítanak.

A repo esetében az üzletkötő felek előre megállapodnak arról, hogy az üzletben szereplő értékpapírt, mikor és milyen feltételekkel vásárolják majd vissza. Vagyis, az üzlet induló része, egy azonnali (prompt) értékpapír eladás vagy vétel, amihez hozzátartozik az adott értékpapír jövőbeli visszavásárlásról/eladásáról (induló üzlet fordított irányban) szóló megállapodás is. A repo feltételeinek kialakításakor az eladási és visszavásárlási árakat úgy határozzák meg, hogy azok biztosítsák a kölcsönadó számára a kamatbevételt.

A fentiek alapján a repo üzlet értelmezhető úgy is, mint egy értékpapír kölcsön és egy hozzá kapcsolódó pénzkölcsön eredője.

Repo ügyleteket a jegybankok is gyakran bonyolítanak, amivel a bankrendszer likviditását tudják szabályozni.

A passzív repo esetében a jegybank állampapírokat ad el, amivel pénzt/likviditást von ki a bankrendszerből.

Aktív repo estében ennek a fordítottja történik, a jegybank az állampapírok vételével többlet likviditást teremt a bankrendszerben.

A repo üzleteket abból a szempontból is szokás megkülönböztetni, hogy a megállapodás ideje alatt ki rendelkezik a tranzakcióban szereplő értékpapírok tulajdonjogával. Amennyiben a tulajdonjog átszáll az eladóról a vevőre, akkor úgynevezett „szállításos” (delivery repo) üzletről beszélünk. Ilyenkor a vevő szabadon rendelkezik az értékpapírral, akár el is adhatja, de a visszaszállításkor biztosítania kell az eredeti, vagy azzal megegyező tulajdonságú papírt az eladónak.

A másik típus az „óvadéki” (hold in custody repo), amikor a tulajdonjog az eladónál marad, de az értékpapírt köteles a vevő részére elkülönített letéti számlára helyezni.

FX-SWAP ÜGYLETEK

A swap ügyletek alapvetően „csere”ügyletet jelentenek és a repóhoz hasonlóan egy ügylet keretében, valójában két tranzakcióról beszélhetünk. Az FX vagyis „foreign exchange” a devizákat jelenti, vagyis ha fx-swap-ról beszélünk akkor két deviza például forint és euró (HUF/EUR) cseréjéről van szó.

A bankok esetében a deviza swapoknak a deviza likviditás kezelésében van szerepük, de szolgáltatásként is nyújtják elsősorban a vállalati ügyfeleknek, akik deviza kockázataikat akarják csökkenteni ezeken a tranzakciókon keresztül.

Például, ha egy vállalat, aki rendelkezik megfelelő forinttal és tudja, hogy euróban kell kifizetnie egy szállítót, de nem áll rendelkezésére a szükséges euro, ugyanakkor azt is tudja, hogy 15 vagy 30 nap múlva egy vevőjétől beérkezik egy nagyjából ugyanakkora euro összeg, akkor a bankjával deviza swap üzletet köthet. Ennek keretében most megvásárolja spot árfolyamon a kifizetéshez szükséges euro összeget és egyidejűleg elad a későbbi időpontra ugyanakkora összegben eurót. Így az árfolyamai rögzítésre kerülnek, fixen tud kalkulálni a kiadás és a bevétel összegével, költségként pedig a határidő kamatkülönbözetet fizeti.

A deviza csereügyletek egy spot és egy határidő lábból tevődnek össze, egy adott deviza jelenben történő eladásához egy jövőbeni, határidős visszavásárlás tartozik.

Az fx-swap üzletek esetében a két csereügylet árfolyamának kiszámítása alapvetően két tényező alapján történik. A mindenkori spot (azonnali) árfolyam és az érintett két deviza időarányos kamatkülönbözetének árfolyampontokban kifejezett értéke alapján.

TŐKEPIACOK ÉS INSTRUMENTUMOK

Miután áttekintettük a pénzügyi piacokat, szereplőket és termékeket, térjünk át a tőkepiacokra és az ott forgalmazott eszközökre, instrumentumokra.

A tőkepiac a pénzügyi piacokkal szemben a hosszabb távú befektetések piaca. A tőkepiacon a hosszabb távú megtakarítások befektetésére nyílik lehetőség.

A tőkepiacokon az alapvető eszközök az értékpapírok. Az értékpapírokat csoportosíthatjuk:

- jogi
- közgazdasági
- pénzügyi tartalmuk alapján

ÉRTÉKPAPÍR - JOGILAG

Jogi értelemben az értékpapír egy olyan okirat, ami különböző jogokat testesít meg, és ezeket a jogokat hordozza.

ÉRTÉKPAPÍR - KÖZGAZDASÁGTAN

Közgazdasági értelemben az értékpapírok vagyonnal kapcsolatos jogokat testesítenek meg és forgalomképesek.

ÉRTÉKPAPÍR - PÉNZÜGYI TARTALOM

Pénzügyi értelemben pedig különböző időpontbeli pénzek cseréjének eszközeiként is definiálhatjuk őket.

ÉRTÉKPAPÍROK JELLEMZŐI

Egy másik csoportosítási lehetőség, hogy az értékpapírnak milyen jellemzői vannak:

- milyen **jogokat** testesítenek meg;

Követelés, vagyis kötvénytípusú, vagy részesedést, vagyis részvény.

Részesedés esetén a tulajdoni hányadnak megfelelően tagsági és vagyoni jogokat testesít meg. Vagyoni jogoknak az osztalékot, likvidációs hányadot tekintjük, míg tagsági jogok alatt a szavazati jogot, közgyűlésen való részvétel jogát szoktuk érteni.

- milyen **hozamokat** biztosítanak;

Hozam szerint az értékpapírok lehetnek nem kamatozó, fix kamatozású, változó hozamú vagy vegyes típusú értékpapírok.

- milyenek az **átruházhatós**ágra vonatkozó szabályaik;

Az átruházhatóság kérdésben szokás névre szóló illetve bemutatóra szóló értékpapírokat megkülönböztetni. A névre szóló értékpapírok esetében az átruházásra külön eljárási szabályok vonatkoznak. A bemutatóra szóló értékpapírok esetében akinél az értékpapír, az a tulajdonos és az értékpapírt szabadon, korlátozás nélkül tudja átruházni.

- milyen **lejárat**úak;

A lejárat alapján rövid (egy évnél rövidebb futamidő), középlejáratú (általában 1-5 éves kötvények) és a hosszú lejáratú (5 évnél hosszabb) kötvényeket, zálogleveleket szokás megkülönböztetni.

Vannak lejárat nélküli értékpapírok – tipikus példájuk a részvény.

ÉRTÉKPAPÍROK ESEDÉKESSÉGE

Miután megismertük a termékeket, nézzük meg, hogy milyen üzleteket szokás végrehajtani velük. A pénzügyi piacokon zajló ügyletek egy lehetséges csoportosítása:

Esedékesség alapján

- **Azonnali (prompt)** ügyletek

Jellemzője, hogy az üzletkötés és a teljesítés és a technikai lebonyolítás nem szakad el időben egymástól, néhány napon belül lezárul a tranzakció. Például a tőzsdei ügyletek esetében az elszámolás két-három napon belül megtörténik.

- **Határidős ügyletek**

Az ügylet jellemzője, hogy jövőbeni teljesítésre szól, az üzletkötés és a teljesítés időben jelentősen elválik. Az üzlet feltételeit - ár, mennyiség, minőség, teljesítés időpontja - előre rögzítik a felek.

- Koncentráltság foka – **hol történik az üzletkötés**

Ebből a szempontból három típust szokás megkülönböztetni az úgynevezett OTC (Over the Counter) , a Koncentrált piaci (pl. Tőzsdei) és az Aukciós értékesítéseket, ami sok esetben jellemző például az állampapírok értékesítésére, de egy elsődleges részvénykibocsátásnál is gyakran használt forma.

- **Kockázat** alapján

A kockázathoz való viszony alapján szokás az üzleteket Spekulációs, Fedezeti (hedge) illetve Arbitrázs (Arbitrage) üzletekre bontani.

A spekulánsok a piacok nélkülözhetetlen szereplői, hiszen likviditást biztosítanak a kereskedés során. Céljuk, hogy az árak, árfolyamok elmozdulását kihasználják és profitot realizáljanak. Az árak emelkedésére váró spekulánsok a hausse (long – vételi irány) szereplők, míg az árak esésére játszók a baisse (short – eladási irány) néven szerepelnek. Attól függően, hogy milyen időtávon kereskednek lehetnek „skalpolók" (scalper) akik egészen rövid idő alatt bekövetkező ármozgásokat próbálnak kihasználni, vagy lehetnek napon belüli – day trader spekulánsok, de léteznek a trendeket követő szereplők is, akik napokig akár hetekig is követnek egy tartós irányt a piacon.

A fedezeti kereskedők a napi üzletükből adódó kockázatokat kívánják csökkenteni és ehhez kötnek – forward, futures vagy opciós üzleteket.

Az Arbitrázsőrök a piacokon kialakuló ár, árfolyam, kamat stb. különbözeteket próbálják kihasználni párhuzamos adás-vételekkel, azonos időben, de különböző piacokon.

- A **derivatív** (származtatott) ügyletek

Ebbe a kategóriába a Forward, a Futures és az Opciós ügyletek sorolódnak. A Forward és a Futures üzletek megkülönböztetésének fő szempontja, hogy a Futures ügyletek szabványosítottak, általában tőzsdén kereskedik őket, míg a Forward üzletek esetében a feleknek van módjuk testre szabni a tranzakciót. Ugyanakkor gazdasági tartalmukban nincs igazán eltérés.

Az Opciós ügyletek esetében az egyik fél az Opció kiírója és ezzel az Opciós díj fejében ő futja a kockázatokat, míg az Opció vevője csak a fizetett Opciós díj mértékéig visel kockázatot.

ÉRTÉKPAPÍROK CSOPORTOSÍTÁSA

Az előzőekben már több szempontból vizsgáltuk a tőkepiacokat, most nézzük meg, hogy milyen értékpapír típusokkal találkozhatunk a leggyakrabban.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok

Az értékpapír kibocsátója (a hitel felvevője) a megtakarítóktól kölcsönzött tőkét a kamatokkal együtt, a lejáratkor visszafizeti.

Legismertebb formái – vállalati kötvény, állampapír, jelzáloglevél

Részesedési jogot megtestesítő értékpapírok

Egy vállalkozás alaptőkéjéből való részesedést jelenti, tulajdonosi jogokat testesít meg, amivel a részvényes jogosult a részvénytársaság irányításában részt venni (közgyűlés) továbbá jogosult az osztalékra.

Legismertebb formái – részvény, befektetési jegy

Áruval kapcsolatos jogokat megtestesítő értékpapírok

Valamilyen áru feletti rendelkezési jogot testesítenek meg, elsősorban a tömegáruk kereskedésében használatos.

Legismertebb fajtája: közraktárjegy

Nézzük meg kicsit közelebbről a kötvényeket, fő jellemzőiket:

- Hitelviszonyt megtestesítő kamatozó értékpapír
- Meghatározott lejárata van
- Kibocsátásának célja kölcsöntőke megszerzése
- A kötvény tulajdonosa hitelezői jogokat szerez
- Kötvényt kibocsáthat: - az állam - a Magyar Nemzeti Bank - az önkormányzat - jogi személyiséggel rendelkező gazdálkodó szervezet - nemzetközi szervezet

A kötvények egy csoportja, de a gazdaságban meghatározó szerepet játszanak az állampapírok:

Az állam által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok

Fajtái:

- kamatozó állampapírok
  - meghatározott (rövid, közép vagy hosszú) lejáratú
  - fix vagy változó kamatozású

- diszkont állampapírok
  - névérték alatt, diszkont áron kerül kibocsátásra
  - a névérték kifizetése lejáratkor, egy összegben történik
  - a hozam a névérték és a vételár közötti különbség

Részvények kapcsán még érdemes tudni:

- Részesedési jogot megtestesítő értékpapír
- Nincs lejárata
- Kibocsátásának célja az alaptőke megszerzése
- A részvény tulajdonosa tulajdonosi jogokat szerez
  - tagsági jogok illetik meg

- osztalékra jogosult
- likvidációs hányadra jogosult

Részvényt csak részvénytársaságok bocsáthatnak ki

Főbb fajtái:

- törzsrészvények
- elsőbbségi részvények
-

A tőkepiacok egy lehetséges felosztása a tőkepiacon forgó értékpapírok kibocsátása és forgalmazása szempontjából:

- elsődleges piac

- másodlagos piac

- tőzsde

- OTC piac

ELSŐDLEGES-MÁSODLAGOS PIACOK

ELSŐDLEGES PIAC

Az elsődleges piacnak az értékpapírok esetében azt a piacot tekintjük, ahol az adott értékpapír első esetben, elsődlegesen forgalomba hozatalra került. Ez az a piac ahol a megtakarítások eljutnak a felhasználókhoz és megvalósul, hogy a felhasználók, vállalatok forrásokat gyűjtsenek.

MÁSODLAGOS PIAC

A másodlagos piacon a már kibocsátott pénzügyi eszközök kereskedelme, adásvétele folyik a befektetők, megtakarítók között a pénzügyi közvetítő rendszer tagjainak igénybevételével.

A másodlagos piac fogalmába beleértjük a szabályozott piacokat, a tőzsdéket, az OTC piacokat csakúgy, mint a felek közötti közvetlen kereskedést.

Az értékpapírpiac intézményi hátterét a tőzsdék, az elszámolóházak és a befektetési szolgáltatók jelentik. Ezekről a szereplőkről a következő fejezetekben esik majd szó részletesen.

A TŐZSDE

BEVEZETÉS - FOGALMAK

A TŐZSDE FOGALMA

A tőzsdével szinte mindenki találkozik, naponta halljuk a hírekben, olvassuk a portálokon, újságokban, hogy miként változtak a tőzsdei árak – legyen szó részvényekről, vagy olajról – hogyan alakultak az Indexek. De mi is az a tőzsde? Hogy tisztán lássunk, és pontos fogalmunk legyen, álljon itt néhány definíció:

A Wikipedia a következőket írja:

A tőzsde nyilvános, központosított és szervezett piac, olyan hely, ahol meghatározott árukat, meghatározott időben, meghatározott személyek adhatnak-vehetnek szigorú eljárási szabályok szerint. A magyarországi tőzsde jogi személy, nyereségorientált részvénytársaság. Üzletet csak tőzsdeügynökön (alkusz) keresztül lehet kötni. A tőzsdei kereskedelemben részt vevő áruknak vagy értékpapíroknak nem kell jelen lenniük, mivel az egyes áruk helyettesíthetők, illetve egymással kicserélhetők. Az eladni és vásárolni szándékozók árelképzelései befutnak a tőzsdei üzletkötőkhöz (brókerek), akik ezeket megpróbálják a piacon érvényesíteni. A tőzsde nemcsak piac, hanem a modern gazdaságban nélkülözhetetlen gazdasági értékelő és információs központ is.

De használhatjuk az ecopedia.hu oldal definícióját is:

A tőzsde nem más, mint egy piac, ahol a forgalmazott tőzsdei termékekkel nyilvánosan lehet kereskedni egy centralizált helyen. A tőzsdei kereskedelem ügynökökön (alkuszokon, brókereken) keresztül folyik. A piaci jellegtől abban az értelemben szakad el egy tőzsde, hogy az ott forgalmazott értékpapíroknak, áruknak nem kell fizikailag jelen lenniük, ennek oka a standardizáltság (vagyis egymással helyettesíthetőek az áruk). A tőzsdei árfolyamot a kereslet és kínálat viszonyai mozgatják. Tőzsdei ügyletnek nevezzük azt a szerződést, amelyet a kereskedési joggal bíró felek, a forgalmazott tőzsdei árukra egymás között kötnek. Az ügylet lehet azonnali (prompt), vagy határidős (futures). A határidős ügylet esetében később történik a teljesítés, gyakoriak közte a spekulációs célú ügyletek. Speciális derivatív ügylet az opciós ügylet, ahol egy későbbi döntési jogot vásárol magának a vevő, ami jelenthet eladási vagy vételi jogot.

Magyarországon a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) biztosít lehetőséget a tőzsdei kereskedelemre.

Vagy olvassuk akár az MNB „Amit a tőzsdéről tudni kell” kiadványának definícióját:

Mi a tőzsde? A tőzsde egy szervezett, koncentrált piac, ahol meghatározott termékekkel, szigorúan előírt szabályok alapján lehet kereskedni. A vételi és eladási ajánlatok, valamint a megkötött ügyletek adatai publikusak.

A fenti definícióknak többé-kevésbé már évszázadok óta megfelelnek a tőzsdék, koncentrált piacok. Számtalan verziót találhatunk, ami a tőzsdék kialakulásáról, az első tőzsdék létrejöttéről szól. Vannak, akik kutatások alapján az ókori kereskedelemben felfedezni vélték a határidős üzleteket és a határidős kereskedelmet, főleg a gabona kereskedelem kapcsán. A mai értelemben vett áru és értékpapír tőzsdék kialakulását az 1400-as évek közepére és Antwerpen városához kötik a legtöbben. Ezt követően főleg a 18. századtól már általánossá váltak a tőzsdék. **Néhány tőzsde és alapításának ideje:**

Frankfurt (1585), Milánó (1613), Koppenhága (1684), Berlin (1717), Párizs (1724), Bécs (1771), **New York (1792)**, Brüsszel (1801), **London (hivatalosan 1802)**, Madrid (1831), Torontó (1852), Pest (1864), Zürich (1876), **Tokió (1878)**.

Magyarországon, több éves előkészítés után hivatalosan 1864. január 18-án nyílt meg a Budapesti Áru- és Értéktőzsde. Az induláskor, 1864-ben 17 részvényt (4 bank, 2 malom, 2 biztosító, 3 bánya, Lánchíd, Alagút), egy zálogleveleket, 11 külföldi pénznemet és 9 váltót jegyeztek a tőzsdén. A tőzsde első elnöke Kochmeister Frigyes volt, akinek meghatározó szerepe volt a tőzsde sikerre vitelében.

Ma a BÉT az évente kiosztásra kerülő Kochmeister Díjjal emlékezik az Alapítóra.

A válságok és a háborúk után még talpra állt és tovább működött a tőzsde, azonban 1948. május 25-én két hónappal az ipar nagyobbik részét érintő államosítás után a kormány feloszlatta a tőzsdét.

AZ ÚJKORI TŐZSDE TÖRTÉNETE (BÉT)

Az „újkori tőzsde” története az 1980-as évek végéhez köthető.

Az 1987-es év fordulópontnak tekinthető a magyarországi értékpapír, ill. kötvénypiac fejlődésében. 1987. január 1-én létrejött Magyarországon a kétszintű bankrendszer, amivel megtörtént a jegybanki és a kereskedelmi banki funkciók kettéválasztása. Pillanatok alatt több mint 20 kereskedelmi bank alakult, amelyek többsége érdekelt, ill. érintett volt a kötvénypiacon, kötvénykibocsátásokban. Miközben a kötvénypiac folyamatosan bővült, ezeknek az értékpapíroknak nem volt szervezett másodlagos piaca, így a bankok és ügyfeleik eladási és vásárlási szándéka nem tudott találkozni. Ezt a hiányt a piac hamarosan pótolta és **1987. decemberében 21 bank, továbbá a Magyar Nemzeti Bank és a Pénzügyminisztérium aláírta az ún. Értékpapír Kereskedelmi Megállapodást, amely rögzítette a szervezett másodlagos piac – kötvények - legfontosabb szabályait.**

Ennek keretében megalakult a Tőzsdetanács, és az Értékpapír Kereskedelmi Titkárság, és megkezdődtek az ún. tőzsdenapok.

A tőzsdenapokon a szerződés aláíróinak képviselői voltak feljogosítva a kereskedésre, bizományos és saját számlás ügyleteket lehetett kötni. Tőzsdenapokra 1988. első felében havonta egyszer, majd nyarától hetente egyszer, 1989. novemberétől pedig hetente háromszor került sor.

A Budapesti Értéktőzsde történetének legfontosabb mérföldköve az 1989. októberében hozott kormánydöntés, amely zöld jelzést adott az értékpapírtörvény elkészítésének. A

törvényjavaslat 1990 januárjában került a parlament elé és március 1-jével lépett érvénybe. A hatálybalépéssel egyidejűleg tűzték ki **június 21-ére a Budapesti Értéktőzsde alakuló közgyűlését. A tőzsde 1990. június 21-én újra megnyitotta kapuit.** A 41 alapító taggal és egyetlen bevezetett részvénnyel, az IBUSZ-szal, sui generis (önálló és önszabályzó jogi személy) szervezetként.

A Budapesti Értéktőzsde életében meghatározó szerepet játszott a tőzsdealapítással egy időben kezdődött magyarországi privatizáció. Bár a nagyobb állami cégek értékesítése gyakran stratégiai befektetők bevonása révén történt, különösen a kilencvenes évek elején számos vezető magyar társaság így például az IBUSZ, a Skála-Coop, a MOL, OTP, Matáv (ma Magyar Telekom) a Domus, a Globus, a Richter Gedeon magánosításában játszott a tőzsde jelentős szerepet. Ezen cégek közül sok még mai is meghatározó szereplő a tőzsdén, és mint „blue-chip" jelentős forgalmat bonyolít.

A BÉT 1990-es alapítását követően fejlődésének fő állomásait az alábbiakban foglalhatjuk össze (lsd: BÉT honlap – illetve Korányi G. Tamás és Szeles Nóra: Tőzsde születik c. könyvét)

„Az évek során a BÉT működési feltételei, szervezete, funkciója is sokat változott. Az első kereskedési terem a Váci utcai Trade Centerben volt, ezt követően 1992-ben került át a Tőzsde az V. kerületi, Deák Ferenc utca 5. szám alatti patinás épületbe, ahol tizenöt évig zajlott a kereskedés. 2007 márciusában a BÉT 1990-es újraalapítása óta harmadik székhelyére költözött, az Andrássy úti, egykori Herczog-palotába. 2015. februárjától a Budapesti Értéktőzsde a főváros pénzügyi központjában, a történelmi Tőzsdepalota szomszédságában elhelyezkedő Bank Centerben működteti a parkettet.

Az azonnali piacot tekintve a tőzsdetermi, nyílt kikiáltásos kereskedés - részleges elektronikus támogatással 1995-ig működött a BÉT-en. Ekkortól már az értékpapírok kereskedése mind a kereskedési teremben, mind távkereskedési rendszerben folyt egészen 1998. novemberéig, amikor az új, immáron teljes mértékben távkereskedési rendszer, a Multi Market Trading System-et (MMTS) bevezették. A kereskedési "csatazaj" kevesebb, mint egy évvel később, 1999. szeptemberében ült el végleg a teremben, ugyanis ekkor indult el a határidős piac elektronikus távkereskedési platformja.

A BÉT származékos piaca 1995. óta áll a befektetők rendelkezésére, ahol határidős és opciós kontraktusok kereskedésére van lehetőség. BUX kontraktussal a határidős piac indulásától, 1995. március 31. óta lehet kereskedni. A BÉT 1998. júliusában – a világon elsők között – vezette be az egyedi részvényeken alapuló kontraktusait, az opciós piac, a szabványosított termékek újabb köre jelent meg 2000. februárjában és 2004. szeptember 6-án megindult a második index alapú termék, a BUMIX kontraktus kereskedése is.

A versenyképesség megőrzése és erősítése érdekében 2002. áprilisában az új tőzsdetanács a tizenkét év önálló jogi személyi lét után a gazdasági társasági forma mellett döntött. Két és fél hónappal később, 2002. július elsejével megalakult a Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság (2006. áprilisától: Zártkörűen Működő Részvénytársaság). A tőzsdetanács, a tőzsdetitkárság helyébe az igazgatóság, ügyvezetőség lépett.

A Tőzsde életében a 2004-es év meghatározó eseményeket hozott. Jelentős átrendeződés zajlott a BÉT tulajdonosi szerkezetében, aminek nyomán tőkeerős osztrák bankok, valamint a Wiener Börse és az Österreichische Kontrollbank AG vásárolta meg a Tőzsde többségi részesedését.

A Budapesti Értéktőzsde és a Budapesti Árutőzsde tevékenységének integrációja révén, 2005. november 2.-óta árupiaci kereskedelem is folyik a BÉT-en. A Budapesti Árutőzsde 1989-ben indult útjára, amikor is egy minimális alaptőkével rendelkező gazdasági társaság (az Árutőzsde Kft.) a határidős ipar intézményes hátterének megteremtésére vállalkozott Magyarországon. 1994-ben a Parlament elfogadta az árutőzsdéről és az árutőzsdei ügyletekről szóló törvényt. 1995. végére a BÁT a világ legjelentősebb 35 tőzsdéje közé került. Jelentős változásokat hozott a 2002-ben elfogadott egységes tőkepiaci törvény, amely előírásainak megfelelően a Budapesti Árutőzsde 2003. május 20-án részvénytársasággá alakult. A tulajdonosi kör jelentős átalakulását követően, több hónapos előkészítő munka után 2005. november 2-én a BÁT piacait sikeresen integrálta a Budapesti Értéktőzsde Zrt., majd 2006-ban – 17 évvel a megalakulását követően - a BÁT végelszámolással megszűnt.

A Budapesti Értéktőzsde 2010. január 14-től tagja a CEE Stock Eexchange Group AG Holdingnak.

A BÉT 2011. novemberében elindította alternatív kereskedési platformját BÉTa Piac néven, amelyen az induláskor tíz európai nagyvállalat papírjaival lehetett kereskedni.

2013. december 6-án elindult a Tőzsde új kereskedési rendszere, a XETRA®, amely leváltotta a tizenöt éve használatban lévő régi rendszert. Az új kereskedési platform bevezetésével a magyar tőzsdén jegyzett cégek Európa 18 országának kereskedőivel, befektetőivel kapcsolódnak össze közvetlenül, míg a hazai befektetési szolgáltatók és befektetők több ezer új befektetési eszközhöz kapnak közvetlen elérést, megnyitva ezzel a teret a további piacbővülés lehetősége előtt.

2015. februárjától a Budapesti Értéktőzsde a főváros pénzügyi központjában, a történelmi Tőzsdepalota szomszédságában elhelyezkedő irodaházban működteti a parkettet.

A Magyar Nemzeti Bank 2015. november 20-án adásvételi szerződést kötött a Budapesti Értéktőzsdében (BÉT) eddig 68,8 százalékos tulajdonnal bíró osztrák CEESEG AG-val és Österreichische Kontrollbank AG-val. A tranzakcióval az MNB minősített többségi tulajdonosává vált a hazai értéktőzsdének."

2017-ben új piacot – Xtend – indított a BÉT. Az Xtend piac a közepes méretű vállalkozások növekedési terveit támogatja, kedvező feltételeket biztosítva a tőzsdei megjelenéshez.

Ebben a koncepcióban az MNB Növekedési Kötvény Programjához kapcsolódóan 2019-ben elindításra került az Xbond kötvénypiac is a BÉT-en.

A rövid történeti áttekintés után vizsgáljuk meg, hogy hogyan működnek a tőzsdék, milyen fontos elemei és szereplői vannak a tőzsdéknek.

TŐZSDE SZEREPE, FUNKCIÓI

De mielőtt erre rátérnénk, vizsgáljuk meg, hogy mi is a tőzsde – elsősorban egy értéktőzsde – szerepe a gazdaságban.

TŐKEBEVONÁSI LEHETŐSÉG VÁLLALATOK SZÁMÁRA

A vállalatoknak a működésükhöz folyamatosan forrásokra van szükségük. Ezeket a forrásokat több úton is megszerezhetik, származhat a működésből, a keletkező bevételek folyamatos termelésbe történő visszaforgatásával. Történhet a nagyobb beruházások finanszírozása a gyorsabb növekedés érdekében hitelből, amit a vállalatok jellemzően a bankoktól vesznek fel. És a témánk szempontjából legfontosabb módon kötvénykibocsátással vagy részvények kibocsátásával, ami történhet akár a tőzsdén is. Míg a kötvénykibocsátás leginkább egy hitelhez hasonlítható, addig a részvénykibocsátás esetében a kibocsátó tulajdonosi összetételében következik be változás, hiszen az új részvények megvásárlói tulajdonossá válnak a társaságban. A kötvény esetében a kibocsátó a kötvényben meghatározott feltételeknek – kamat mértéke, futamidő, kamatfizetés ütemezése, tőketörlesztés stb. – megfelelően fizeti vissza a kibocsátott kötvények ellenértékét, addig a részvénykibocsátás esetében a részvényeket megvásárló tulajdonosok csak a részvény árfolyamának emelkedésében illetve a társaság által fizetendő osztalékból remélhetnek jövedelmet, azon túl, hogy a korábban megvásárolt részvényeket egy jól működő, likvid tőzsdén bármikor eladhatják.

Miért választják a vállalatok a tőzsdei megjelenést, milyen előnyöket jelent számukra a tőzsde?

TŐZSDEI MEGJELENÉS ELŐNYEI

A tőzsdére lépés legfontosabb indoka a finanszírozási igény, a tőkeszükséglet, vagyis a társaságok/kibocsátók legfőbb mozgatója a tőzsdei megjelenés kapcsán a pénz.

A tőzsdei megjelenés – és ezt felmérések is megerősítik – másik, nem elhanyagolható előnye, hogy nő a társaság ismertsége, erősödik a márkanév (brand építés), vagyis jelentős marketing értéket képvisel a tőzsdei megjelenés.

További előny a tőzsdei megjelenéssel járó átláthatóság, transzparencia, ami a társaság által teljesített folyamatos jelentési és tájékoztatási kötelezettségeken keresztül valósul meg.

A sort még hosszan lehet folytatni, a teljesség igénye nélkül álljon még itt néhány szempont, amit a tőzsdére készülő vállalatok figyelembe vehetnek:

- Üzleti bizalom erősítése, a partnerek bizalma nőhet.
- Kedvezőbb hitelfelvételi lehetőségek – nő a bizalom a bankok részéről, így jobb hitelfeltételeket lehet elérni.

- Rugalmasabb jövőbeni finanszírozási lehetőségek. Ha már egyszer tőzsdén vagyunk könnyebb további tőkét bevonni, illetve a társaság részvényei akár „fizetőeszközként” is felhasználhatóak pl. egy felvásárlás, cégegyesülés esetén.

- Folyamatos cégértékelés – a tőzsdén minden nap „ítéletet” mondanak a befektetők, minden nap meghatározásra kerül a cég értéke.

- Érdekeltségi rendszer kialakításának lehetősége, akár bónusz programmal, akár Munkavállalói Részvény Programmal (MRP) – a cég teljesítményéhez kötött ösztönzési rendszer keretében. Ezek a programok jó eszközök lehetnek a munkaerő hosszútávon történő megtartására is.

- Nem utolsó lehetőség, hogy főleg az alapító tulajdonosok számára lehetőség nyílik részesedésük csökkentésére úgy, hogy közben megtartják az irányítást a cég fölött, vagy akár teljes eladására is mód lehet (exit lehetőségek).

- Az exit lehetőségek a generációváltás kapcsán is egyre nagyobb figyelmet kapnak, hiszen a sikeresen működő családi vállalkozások esetében nem mindig biztosított a családon belüli továbbvitele az üzletnek.

A keresleti és a kínálati oldal nyilvános és szabályozott keretek között találkozik egymással.

A tőzsdék egyik fontos funkciója, hogy a keresletet és kínálatot koncentrálja egy helyen, egy időben, szabályozott keretek között jeleníti meg. A tőzsdék maguk nem határoznak meg árakat, azok a nyilvános kereskedés során a mindenkori kereslet – kínálat függvényében alakulnak ki. A kereskedés lebonyolítására, az ajánlatok megjelenítésére a tőzsde szabályokat határoz meg a tiszta és átlátható kereskedés érdekében.

LIKVIDITÁS

A tőzsdék egyik legfontosabb feladata, hogy a keresletet és a kínálatot térben és időben koncentrálja és ennek eredményeként a befektetők a lehető legtöbb információ birtokában tudják meghozni vételi vagy eladási döntéseiket. Ennek eredményeként alakul ki egy adott termék, értékpapír likviditása a piacon. Tőzsdei értelemben a likviditás nem más, mint egy adott termék, részvény forgalma. A nagy forgalommal bíró termékeket likvidnek a kis vagy minimális mennyiségben forgó termékeket pedig illikvidnek szoktuk nevezni.

Ha a BÉT-et vizsgáljuk, akkor megállapíthatjuk, hogy a vezető részvények – mint pl. OTP, MOL likvidnek tekinthető, de ugyanakkor azzal is tisztában kell lennünk, hogy ezen papírok likviditása csak töredéke egy amerikai piacon forgó „blue chip” részvényének.

A likviditás a befektetők számára nagyon fontos, hiszen ez mutatja meg, hogy egy adott befektetés milyen gyorsan váltható újra készpénzre, vagyis milyen gyorsan és a piac befolyásolása nélkül tudom zárni a pozíciómat.

Ha egy részvény napi átlagos forgalma mondjuk 100.000 darab egy adott piacon, akkor az 1000 darabos befektetésemet szinte biztos, hogy időkorlát nélkül és az árfolyamok befolyásolása nélkül tudom majd értékesíteni. Vagy ha frissen szeretnék vásárolni, akkor azt 1000 darabra az árak felhajtása nélkül meg tudom majd tenni.

A befektetési döntések kapcsán egy adott termék likviditása mindig fontos kockázati tényező, például a nagy befektetési alapok ezért kerülik, vagy minimalizálják a kisebb méretű, alacsony likviditású termékekbe, részvényekben történő befektetéseiket.

Hogy mennyire fontos a likviditás azt jól szemlélteti, hogy a tőzsdék többsége számol valamilyen mutatót a likviditás mérésére. A BÉT például a **BLM vagyis Budapesti Likviditási Mértéket.**

„A Budapesti Értéktőzsde 2005-ben nemzetközileg elismert módszertanra építve dolgozta ki a Budapesti Likviditási Mértéket, amely az egyes tőzsdei termékek piaci likviditását számszerűsíti különböző dimenziók mentén.

A BLM a likviditás fogalmát a befektetők számára legfontosabb szempontból közelíti meg: számszerűsíti azokat a „rejtett" (implicit) költségeket, amelyekkel egy kevésbé likvid termék esetében szembesülnek a befektetők. Ennek megfelelően minél likvidebb egy értékpapír annál kisebb lesz a BLM értéke, ami azt jelenti, hogy alacsonyabb a likviditás ára, vagyis az implicit költségek.

Egy piac akkor tekinthető igazán likvidnek, ha egy megbízás bármikor, bármilyen mennyiségre azonnal végrehajtható anélkül, hogy a piaci árszintre jelentős hatást gyakorolna."

Példa a BLM értelmezésére: ha a BLM értéke 50 bázispont (0,5%) és egy befektető ebben a részvényben napon belüli pozíciót (daytrade) vesz fel 6,7 millió forint (~20 ezer euró) értékben, akkor a brókeri jutalék mellett kalkulálnia kell a tranzakció implicit költségével is, ami körülbelül 33 500 forint (100 euró). Ez az összeg abból adódik, hogy nap elején a befektető nem tud 6,7 millió forint értékű pozíciót nyitni az ajánlati könyv középárfolyamán, majd nap végén nem tudja zárni a pozícióját a középárfolyamon, és ez a költség csökkenti a tranzakció nyereségét.

(Forrás: BÉT.)

ÁRKÉPZÉS, INFORMÁCIÓ AGGREGÁLÁS

A tőzsdék a kereskedési szabályaikban mindig meghatározzák, hogy milyen árképzési mechanizmusokat, kereskedési szakaszokat működtetnek. Tipikusnak mondható az úgynevezett szabad szakaszos kereskedés, amikor az ajánlatok folyamatosan jelennek meg a kereskedésben és teljesülnek attól függően, hogy a vételi és eladási oldal árban és mennyiségben tud-e találkozni. Ettől eltérően például a kevésbé likvid termékek esetében a tőzsdék gyakran alkalmaznak úgynevezett aukciós, ajánlatgyűjtős szakaszokat, amivel a keresletet és kínálatot koncentrálni tudják.

A tőzsdei árak alakulása alapvetően a befektetők rendelkezésére álló információkon és a várakozásaikon alapulnak. Elemzők hada dolgozza fel napról napra a cégekről az egyes gazdaságokról szóló pénzügyi, gazdasági, politikai adatokat és ezen elemzések alapján, ezeket felhasználva születnek meg a tőzsdei befektetési

döntések. Vagyis mondhatjuk, hogy a piaci árakban mindig aggregált, a keresletet és kínálatot tükröző információk jelennek meg.

A kereskedés során van két kitüntetett időszak, a piac nyitása és zárása, amikor a forgalom koncentrálódni szokott és kialakul a befektetők által – no meg a technikai elemzők által – kiemelten figyelt nyitó-, és záró ár.

Az elmúlt években jelentős elmozdulás figyelhető meg a tőzsdéken abból a szempontból, hogy a forgalom egyre nagyobb – egyes piacokon akár 30-40% - része koncentrálódik a kereskedés zárószakaszára.

Tőzsde Indexek – BUX

Minden médiában, ha tőzsdehírekről van szó szinte biztos, hogy elhangzik, hogy a mai napon „X" Index valahány pontos emelkedéssel – csökkenéssel fejezte be a napot.

De mi is az index – miért övezi ilyen kiemelt figyelem a mozgását – vizsgáljuk ezt meg a BÉT vezető indexe, a BUX kapcsán.

A BUX és minden más értéktőzsdei index a piac legjelentősebb – indexbe beválogatott – részvényeinek adott napi átlagos árváltozását mutatja. A vezető tőzsdeindexeket a kereskedési idő alatt valós időben is számolják, így minden időpontban az éppen aktuális értékek (részvényárak) alapján számított indexérték követhető.

A könyv írásakor a BUX index összetétele (16 részvényből állt) a következő volt:

4IG, AutoWallis, ANY Biztonsági Nyomda, Appeninn, BIF, CIG Pannónia, Graphisoft Park SE, Konzum, Magyar Telekom, MOL, OPUS GLOBAL, OTP Bank, PannErgy, Richter Gedeon, Takarék Jelzálogbank, Waberer's.

Minden tőzsde meghatározza az index összetételének elveit, módszertanát - a BÉT esetében ezt az Index kézikönyv tartalmazza.

Alapvetően a cégek mérete és közkézhányada, valamint az adott papír likviditása határozza meg, hogy bekerül-e egy részvény az indexbe. A BUX Indexet évente kétszer - márciusban és szeptemberben – vizsgálják felül és ilyenkor kerülhet sor az index követelményeket tartósan nem teljesítő cégek kivezetésére, ill. a követelményeket tartósan teljesítő új cégek beemelésére az indexbe.

Az index felépítését egy kosárként lehet elképzelni, amelybe az indexben szereplő részvények meghatározott mennyiségét elhelyezték. Ez a kosár akár több ezermilliárdos vagyont jelenthet (a kosárban lévő papírok piaci értéke). Természetesen a nagyobb bevezetett mennyiséggel és értékkel rendelkező cégek árváltozása jobban hat az egész kosár értékének változására, így az index változását is elsősorban a vezető részvények határozzák meg. A BUX esetében a BÉT vezető papírjai - OTP, MOL, MTELEKOM, RICHTER – az index értékének majdnem 90%-át adják.

Az összehasonlíthatóság kedvéért az index értékét mindig a kezdő értékhez viszonyítva adják meg. **A BUX index kezdő értékét 1000-nek tekintik, amit az 1991. január 2-i árak alapján határoztak meg.**

Így például 2019. szeptember 6-án az index értéke 40.312,46 pont volt, ami azt jelenti, hogy 1991. és 2019. között a részvényárak átlagosan 40,3-szeresükre emelkedtek.

Az indexek széles körben alkalmazott eszközök az egyes piacok teljesítményének mérésére, azok összehasonlítására – bár itt meg kell jegyezni, hogy nem lehet teljesen pontos a kép, hiszen a különböző indexek, különböző devizákban számolódnak, így a devizaárfolyamok torzítást vihetnek az összehasonlításba, valamint figyelemmel kell lenni arra is, hogy az egyes indexek számítása más időpontban és más bázison indulva történhetett.

A BUX index alakulása indulástól - napjainkig

Gazdasági tendenciák indikátora

A tőzsdéket sokan tekintik a gazdaság indikátorának, vagyis a tőzsdei árfolyamok és főleg az indexek egy pillanatképet adnak az adott piacról és ezen keresztül a gazdaság állapotáról is. Ez az állítás annál inkább igaznak tekinthető minél több részvény forog egy tőzsdén és ezek a részvények minél teljesebben képezik le az adott gazdaság szerkezetét. Azaz ha egy gazdaság minden szektora több cégen keresztül jelen van a tőzsdén, akkor egy ezekből az árakból számolt index valóban jó képet festhet. A tőzsdék szakosodása – pl. NASDAQ= technológiai részvények – egyes ágazatok állapotáról adhat jó képet.

A nagy nemzetközi tőzsdék – a vezető amerikai piacok, például a NYSE (New York Stock Exchange) ahol naponta kb. 2300 részvényben és éves szinten valahol 5.000 milliárd USD volumenben kereskednek valóban tekinthetők egyfajta indikátornak. Az ezeken a piacokon kifejlesztett indexek – DOW Jones Industrial Average, S&P-500, vagy a londoni piac reprezentánsa az FTSE 100 valóban képet adhatnak a gazdaságról és az ott uralkodó tendenciákról.

A tőzsdéket számtalan szempont alapján csoportosíthatjuk – most ezekből vizsgáljunk meg néhányat:

A TŐZSDÉN KERESKEDETT TERMÉKEK KÖRE

ÁRUTŐZSDÉK

Ahogy már a történeti részben is említésre került a tőzsdéken különféle árukkal is szokás kereskedni. A definícióban megjelenik, hogy az áruknak nem kell jelen lenni a kereskedésben, mivel azok sztenderdizálhatók, helyettesíthetőek, egymással kicserélhetőek, illetve fontos szempont az is hogy az adott termék ára szabadon alakulhasson. Ez utóbbi kitételre jó példa a kőolaj – ami napjainkban az egyik legforgalmasabb tőzsdei termék (lsd. Brent illetve WTI olajkontraktusok). Tőzsdei megjelenésére viszont az 1980-as évek közepéig kellett várni, hiszen azt megelőzően az OPEC (a kőolaj termelő országokat tömörítő szervezet) kontrollálta az árakat így azok nem tudtak teljes mértékben a kereslet – kínálat alapján alakulni, ami viszont elengedhetetlen egy tőzsdei termék esetében. Tipikus és nagyon sikeres árutőzsdei termékek a gabonafélék, a fémek, a kőolaj és az olajtermékek. Fontos megemlíteni, hogy ezekben a termékekben főleg határidős (jövőbeni teljesítésre vonatkozó) kereskedelem zajlik, vagyis az üzletek lezárása/teljesítése nem rögtön az üzletkötést követően, hanem az adott tőzsde és termék szabályainak megfelelően, előre rögzített időpontokban történik. A határidős piacokon jellemzően a spot/aktuális hónap és az azt követő negyedévek utolsó hónapjainak meghatározott napjára köttetnek az üzletek. A határidős árupiacok másik jellemzője, hogy a megkötött üzletek döntő hányada (áruféleségenként eltérő ugyan, de 70-80%-a) nem az adott áru leszállításával (átadás-átvétel) történik, hanem pénzügyi elszámolással. Ennek magyarázata abban található, hogy a piacot jellemzően olyan szereplők használják, akik hedgelnek, vagyis árbiztosító/fedezeti ügyleteket kötnek, illetve spekulánsok, akik csak az árelmozdulásban érdekeltek és nem az adott termékben.

ÉRTÉKTŐZSDÉK

Az értéktőzsdéken alapvetően részvényekkel és kötvényekkel kereskednek. Ezek is megfelelnek a definícióban szereplő sztenderdizálási, helyettesíthetőségi követelményeknek. Például a Budapesti Értéktőzsdére bevezetett MOL részvények esetében, teljesen mindegy, hogy melyik részvényt birtokoljuk, hiszen azok mindegyike azonos jogokat (szavazati jog, osztalék jogosultság stb.) biztosít a tulajdonosának.

Ezekben a termékekben jellemzően úgynevezett spot (azonnali) kereskedés zajlik, és a tőzsdei üzletkötést követően a pénz és értékpapír cseréje az adott piac és/vagy elszámolóház szabványai szerint 2 vagy 3 napon belül megtörténik. (T+2 vagy T+3 elszámolás). A magyar piacon ahol a BÉT-en kötött üzletek elszámolása a KELER-ben történik a részvények esetében T+2 napos elszámolási ciklust alkalmaznak. (lsd később részletesebben az elszámolásokról szóló részben).

Természetesen az értékpapírok esetében is kialakításra kerülhet határidős piac és részvényekkel és tőzsdei indexekkel lehet jövőbeni teljesítésre kereskedni. A BÉT-en is léteznek határidős részvény kontraktusok, illetve aktív kereskedés zajlik a BUX indexből létrehozott határidős kontraktusban is.

Sok helyen hagyományból, szabályozásból vagy csak egyszerűen gazdaságossági racionalitásból kialakultak a vegyes tőzsdék, ahol mind árukkal mind értékpapírokkal lehet kereskedni.

Bár Magyarországon is két tőzsdével indult az „újkori" tőzsdetörténelem, hiszen a BÉT mellett létrejött a Budapesti Árutőzsde is, ami elsősorban gabona kontraktusokkal kereskedett, de mellette kereskedési lehetőséget biztosított határidős deviza kontraktusoknak is.

A két tőzsde egyesítésére, összeolvadására 2005-ben került sor, így azóta a ***BÉT-en a következő szekciókban lehet kereskedni:***

- **Részvény** (Részvények, Befektetési Jegyek, ETF-ek, Strukturált termékek, Kárpótlási Jegyek)
- **Hitelpapír** (Állampapírok, Jelzálog levelek, Vállalati kötvények)
- **Származékos** (Határidős termékek, Opciós kontraktusok)
- **Áru** (Azonnali termékek, Határidős-, Opciós termékek)
- **BÉTa** piac (külföldi értékpapírok, amik nincsenek a BÉT-re bevezetve, de lehet velük a BÉT rendszerében kereskedni)

Meg kell említeni még két új piaci szegmenst, amelyek a BÉT innovatív és a hazai tőkepiac fejlődését támogató kezdeményezéseinek a termékei.

2017-ben új kezdeményezést indított a BÉT, és a hivatalos tőzsdei kereskedés mellett otthont adott a kis-, és középvállalatoknak kialakított úgynevezett Xtend piacnak, ami egy multilaterális kereskedési platform (MTF).

Az Xtend részvénypiac mellett 2019-ben életre hívták az X-Bond (kötvény) piacot is, ami az MNB által indított Növekedési Kötvényprogramhoz kapcsolódik.

TŐZSDEI SZEREPLŐK

A tőzsdei szereplők között a Tőzsdén kívül - aki a kereskedési kereteket, szabályozást és infrastruktúrát biztosítja - további fontos résztvevőket azonosíthatunk.

BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÓK

A tőzsdei kereskedés sajátja, hogy abban közvetlenül nem mindenki vehet részt, csak arra speciális engedéllyel rendelkező közvetítők, ahogy a köznyelvben használjuk a brókerek, brókercégek.

Egy rövid definíció

Olyan a BÉT-en kereskedési joggal és felügyeleti engedéllyel rendelkező társaság (bank vagy brókercég), amelynek megbízást adhatunk tőzsdei ügyletek kötésére.

A tőzsdék működésének megkerülhetetlen szereplői a befektetési szolgáltatók. A tőkepiaci szabályozás és a tőzsdék szabályzatai határozzák meg, hogy milyen engedélyek birtokában és milyen feltételek teljesítése mellett végezhet valaki befektetési szolgáltatási tevékenységet. Ezekkel a keretekkel és szabályokkal a könyv 2. fejezetében lehet részletesebben megismerkedni.

A befektetési szolgáltatók szerepe

Mivel a kereskedésben a befektetők széles tömegei közvetlenül nem vehetnek részt, ahhoz, hogy a tőzsdén fektessünk be, mindenekelőtt szükségünk van egy befektetési szolgáltatóra (bankra vagy brókercégre).

Ők azok az intézmények, akik értékpapírszámlát vezetnek az ügyfelek részére (ezeken tartják nyilván az értékpapírokat), és végrehajtják a tőlük származó megbízásokat, mivel ők rendelkeznek kereskedési joggal a tőzsdéken.

A technikai fejlődés eredményeként a befektetési szolgáltatóval való kapcsolattartás, és ezáltal a tőzsdén való üzletelés jelentősen leegyszerűsödött, megbízásainkat nem kell feltétlenül személyesen leadnunk. Napjainkban már számos társaság nyújt úgynevezett online szolgáltatást (online brókerek), ahol a brókercég által üzemeltetett kereskedési felületről az ügyfelek által bevitt megbízások közvetlenül, emberi kéz érintése nélkül kerülnek be a tőzsdei kereskedési rendszerekbe.

A befektetési szolgáltatók által végezhető tevékenységeket törvények szabályozzák, Magyarországon a 2007. évi CXXXVIII. – Bszt.

A befektetési szolgáltatók a magyar szabályozás alapján az alábbi szolgáltatásokat nyújthatják az ügyfelek részére:

- **számlavezetés**

- **megbízás felvétele és továbbítása**

- **megbízás végrehajtása az ügyfél javára**

- **portfóliókezelés**

- **befektetési tanácsadás**

- **a fentiekhez kapcsolódó kiegészítő szolgáltatások (pl. letétkezelés, deviza-konverzió)**

Fontos kérdés, hogy ha tőzsdei kereskedésre adjuk a fejünket, akkor **HOGYAN VÁLASSZUNK BRÓKERCÉGET?**

Talán a legfontosabb szempont a **biztonság** – győződjünk meg arról, hogy a választott brókercég rendelkezik-e a megfelelő hatósági engedélyekkel. Magyarországon az engedélyezés a Magyar Nemzeti Bank kompetenciája és az MNB honlapján találhatunk információt az engedéllyel rendelkező cégekről. Továbbá itt azt is ellenőrizhetjük, hogy egy brókercég követett-e el valamilyen szabálytalanságot, részesült-e elmarasztalásban, bírságban.

A brókercégek honlapjain, az MNB által közzétett „céginformációk" (brókercégek pénzügyi beszámolói) alapján meggyőződhetünk a cég pénzügyi hátteréről, információt szerezhetünk a tulajdonosokról.

Tovább tudunk tájékozódni a tőzsde honlapján is, ahol megtalálható az egyes tőzsdei szekciókban kereskedési joggal rendelkező brókercégek listája, illetve statisztikák is rendelkezésre állnak az egyes brókercégek tőzsdei forgalmáról.

A biztonság mellett nem elhanyagolható az a szempont sem, hogy a brókercég milyen **költségeket** fog majd felszámolni a szolgáltatások után. Tartsuk szem előtt az örök igazságot – nem mindig a legolcsóbb a legjobb.

A befektetési szolgáltatók által alkalmazott díjak alapvetően négy fő csoportra oszthatók:

- **Számlavezetéshez kapcsolódó díjak:** Ebbe a csoportba tartoznak az ügyfélszámla, értékpapírszámla, értékpapír letéti számla és pénzforgalmi számla nyitásának egyszeri és vezetésének folyamatos díjai, valamint az ezekből készített kivonatok költsége.

- **Kereskedési megbízások díjai:** Aktívan kereskedő befektető számára ez a díjtétel lehet a legjelentősebb. A tőzsdén végrehajtott tranzakciók jutalékait a végrehajtott tranzakció árfolyamértékének százalékában szokás meghatározni, és általában ehhez kapcsolódik egy tranzakciónkénti minimum fix díjtétel.

- **Pénzforgalomhoz kapcsolódó díjak:** A befektetési tranzakciók lebonyolítása az ügyfélszámlán elhelyezett pénz felhasználásával történik. Az ügyfélszámlára történő pénztári befizetésekhez, az ügyfélszámláról történő pénztári kifizetésekhez, valamint az ügyfélszámláról történő átutaláshoz díjtétel tartozhat. Ne feledkezzünk meg arról, hogy az utalások esetén a választott bank is számíthat fel díjakat.

- **Értéktári szolgáltatásokhoz kapcsolódó díjak:** Az ügyfelek értékpapírjának elhelyezéséhez és számlán tartásához valamint mozgatásához is kapcsolódnak díjtételek. A legtöbb befektetési szolgáltató esetenként díj ellenében végzi az értékpapírral kapcsolatos teendőket, így külön költséggel vállalják a letétkezelést, a kamatok és az osztalék beszedését, vagy értékpapírok ügyfélszámlák közötti transzferálását.

Fontos szempont a brókercég kiválasztásánál a cég által nyújtott **szolgáltatások köre**.

A szolgáltatások köre az egyszerű végrehajtói (execution only), adminisztratív típusú szerződésektől az egészen komplex, tanácsadással és döntéstámogatással kiegészített csomagokig terjedhet.

A befektetési tanácsadó nélküli befektetés azoknak ideális, akik kellő piacismerettel rendelkeznek ahhoz, hogy szakértői segítség nélkül, önállóan kezeljék befektetésüket. Ekkor a brókercég vagy bank szerepe csak technikai, az ügyfél megbízásainak végrehajtására korlátozódik.

Ha a befektetési tanácsadást választjuk, már jelentős támogatást kapunk brókerünktől a megfelelő termékek és ügyletek megválasztásához. A hatályos tőkepiaci szabályozás – MIFID/MIFID II jelentős kötelezettségeket ír elő a brókercégeknek az ügyfelek tájékoztatása kapcsán.

Fontos megjegyezni, hogy a kapott információtól, befektetési tanácstól függetlenül **a befektetési döntést továbbra is a befektető hozza, így annak következményeit is viselnie kell.**

Lehetőségünk van arra is, ha a konkrét befektetési döntéseket szeretnénk szakemberre bízni, hogy portfóliókezelési szerződést kössünk. Ilyenkor a számunkra vonzó befektetési politikát kell kiválasztanunk (preferált értékpapírok, vállalt kockázat és elvárt hozam stb.), a konkrét eszközök kiválasztása már a portfóliókezelő feladata. A portfóliókezelők többsége sikerdíjas rendszerben dolgozik, vagyis bevétele függ a termelt hozamtól.

Fontos arra is figyelnünk, hogy befektetési szolgáltatónként eltérő lehet a nyújtott szolgáltatások, termékek köre. Vannak brókercégek ahol minden termékre van lehetőségünk kereskedni, és vannak cégek ahol valamilyen korlátozás van. Gyakori eset, hogy egy cég nem nyújt kereskedési lehetőséget például tőkeáttételes termékekben a kockázatok miatt.

TŐZSDEI KIBOCSÁTÓK

A kibocsátók azok, akik akár kötvény, akár részvény vagy más értékpapír formájában az elsődleges piacon kibocsátott/forgalomba hozott értékpapírjaikat bevezetik a tőzsdére az úgynevezett másodlagos piacra. Arról már korábban esett szó, hogy **miért is választja egy társaság a tőzsdei megjelenést** – a sok szempontból egyet azért kiemelek: **PÉNZÉRT !**

A tőzsdei megjelenésnek azonban „ára van”, a kibocsátók kötelesek folyamatosan tájékoztatni a piaci szereplőket. A tájékoztatási kötelezettségek körébe tartoznak az úgynevezett rendszeres és rendkívüli tájékoztatások. A rendszeres tájékoztatások általában negyedéves, vagy féléves jelentési kötelezettséget írnak elő a társaság időszaki teljesít-

ményéről. A rendkívüli tájékoztatások köre nehezen definiálható, de úgy szokás meghatározni, hogy minden olyan információt közzé kell tenni, ami az adott értékpapír árfolyamát befolyásolhatja.

A kibocsátóknak az is feladata még, hogy figyeljék a médiában megjelenő, velük kapcsolatos híreket és azokra szükség szerint (ha befolyásolhatja az árfolyamot) reagáljanak.

A kibocsátók a tőzsdei és befektetői kapcsolatok kezelésére kötelesek ezért a feladatért felelős személyt/szervezetet kinevezni, (ezt nevezzük Investor Realation területnek) és ezt az információt is nyilvánosságra hozni.

A kibocsátók közzétételeiket a BÉT esetében az MNB erre dedikált oldalán, a BÉT honlapján és a saját honlapjukon kötelesek nyilvánosságra hozni.

A tőzsdei kibocsátók a tájékoztatási kötelezettségek mellett éves forgalombantartási díjat is fizetnek a tőzsdének.

TŐZSDEI BEFEKTETŐK

Befektetők azok, akik a megtakarításokat – másokét, vagy a sajátjukat – a piacra viszik annak reményében, hogy a befektetett összeg majd hozamot termel nekik. A befektetőket több szempont szerint szokás csoportosítani, így beszélhetünk:

Intézményi befektetőkről:

Az intézményi befektetők alapvetően mások pénzét viszik a piacra, azzal a céllal, hogy megfelelő hozamot biztosítsanak a kezelt vagyonra. Fontos szereplői a piacoknak, hiszen jelentős mennyiségű pénz felett rendelkeznek, így a tőzsdei forgalom jelentős részét biztosítják. Általában hosszabb távon gondolkodnak és a tőzsde tartós mozgásait szeretik kihasználni.

Az intézményi befektetőknek nyilvánosságra kell hozniuk a befektetési politikájukat, valamint azt is, hogy miként tudnak megfelelni a kötelezettségeik (visszafizetések, kifizetések) teljesítésének.

Az intézményi befektetők körébe soroljuk:

- **Alapkezelők (befektetési alapok)**
- **Biztosítók, (életbiztosítás)**
- **Pénztárak (Önkéntes és Magán-nyugdíj)**
- **Hitelintézetek**
- **Befektetési vállalkozás**

Az intézményi befektetők a pénz- és tőkepiacon az alábbi alaptevékenységeket folytatják:

- megtakarításokat "gyűjtenek", főleg háztartásoktól,
- a forrásgyűjtés során különböző eszközcsoportokat (értékpapírokat, pénzpiaci eszközöket, ingatlanokat, devizát, származtatott termékeket, és árucikket) tartalmazó „csomagokat" kínálnak, azaz befektetési szolgáltatást nyújtanak,
- professzionális befektetőként tevékenykednek az elsődleges és másodlagos részvény- és kötvénypiacokon, külföldi tőzsdéken, a hitelpiacon és a derivatívák piacán.

Ennek megfelelően tőkepiaci közvetítőkként az alábbi funkciókat látják el:

- különböző eszközöket tartalmazó csomagok összeállításával, a különböző kockázati étvágyú befektetők igényeit szolgálják ki,
- megfelelő lejárati szerkezetet alakítanak ki a befektetőknek,
- diverzifikáción keresztüli kockázatcsökkentést eszközölnek („kockázat porlasztás"),
- a befektetésekhez kapcsolódó költségeket mérsékelik (pl.: szerződéskötés; információáramlás; tranzakciós költségek),
- jövőbeli kifizetésekre történő tartalékolást hajtanak végre.

Nézzük meg milyen alapokkal találkozhatunk:

A befektetési alapok egy előre meghirdetett célra (pl.: különböző külföldi részvények vásárlása) gyűjtenek tőkét (adnak el befektetési jegyeket).

Ez a cél határozza meg a befektetési alap típusát. A befektetési alapoknak két fő csoportja az ingatlan befektetési alap, - ez most könyvünk szempontjából kevésbé érdekes - és az értékpapír befektetési alap.

- Az **ingatlan befektetési** alap az összegyűlt vagyont ingatlanbefektetéseken keresztül gyarapítja, így a befektetés időtávja is hosszabb a beruházások volumenéből fakadóan.
- Az **értékpapír befektetési alap** ezzel szemben a vagyont különböző típusú, futamidejű és kamatozású értékpapírokba fekteti.
    - **Pénzpiaci alapok,** ezeken belül a likviditási alapok, amelyek főként bankbetéteket és rövid futamidejű állampapírokat vásárolnak valamint a hagyományos befektetési alapok, amelyek általában egy éves futamidejű államkötvényeket tartanak a portfóliójukban.
    - **Kötvényalapoknak** nevezik az elsősorban hitelpapírokba – államkötvényekbe és vállalati kötvényekbe – fektető alapokat. Különbséget az alapján lehet tenni közöttük, hogy inkább rövid vagy hosszú futamidejű értékpapírokat tartalmaz a portfóliójuk.

- **A részvényalapok** elsősorban részvénykitettséggel rendelkeznek. A részvényalap kockázatosságára utal, hogy átlagosan milyen mértékben tart részvényeket a teljes vagyonához képest: ha "csak jelentősen", akkor részvénytúlsúlyos alapnak nevezik, ha teljes mértékben, akkor tiszta részvényalapnak nevezzük.

- **A vegyes alapok** különböző mértékben tartanak részvényeket és kötvényeket, pénzpiaci befektetéseket. A vegyes alapokon belül megkülönböztethetünk:

- óvatos (konzervatív),

- kiegyensúlyozott,

- dinamikus alapokat,

melyek rendre növekvő kockázatot testesítenek meg a különböző eszközösszetételen keresztül.

- **A speciális alapok** valamilyen egyedi célú konstrukció mentén jönnek létre: vagy garantált alapok, amelyek a befektetett tőke megóvására garanciát vállalnak, vagy épp ellenkezőleg, kifejezetten nagy kockázatú, pl. származtatott ügyleteket hajtanak végre.

Az alapok csoportosítása során meg kell még említeni, hogy az alapok lehetnek **nyílt vagy zártvégű alapok.**

A nyíltvégű befektetési alapok befektetési jegyeit az alapkezelő folyamatosan hozza forgalomba, illetve folyamatosan vissza is vásárolja azokat, így ha a befektető hozzá szeretne férni megtakarításához, az alapkezelő köteles a jegyeket a közzétett árfolyamon visszavásárolni. A befektetési jegyek vétele és eladása a letétkezelő által naponta kiszámított árfolyamon történik, azaz egy munkanap ugyanazon az árfolyamon lehet befektetési jegyet venni és eladni. Az alap árfolyama a benne található eszközöktől, így befektetési politikától, a portfólió összetételétől és az alapkezelő ügyességétől függ, az aktuális piaci körülményeknek megfelelően.

A nyíltvégű befektetési alapok befektetési jegyei általában 1 Ft névértékűek, ami lehetővé teszi bármekkora összeg befektetését és tetszés szerinti összeg felvételét. Így bármilyen kis befektetés az első perctől az utolsóig "dolgozik".

A zártvégű befektetési jegyeket előre meghatározott futamidőre (1-5 évre) bocsátják ki. A zártvégű befektetési alapok befektetési jegyeit az alapkezelő a futamidő alatt nem váltja vissza, és a jegyzési idő lezárta után, új befektetési jegyeket sem hoz forgalomba. **A befektetők a futamidő lejártakor jutnak csak befektetésükhöz.**

Magánbefektetőkről:

A magánszemélyek, magánbefektetők is több szerepben jelenhetnek meg a tőzsdéken. Vannak akik tartós, hosszútávú befektetéseket eszközölnek, akár évekig tartanak egy-egy értékpapírt a portfóliójukban és bíznak abban, hogy az árfolyamok emelkednek. Vannak akik az osztalékfizető papírokban hisznek és befektetéseikben azokat a társaságokat

preferálják, akik rendszeresen, értékelhető nagyságú hozamot biztosító osztalék kifizetését nyújtják a befektetőiknek.

A BÉT-en az elmúlt években 15-20 kibocsátó fizetett osztalékot és az osztalékhozam 1,75 – 7,5 % között alakult, vagyis a piacon elérhető egyéb, pl. állampapír befektetésekhez képest is értékelhető hozamot biztosítva. (Az osztalékhozamot az osztalékfizetés napján érvényes ár és a fizetett osztalék arányában szokás meghatározni.)

MNB – FELÜGYELET

A tőzsdék világa az egyik legszabályozottabb piacot jelenti mindenhol a világon. Törvények, tőzsdei szabályzatok biztosítják az átlátható kereskedelmet, amik kiterjednek a piac minden szereplőjére és résztvevőjére, beleértve a magánbefektetőket, az ügyletkötéseket és az információk felhasználását.

Magyarországon a szabályozás alapja a Tőkepiacról szóló 2001 évi CXX. törvény és a felügyeletet a jegybanktörvény alapján a Magyar Nemzeti Bank látja el, garantálja.

Az alábbi rész kivonat az MNB honlapján található vonatkozó információkból:

AZ MNB FELÜGYELETI ÉS FOGYASZTÓVÉDELMI MANDÁTUMA:

„A Magyar Nemzeti Bank (MNB) a jegybanktörvény alapján folyamatos felügyeletet gyakorol a pénzügyi ágazati törvények hatálya alá tartozó szervezetek és személyek felett.

Ennek keretében a prudenciális, azaz az üzleti megbízhatóságot vizsgáló felügyelés, valamint a piacfelügyelés és a fogyasztóvédelem eszközeivel – helyszínen kívül és helyszínen is – ***figyelemmel kíséri a pénz- és tőkepiaci intézmények, pénztárak, biztosítók, s a pénzügyi infrastruktúrát alkotó intézmények (szabályozott piac, elszámolóház, központi értéktár) tevékenységét, szükség esetén pedig intézkedéseket hoz.***

A felügyelés célja a kockázatok időben történő felismerése és megfelelő kezelése, elkerülendő, hogy azok veszélyeztessék a rendszer stabilitását és a pénzügyi közvetítő rendszerbe vetett bizalmat. A folyamatos felügyelés során nyert információkat az MNB beépíti a kockázatértékelésbe. A kockázat- és intézményértékelés adatai meghatározzák az adott pénzügyi intézmény felügyeleti kezelésének módját és intenzitását, illetve a további vizsgálatok ütemezését és azok fókuszpontjait.

Az MNB ellenőrzi a pénzügyi intézmények a ***pénzmosás és terrorizmus finanszírozásának megelőzésével*** *és megakadályozásával kapcsolatos tevékenységét, s informatikai felügyelést is végez. Ha azonnali intézkedés szükséges, cél- vagy témavizsgálatokat folytat le.*

A jegybank elkötelezett a pénzügyi ***fogyasztóvédelem****, illetve a jogosulatlan, engedély vagy bejelentés nélküli pénzügyi szolgáltatók kiszűrésére hivatott piacfelügyelés területén is. Az MNB fellép pénzügyi szolgáltatásokat igénybevevő fogyasztók jogai érdekében, a szolgáltatókat felelős, tisztességes magatartás irányába tereli. A fogyasztók számára hátrányos jelenségeket a lehető leggyorsabban azonosítja, és azok okainak feltárására,*

megszüntetésére koncentrál, ezáltal is megelőzve azok ismételt kialakulását. Az MNB fogyasztóvédelmi vizsgálatai során a fogyasztók széles körét érintő, rendszerszintű fogyasztóvédelmi rendellenességeket helyezi a figyelem központjába.

Az MNB mellett működő ***Pénzügyi Békéltető Testület (PBT)*** *szakmailag független, alternatív vitarendezési fórum. A PBT a bírósági eljárásoknál gyorsabb és olcsóbb megoldást nyújt a fogyasztók és a velük szerződéses kapcsolatban álló pénzügyi szolgáltató közötti anyagi, polgári eljárást igénylő jogvitákban."*

Az MNB ellátja a felügyeleti, engedélyezési és piacfelügyeleti funkciókat.

Ez utóbbi keretében az MNB honlapján található információk szerint:

„Az MNB piacfelügyeleti tevékenysége révén kiszűri a piacon felbukkanó jogosulatlan szolgáltatókat és személyeket, gondoskodva ezáltal az ügyfelek védelméről és szavatolva a pénzügyi stabilitást, a legális piaci szereplők biztonságos működését.

A piacfelügyeleti szakterület biztosítja a tőkepiac jogszabályok szerinti működését, integritását, előmozdítja a tőkepiacba vetett bizalom fenntartását.

A tőzsdei tranzakciók monitoringján túl felügyeli a kibocsátókat, engedélyezi az általuk nyilvánosan forgalomba hozott értékpapírokat, felügyeli továbbá a befektetési vállalkozásokat, befektetési alapokat, valamint fellép az engedély nélkül vagy bejelentés hiányában tevékenységet végző társaságokkal szemben. Fő célja –a tőkepiac tisztaságának biztosítása által - a befektetők jogszabályok szerinti védelme."

Az MNB szabályozói szerepéről, valamint ehhez kapcsolódóan a pénz és tőkepiaci szabályozás rendszeréről a könyv 4-es moduljában esik majd szó részletesen.

BEVA

A hazai tőkepiac viszonylag ritkán említett, de annál fontosabb szereplője a BEVA vagy Befektető Védelmi Alap, ami 1997-ben kezdte meg működését.

A BEVA az a szervezet, amely végső esetben helytáll a csődbe ment, felszámolás alatt álló befektetési szolgáltató helyett, azok esetében, akik tagjai a szervezetnek. Fontos, hogy az engedéllyel rendelkező befektetési szolgáltatóknak kötelező a BEVA tagság.

A BEVA által kifizethető kártalanítási összeg 100.000 EUR (kb. 33 millió Ft).

A BEVA vagyonának – a kártalanításra fordítható összeg - fő forrását a tagok befizetései jelentik. A tagok egyszeri csatlakozási díjat, és évente éves díjat fizetnek a BEVA -nak.

Amennyiben a rendelkezésre álló összeg a kártalanításra nem lenne elegendő, a BEVA igazgatósága rendkívüli befizetést rendelhet el tagjai terhére, illetve hitelfelvételről dönthet.

ADAT VENDOROK

Ahhoz, hogy a tőzsdén eredményesen kereskedhessünk, információra – sok információra van szükségünk. Ezeket az információkat az internet korában már számtalan forrásból tudjuk beszerezni.

A nagy hírügynökségek működésének kezdeti szakaszában a lovasfutárok, „fénytávíró" mellett még postagalambokat is alkalmaztak a hírek minél gyorsabb továbbítása érdekében.

A tőzsdei hírek, de legfőképpen a tőzsdei árfolyamok, kereskedési adatok eljuttatása a befektetőkhöz szinte minden tőzsde esetében egy nagyon fontos és jelentős jövedelmet biztosító szolgáltatás. Statisztikák szerint a tőzsdék bevételének 30-40%-a származik a kereskedési adatok és főleg a valós idejű (real time) adatok értékesítéséből. A tőzsdék díjszabásai általában jogdíjat, fix csatlakozási díjat és havi forgalmi díjat (felhasználószám utáni) tartalmaznak.

Szinte minden tőzsde ingyenesen biztosítja a késleltetett – általában 15 perccel késleltetett – és a nap végi adatokat, valamint a tőzsdei indexeket.

A tőzsdék ezeket az adatokat arra szakosodott, hivatalos adatszolgáltatókon (vendorok, disztribútorokon keresztül juttatják el a felhasználókhoz/végfelhasználókhoz, legyenek azok intézményi vagy magánbefektetők, elemzők, újságok, internetes portálok stb. Ezek a közvetítő csatornák a tőzsdének fizetett díjakat igyekeznek a végfelhasználóktól beszedni és szerződéses és díjfizetéses alapon nyújtani a szolgáltatásaikat.

A tőzsdék így a BÉT is szerződést köt a vendorokkal és ennek alapján a vendorok szerződnek tovább a felhasználókkal. Bevett gyakorlat például, hogy a brókercégek a vendor előfizetéseken keresztül látják el információval az ügyfeleiket. A piacon lévő online kereskedési lehetőséget nyújtó brókercégek pedig különböző csomagokban építik be a valósidejű adatokat a kereskedési rendszerekbe. Ennek megfelelően például lehet kereskedni a mindenkori legjobb ajánlati árszintek (best bid-ask) alapján vagy a piac mélységét jobban mutató legjobb 5 -10 – 20 ársáv/ajánlatok ismeretében.

A tőzsdei vendorok köre meglehetősen tág – tartalmazza a legnagyobb hírügynökségeket, elemző cégeket, nagy befektetési bankokat és természetesen az on line kereskedési szolgáltatásokat nyújtó brókercégek közül is jó néhányat.

A mindenkori vendorok listája elérhető a tőzsdék, így a BÉT honlapján is, csak ízelítőként néhány név az éppen aktuális listából:

- Bloomberg
- Thomson Reuters
- Dow Jones
- Portfolió Teletrader
- RND Solutions

ELSZÁMOLÓHÁZ

A könyv egy további fejezete majd részletesen foglalkozik az elszámolóházzal és a tőzsdén kötött üzletek elszámolásával. Ezzel együtt a tőzsdei szereplők bemutatása kapcsán álljon itt egy rövid definíció az elszámolóházról, Magyarországon a KELER vagy KELER csoport néven ismert szervezetről.

Magyarországon az **elszámolóház** a tőzsdén és tőzsdén kívül megkötött pénz- és tőkepiaci ügyletek elszámolásához és teljesítéséhez kapcsolódó szolgáltatásokat végző **szakosított hitelintézet**.

A KELER **elszámolóházként** lebonyolítja a tőzsdén kötött ügyletek teljesítését, **továbbá központi értéktárként keletkezte**ti a Magyarországon kibocsátott **értékpapírokat** és **vezeti a központi értékpapírszámlákat**. A KELER KSZF pedig garanciát vállal a tőzsdei ügyletek teljesítésére.

Az elszámolóház ügyfeleitől a szabályzatában rögzített módon és mértékben pénzügyi biztosítékot követel meg. Az ügyfelek elszámolóháznál, illetve központi értéktárnál (KELER Zrt.) nyilvántartott saját tulajdonú pénzügyi eszközei óvadékul szolgálnak az általuk kötött ügyletek teljesítéséhez.

A TŐZSDEI KERESKEDÉS FORMÁI

A tőzsdei szereplők bemutatása után térjünk át egy jóval izgalmasabb és sok szempontból kézzelfoghatóbb témára a tőzsdei kereskedés formáira.

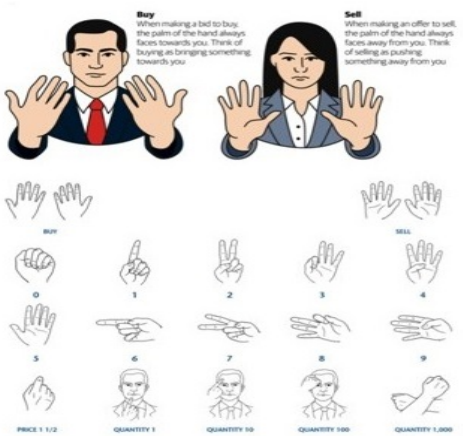
A tőzsdék létrejötte idején – adódóan a technikai fejlettség szintjéből – csak úgynevezett **„nyílt kikiáltásos”** (hangos szóval tett ajánlatok) kereskedés működött.

A tőzsde történelmekből kiolvasható, hogy a kezdeti időkben még tőzsdeépület, tőzsdeterem sem volt, például a New York-i „tőzsde” alapítása környékén a brókerek egy kávéházban kötötték meg az üzleteket. De hasonlóan alakult a londoni tőzsde története is, az első hivatalos „tőzsde” épület csak jóval az alapítás után került kialakításra, addig Londonban is egy kávéház adott otthont a kereskedésnek.

A technika fejlődésével az 1990-es évektől egyre több helyen váltottak a tőzsdék az elektronikus kereskedés rendszerekre, véget vetve ezzel a hagyományos tőzsdetermi kereskedésnek.

NYÍLT KIKIÁLTÁSOS KERESKEDÉS

Az 1990-es évekig szinte egyeduralkodó volt a tőzsdéken a nyílt kikiáltásos kereskedési forma. **Az alkuszok (tőzsdetermi üzletkötők) hangos szóval tették meg ajánlataikat és fogadták el azokat, vagyis így kötötték meg az üzleteket a tőzsdeteremben.** Sok esetben – különösen a kiemelkedően nagy forgalmú tőzsdéken és termékekben – a nyílt kikiáltás mellett speciális kézjelekkel is segítették az üzletkötések létrejöttét. Csak ízelítőként a kifelé fordított tenyér az eladási szándékot a test felé fordított tenyér a vételi szándékot jelezte, az ujjak száma pedig a mennyiséget, és a teljesítési hónapokat is kézjelekkel mutatták.



A tőzsdei kereskedés során használt kézjelek

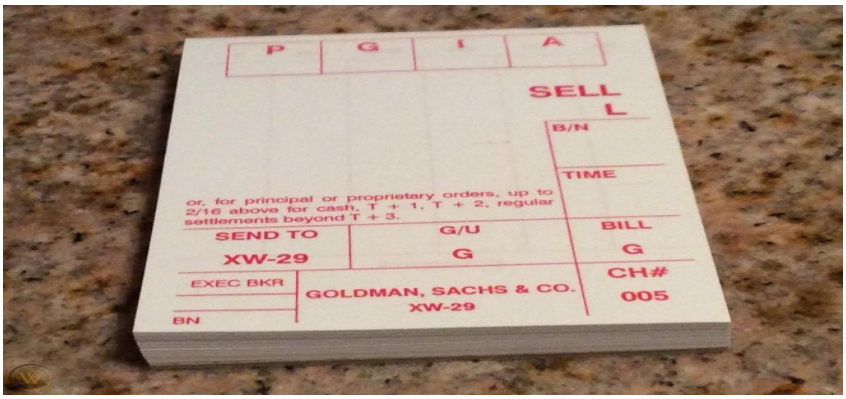
A nyílt kikiáltásos kereskedelem a tőzsdeteremben, hívják parkettnek is, és annak az egyes termékek kereskedésére kijelölt helyén, angol szóval „pit”-nek nevezett helyen került sor. A pit-ek legtöbbször kör vagy nyolcszögletű a tőzsdeterem padlójába süllyesztett vagy abból kiemelkedő részek voltak, ahol esetenként akár százas nagyságrendben álltak az alkuszok és a külső, tapasztalatlan szemlélőnek felfoghatatlan és érthetetlen kiabálással tették meg az ajánlatokat és kötötték az üzleteket. (megjegyzem, hogy bár úgy tűnik, hogy káosz uralkodik a parketten, a megbízások 95-98%-os biztonsággal kerültek megkötésre, minimális volt a tévedés)

A fent leírtak szemléltetésére álljon itt egy fotó a New York-i tőzsde egyik „pit”-jéről.

Pit a New York-i tőzsde tőzsdetermében; forrás: Wall Street Journal

A legtöbb tőzsdén a brókercégek alkalmazottai színes, cégük színeit és emblémáit megjelenítő kabátokat és azon számazonosítókat hordtak, ami segítette a megkülönböztetésüket, azonosításukat.

A megkötött üzletek rögzítésére egy formanyomtatványt ún. „dealing slip”-et töltöttek ki, amin rögzítésre kerültek az üzletek fő adatai az eladott vagy vett mennyiség, az ár, az üzletkötés partnere. A kereskedési nap során és a végén ezek a „slipek” segítették a napi forgalom regisztrálását és az elszámolásra történő előkészítését.



Eladási megbízáshoz használt "slip"; Forrás: Worthpoint

A nyílt kikiáltásos kereskedésben a pitben „harcoló” üzletkötők mellett még számos szereplő jelent meg. Ilyen volt pl. a „runner” vagy futó, aki a pit és az adott brókercég tőzsdetermi helye/boksza, angol szóval „boot” között szállította az információt, vagyis a megbízásokat és a teljesült megbízásokról a „visszaigazolást”. A „bootban” az adott cég emberei telefonokon kommunikáltak a városi irodáikkal, fogadták a megbízásokat, visszaigazolták a teljesítéseket és információt adtak a piac hangulatáról, az érzékelhető vételi vagy eladási erőről és sok esetben az egyes szereplők/brókercégek aktivitásáról is.

A kereskedők mellett természetesen jelentős tőzsdei személyzet is szorgoskodott egy-egy kereskedési nap során. Kiemelt jelentősége volt az ún. levezetőknek, akik a kereskedés szabályosságát is felügyelték és a vitás esetekben döntéseket is hoztak. Munkájukat a technika fejlődésével egyre kifinomultabb eszközök segítették, mint pl. a video-, és hangrögzítés.

Fontos szereplők voltak a ”rögzítők”, akik az aktuális ajánlatokat és a kötéseket számítógépeken rögzítették, amik ezt követően a tőzsde majd az ún. vendorok (adat-értékesítők) rendszereibe kerültek – vagyis ezzel történt meg a világ tájékoztatása a tőzsdei eseményekről.

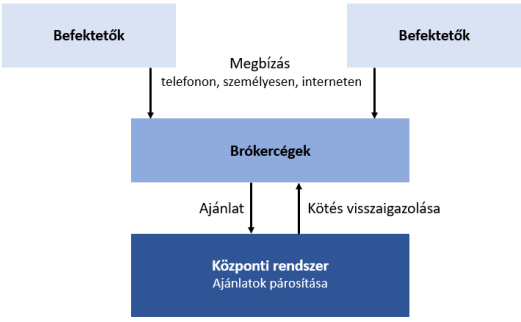
Természetesen a technika fejlődésével a nyílt kikiáltás is fejlődött és egyre modernebb eszközök támogatták a kereskedést és az abban résztvevőket. Így például a sokak számára az éttermi rendelésekből (pincér és konyha közötti kommunikáció) ismert PDA készülékek ideális segítők voltak a boot és a pit közötti kommunikáció megvalósítására, gyorsabbá és pontosabbá tételére.

Ez a technikai fejlődés vezetett át a világ számos tőzsdéjén a hagyományos nyílt kikiáltásos kereskedésről az elektronikus kereskedés világába.

ELEKTRONIKUS KERESKEDÉS

A technika fejlődésével megteremtődött a lehetősége annak, hogy a nyílt kikiáltásos kereskedést felváltsa az elektronikus kereskedés. Ahogy a BÉT-en, úgy a világ több tőzsdéjén is, volt ahol több lépcsőben, a nyílt kikiáltás és az elektronikus támogatás átmeneti együttélésével zajlott le ez a folyamat, de volt ahol „nagy ugrás” volt és közvetlenül tértek át az új megoldásra.

Az alábbi sematikus ábra jól mutatja az elektronikus kereskedés felépítését és szereplőit:



A befektetők telefonon, személyesen vagy interneten adják megbízásaikat a brókereknek, akik a tőzsdei kereskedési rendszer „termináljain" viszik be az ajánlatokat és azok a tőzsde központi rendszerében teljesülnek. A központi ajánlati könyvben sorakozó ajánlatok közül, amit lehet, a rendszer párosít és a megkötött üzletről azonnal visszaigazolást juttat el az ügyletben érintett brókercégekhez, akik ennek alapján tudják értesíteni az ügyfeleket.

Nap végén a megkötött ügyletek elektronikus csatornán kerülnek átadásra az elszámolóházba, hogy megvalósulhasson az üzletek elszámolása és a vevők számláin megjelenhessenek a vásárolt értékpapírok, az eladók pénzszámláin pedig megtörténjen a vételár jóváírása.

A kereskedési rendszer valós időben szolgáltat adatot a vendoroknak az ajánlatokról/ajánlati könyvről, a valós időben számolt indexértékekről, és nap végén a záróárakról.

A BÉT-en 1998-ban történt meg a váltás és az addigi nyílt kikiáltásos kereskedésről áttértek az elektronikus távkereskedésre. Üzembe állt az MMTS (Multi Market Trading System) ami a tőzsdei részvény és állampapír piacot szolgálta ki. Nem sokkal később – 1999-ben a derivatív kereskedést kiszolgáló rendszer az MMTS II is bevezetésre került, és ezzel kiürült a tőzsdeterem, eltűntek a brókerek a parkettről és az érdeklődő befektetők a tőzsdeterem melletti látogatói térből.

Az elektronikus kereskedésre történő átállás csökkentette a költségeket és hatékonyabb, gyorsabb kereskedést tett lehetővé.

TŐZSDEI ELSZÁMOLÁS, ELSZÁMOLÓHÁZ

BEVEZETÉS

A tőkepiaci infrastruktúra ritkán említett, sokszor elhanyagolt eleme az elszámolóház, ami nélkül sokkal kevésbé lenne biztonságos a tőkepiacok működése.

Az elszámolások biztonságának növelésére alakultak ki az elszámolási rendszerek és az elszámolóházak.

Ha kötünk egy értékpapír üzletet akkor, ha abban eladóként vettünk részt, szeretnénk megkapni az eladott értékpapír ellenértékét jelentő pénzt. Ha egy ilyen tranzakcióban vevő oldalon vagyunk, akkor az elvárásunk az, hogy a tranzakció tárgyát jelentő értékpapírhoz jussunk, hogy gyakorolni tudjuk majd a hozzá kapcsolódó jogokat (pl. szavazat, osztalék). Ha nem létezne a tőkepiaci infrastruktúra, vagy nem kívánnánk azzal élni, akkor két magánszemély, vagy cég közötti tranzakcióról beszélhetünk, ahol nekünk magunknak kell szervezni, megoldani a pénz-, és értékpapír cseréjét, vállalva annak minden kockázatát. Manapság a fejlett tőkepiaci infrastruktúrák és szabályozás mellett erre jóformán már nincs is reális lehetőségünk – gondoljunk csak arra, hogy az értékpapírok már nem is léteznek fizikai (nyomtatott) formában, csak dematerializált - elektronikus jelként.

A tőzsdei ügyletek esetében például az adott tőzsdének biztos, hogy van, vagy saját részlege, vagy szerződött partnere a tőzsdei tranzakciók elszámolására. Ahogy a tőzsdei kereskedésben sem mi magunk veszünk részt, hanem közvetítőt (befektetési szolgáltatót, brókert) veszünk igénybe, úgy az elszámolások bonyolítására is közvetítőkön úgynevezett klíringtagokon keresztül kerül sor, akiknek a körét az elszámolóház szabályrendszere határozza meg. Érdemes már itt felhívni arra figyelmet, hogy nem szükségszerű, hogy minden bróker klíringtag is legyen egyben. A nagy nemzetközi tőzsdék esetében gyakran jelennek meg az elszámolási szolgáltatásokra szakosodott szervezetek, cégek, akik felvállalják – persze pénzért és szerződéses alapon – azoknak a brókereknek az elszámolásait, akik vagy nem akarnak közvetlen tagjai lenni az elszámolási rendszernek, vagy nem tudnak megfelelni az adott elszámolóház követelményeinek.

Az évek, évtizedek során országonként és piaconként meglehetősen eltérő struktúrák, működési módok alakultak ki az elszámolások területén. Ma is találunk olyan megoldásokat, ahol nem független intézmény, hanem a tőzsde maga biztosítja az elszámolási szolgáltatásokat. Így volt ez például a Budapesti Értéktőzsde esetében is, ahol a tőzsde alapításától egészen 1993. őszéig a BÉT egy részlege végezte a tőzsdei üzletek elszámolását.

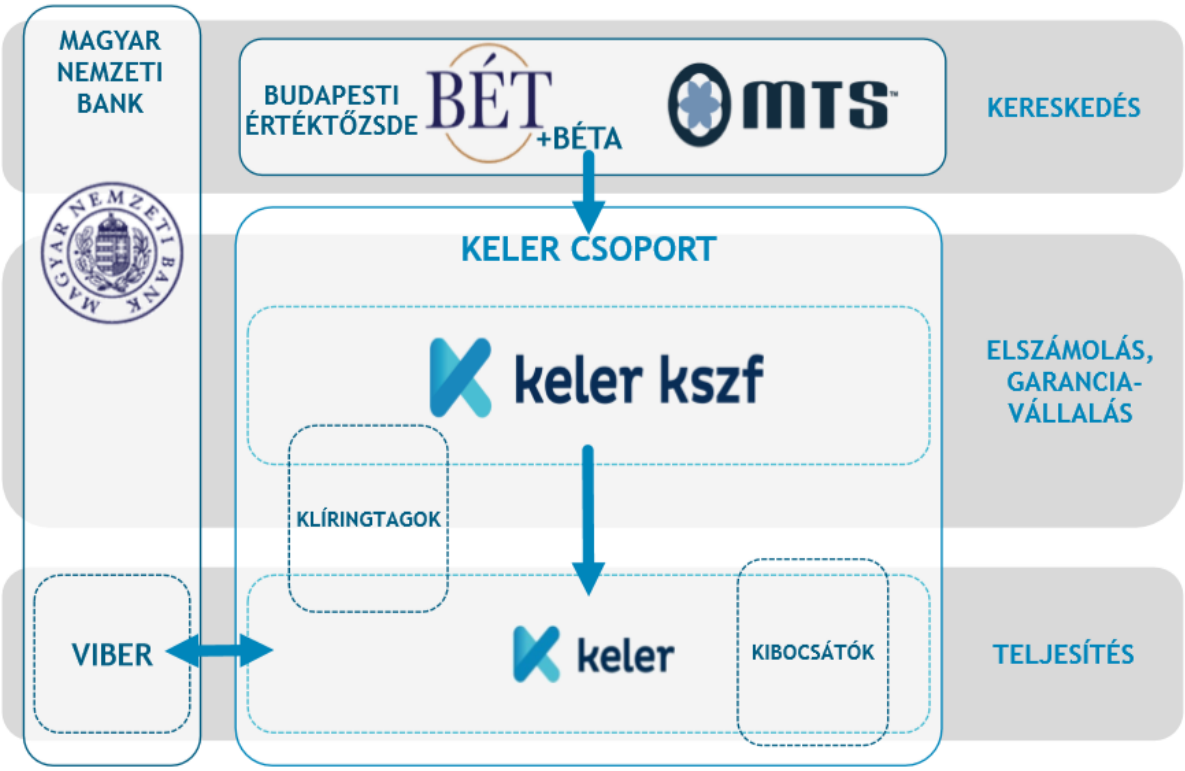
Specializáció is kialakult számos esetben, így jöttek létre például az árupiaci, határidős üzleteket elszámoló, vagy az egy-egy opciós piacot elszámoló „kliringházak", mint például az 1973-ban alapított chicagói Option Clearing Corporation (OCC), ami a világ legnagyobb derivatív részvényelszámolási és az elszámolásokat garantáló intézménye napjainkban.

Magyarországon a tőkepiac 1990. utáni történetében a KELER, majd a KELER csoport (KELER + KELER KSZF) tölt be meghatározó szerepet az elszámolások és az értéktári tevékenység végzése kapcsán.

A KELER csoport példáján keresztül kerül bemutatásra az elszámolási és garanciavállalási rendszer működése, mivel nemzetközi összehasonlításban is alkalmas ez a példa arra, hogy az elszámolások lényegét megismerhessük ezen keresztül.

TŐKEPIACI INFRASTRUKTÚRA AZ ELSZÁMOLÓHÁZ SZEMPONTJÁBÓL

Az alábbi ábra mutatja be a magyar tőkepiaci infrastruktúrát és abban az elszámolóház és értéktár, valamint az elszámolt üzletek teljesítésért garanciát vállaló szervezet (KSzF – Központi Szerződő Fél) helyét.



forrás: KELER

1. ábra: kereskedés utáni infrastruktúra

De tekintsük át gyorsan az ábrát és tisztázzuk, hogy milyen szereplőkkel találkozhatunk ebben az „infrastruktúrában" és milyen tevékenységek, szolgáltatások jelennek meg.

KERESKEDÉS - PIACOK

Az elszámolóház által elszámolt piacokat jelenti, elsősorban a Budapesti Értéktőzsdét, de a KELER ezen túl még számos – főleg energia tőzsdéknek és piacoknak nyújt szolgáltatásokat, többek között a román árutőzsde földgázügyleteit is itt számolják el. 2019. őszétől pedig az új kazah értéktőzsde, az Astana International Exchange (AIX) is a KELER partnerévé vált.

Ahogy azt a bevezetőben is írtuk, az elszámolóházaknak sok változata létezik, amit alapvetően az elszámolt piacok határoznak meg. Jellemző volt, hogy például az egyes

árupiacoknak önálló elszámolóháza volt, de az elmúlt évtizedekben már jelentős koncentráció volt megfigyelhető ezen a területen és egyre több olyan elszámolóház jött létre, ami több terméket, piacot számol el.

KELER CSOPORT (KELER és KELER KSzF)

A megszokott definíciók helyett álljon itt a „Wikipédia" meghatározása a KELER csoportról: A KELER Központi Értéktár Zrt. a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (a továbbiakban: Tpt.), valamint a Hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvény alapján működő elszámolóház:

A KELER Zrt. vezeti a magyarországi brókercégek pénz-, és értékpapír-számláit a multilaterális nettósítás elvén. Az elszámolási idő részvényenként öt (T+5), állampapíroknál két (T+2) nap. (T=tranzakció) A tőzsdei – azonnali és származékos – ügyletekkor a KELER KSZF Központi Szerződő Fél Zrt., mint központi szerződő fél (Central Counterparty, CCP) az ügyletbe belépve átvállalja a felek nemteljesítéséből adódó potenciális kockázatokat és mindkét féllel szemben garantálja a tőzsdei ügylet teljesítését.

Ezeken felül a cég a központi értéktári funkciót is ellátja; így a KELER Zrt. végzi a központi értékpapír-nyilvántartást, a központi értékpapír-számlavezetést. Ezeken felül a KELER Zrt. végzi az értékpapír-kód (ISIN kód) kiadásokat, valamint a külföldön kibocsátott értékpapírról külföldi, vagy belföldi forgalmazás céljára szolgáló okirat kiállítását.

A cég a magyar pénz-, és tőkepiaci infrastruktúra működésének kulcsfontosságú intézménye. A Magyar Nemzeti Bank többségi, a Budapesti Értéktőzsde Zrt. kisebbségi tulajdonában van. Stratégiai fontossága miatt a jegybanktörvényben az MNB alapvető feladatai között szerepel a KELER Zrt. folyamatos „felvigyázása" a rendszer zavartalan működése érdekében.

Fontos pontosítani, hogy a Wikipédia definíciójában szereplő T+5 elszámolási ciklus, mára már jelentősen lerövidült és a részvénypiacon T+2 az elszámolási idő.

A KELER és a KELER KSZF fő tevékenységeit az alábbi táblázat foglalja össze:

forrás: Magyar Bankszövetség honlapja:

KELER	KELER KSZF
Kibocsátói szolgáltatások **Értéktári és értékpapírszámla-vezetési szolgáltatások** **Letétkezelés** **Befektetési jegyek (WARP)** **Hitelintézeti szolgáltatások** **Treasury szolgáltatások** **Kódkiadás** **Piaci jelentések (TR)**	**Klíringszolgáltatás** **Klíringtagi rendszer működtetése** **Központi szerződő fél szolgáltatás** **Kockázatkezelés** **Garanciavállalás** **Garanciarendszer működtetése**

Tágabb értelemben az elszámolási rendszerek – legyenek azok pénzforgalmi, értékpapír piaci, árutőzsdei stb. – tagjait nevezzük klíringtagoknak. Az elszámolási rendszer működtetője, az elszámolási rendszerben garanciát vállaló szereplő határozza meg a tagsági feltételeket. A tagsági rendszer a védelem és kockázatkezelés első vonala, ami nemcsak a garantőrt, hanem az egész elszámolási rendszer biztonságát szolgálja.

Az alábbiakban a KELER KSZF klíringtagi rendszeréről adunk rövid ismertetőt.

A KELER KSZF központi szerződő félként kizárólag a vele szerződéses jogviszonyban álló klíringtagok és energiapiaci alklíringtagok részére végez elszámolási és garanciavállalási szolgáltatást.

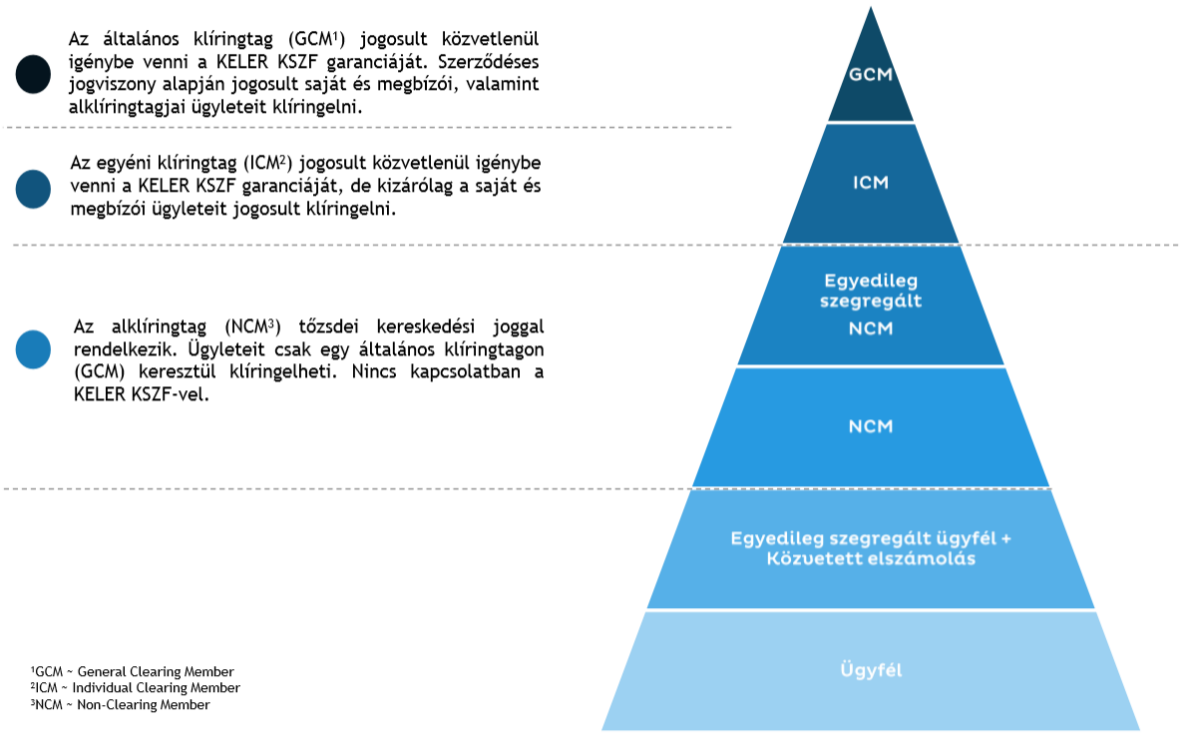
A klíringtagsági rendszer szereplői:

- általános klíringtag – aki magának és szerződött partnernek klíringel
- egyéni klíringtag – csak magának és saját ügyfeleinek klíringel
- egyedileg szegregált ügyfél (alklíringtag, megbízó)
- alklíringtag – nem közvetlen klíringtag, egy általános klíringtagon keresztül dolgozik
- megbízó – nem közvetlen résztvevője a rendszernek
- settlement agent (teljesítési megbízott)
- tartalék klíringtag
- gázpiaci klíringtag
- energiapiaci alklíringtag

A kockázatkezelési rendszer elsődleges védelmi vonalát maguk a klíringtagsági rendszer szereplői jelentik, ezért a tagsági kritériumrendszert a tagok és a piaci szegmens kockázatai határozzák meg, így függ a klíringtagság típusától és az érintett piac egyedi kockázataitól. A feltételrendszer kialakítása során a KELER KSZF az azonos kockázati profilú piacokon azonos feltételeket támaszt a résztvevőkkel szemben.

A klíringtagsági rendszerben történő részvétel alapvető előfeltétele a szükséges felügyeleti engedély megléte, valamint az előírt tőkekövetelmény teljesítése és annak ellenőrizhetősége.

A klíringtagsági rendszer szereplői a tagsági feltételek teljesítését követően szerezhetnek klíringjogot az elszámolásban való részvételre, melynek során az előírt fedezetképzési, biztosítékadási, és a teljesítési kötelezettségeiknek folyamatosan megfelelnek.



forrás: KELER

2. ábra: A többszintű klíringtagsági rendszer

KIBOCSÁTÓK

Az értékpapírok területén a KELER szempontjából meghatározó partnerek az értékpapírok kibocsátói, legyen szó állampapírokról, részvényekről vagy akár vállalati kötvényekről. A KELER mint központi értéktár nemcsak a tőzsdei, hanem minden, akár fizikai formában kibocsátott értékpapírral kapcsolatba kerül.

MNB

Az MNB a KELER esetében több szempontból is fontos szereplő. Egyrészt közvetlenül is tulajdonos, de a BÉT-en keresztül közvetett tulajdonnal is rendelkezik a KELER csoportban. A tőkepiac többi szereplőjéhez hasonlóan a KELER esetében is az MNB látja el a felügyeleti feladatokat. Ahogy az a fizetési rendszerek bemutatása kapcsán is kiderül, a magyarországi pénzforgalmi rendszer, melynek működtetését az MNB végzi, szoros üzleti/szolgáltatói kapcsolatban is áll a KELER-el.

FIZETÉSI RENDSZEREK – GIRO, VIBER

GIRO

Leegyszerűsítve a GIRO (Bankközi Klíring Rendszer) a bankok, hitelintézetek közötti átutalások - általában nagy számú, de kis összegű – lebonyolítását végzi. Ez a rend-

szer és szolgáltatás a gazdaság működése szempontjából nélkülözhetetlen és alapkövetelmény, hogy 100%-os biztonsággal, kimaradás nélkül működjön.

Magyarországon a GIRO két szolgáltatást működtet, az ún. IG-1-et, amelynek keretében a bankok közötti elszámolások éjszaka történnek meg.

A másik üzemmód az IG-2, ami a napközben átutalásokat működteti, 2015. szeptembere óta óránkénti elszámolást nyújtva mind a céges, mind a magánügyfelek utalásai esetében.

VIBER (Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer)

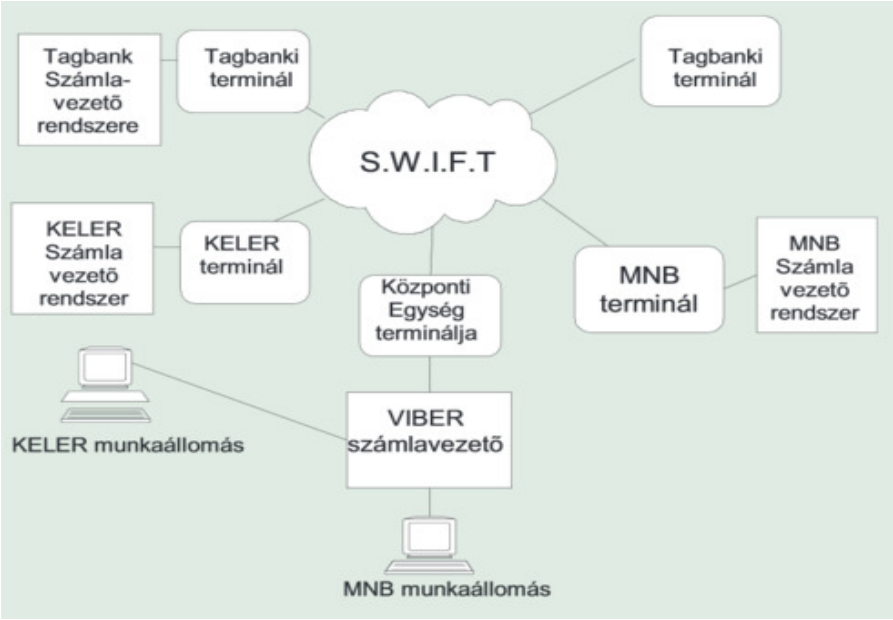
A VIBER (Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer) az MNB által működtetett belföldi fizetési rendszer, 1999. szeptember 3. óta működik.

A VIBER a nagy értékű, sürgős fizetések kiegyenlítésére szolgál, azok automatikus, valós időben történő teljesítésük után véglegesek és visszavonhatatlanok. A fizetést követően az érintett tagok haladéktalanul értesítést kapnak. A rendszeren belül az üzenetközvetítésre a SWIFT rendszert használja

A SWIFT – Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication – egy nemzetközi elektronikus kommunikációs rendszer, szabványosított üzenetekkel, amelyben a tagjai egymás közötti bankközi üzenetforgalmat bonyolítanak és fizetéseket teljesítenek.

A fizetések elégséges fedezet megléte esetén teljesülnek. Fedezetként a pénzforgalmi számla pozitív egyenlege és az értékpapírfedezet mellett – itt kapcsolódik a KELER, aki az értékpapírszámlákat vezeti és a fedezetvizsgálatot végzi - az MNB által nyújtott ingyenes napközbeni hitelkeret szolgál.

A VIBER felépítése



forrás - MNB

AZ ELSZÁMOLÓHÁZI FUNKCIÓK, SZOLGÁLTATÁSOK

Nagy változásokon ment keresztül az értékpapír piac az elmúlt évtizedekben. Korábban az értékpapírok díszes, sokszor már művészi alkotás szintjét elérő papírok voltak. Ahogy bővült és egyre inkább nemzetközivé vált az értékpapírok forgalma, és ezzel párhuzamosan a technikai/informatikai fejlődés, egyre nehezebbé és főleg költségessé vált a fizikai értékpapír előállítás és mozgatás. Ebben a helyzetben elsőként az **immobilizáció jelent meg, amikor már nem maguk az értékpapírok, hanem az azokról kiállított igazolások – sok esetben már elektronikus formában – cseréltek gazdát és testesítették meg az üzletkötések tárgyát.**

Innen már csak egy ugrás volt a **dematerializáció, amikor is az értékpapírok már csak elektronikus jelként, számlaegyenlegként léteznek. (Hasonlóan a bankszámlapénzhez.)**

A magyar piacon az 1990-es években a törvényhozók a fizikailag létező, kinyomtatott értékpapírok alkalmazása mellett döntöttek és csak később került bevezetésre a dematerializált értékpapír. Így a 90-es évek elején még a KELER hatalmas értéktárat volt kénytelen üzemeltetni, ahol tonnaszám álltak a polcokon a részvények, kötvények, illetve naponta a tőzsdei forgalom elszámolásaként kerültek ki és beszállításra a részvények, értékpapírok.

LETÉTKEZELÉS

A központi értéktárak, így a KELER egyik fő feladata az értékpapírok nyilvántartása. A dematerializált világban a Központi Értéktár feladata az elektronikus jelként létező értékpapírok keletkeztetése, nyilvántartása, állományuk naprakész vezetése. Mindezt a vele szerződéses kapcsolatban álló befektetési szolgáltatók és kibocsátók értékpapír számláinak vezetésével teszi meg.

A dematerializált világ mellett vannak még fizikailag létező értékpapírok, ezeknek a kezelését, őrzését, valamint az értékpapír számlákon történő nyilvántartását és a kapcsolódó tranzakciókezelést is ellátja a KELER.

KÖZPONTI ÉRTÉKPAPÍR-NYILVÁNTARTÁS

A központi értékpapír-nyilvántartási tevékenység keretében a KELER nyilvántartja:

- **a belföldön dematerializált formában előállított értékpapírok adatait,**
- **a belföldön nyomdai úton előállított értékpapírok vonatkozásában a kibocsátó által rendelkezésére bocsátott adatokat,**

- **az ISIN azonosítókhoz kapcsolódó adatokat,**

- **a letiltott és semmissé nyilvánított értékpapírok listáját.**

Minden kibocsátó azonnal köteles bejelenteni a vonatkozó jogszabályi előírás alapján az értékpapír-sorozat, illetve a kibocsátó adataiban történt változást a KELER, mint az ISIN azonosító (lsd. később) kiadására kijelölt szervezet számára. Ezek a változások a teljesség igénye nélkül, például:

- kibocsátó nevének, címének változása

- névérték változás

- értékpapír sorozat átalakítása

- értékpapír megszűnése

Fontos megemlíteni az értékpapír nyilvántartás kapcsán a **KELER** azon **funkció**ját, aminek keretében **nyilvántartja a letiltott és semmissé nyilvánított értékpapírokat. Ezt a Közjegyzői végzések, KELER-hez történt bejelentések alapján végzi, valamint folyamatosan közzéteszi ezeket az információkat honlapján.**

KIBOCSÁTÓI SZOLGÁLTATÁSOK

A Kibocsátói szolgáltatások keretében a KELER közreműködik egyes társasági eseményekben az általa kezelt értékpapírok vonatkozásában. A kibocsátók által bejelentett társasági eseményekről a KELER a KID-en (kommunikációs rendszer), illetve a honlapján tesz közzé információt a piaci szereplők számára.

Ezek a társasági események a következők lehetnek:

- Részvénykönyvvezetés

    - Kifizetéssel nem járó események

        I. tulajdonosi megfeleltetés
        II. közgyűlés szervezés

    - Kifizetéssel járó esemény

        I. kifizetési diszpozíció
        II. fizetőügynöki tevékenység

A fentiekből érdemes kiemelni a részvénykönyvvezetést és a tulajdonosi megfeleltetést.- Mindkét tevékenység kiemelten fontos a kibocsátók és a befektetők szempontjából.

RÉSZVÉNYKÖNYVVEZETÉS

Törvényi előírás a részvénytársaságok esetében a részvénykönyvvezetés, ami pontos képet ad a társaság mindenkori tulajdonosairól. Ezt végezheti maga a társaság vagy megbízhat vele más szereplőt, pl. a KELER-t, aki díjazásért látja el ezt a feladatot.

A KELER részvénykönyv vezetési szolgáltatása a következőket tartalmazza:

- részvénykönyv folyamatos karbantartása, a tulajdonosi bejegyzések és a kivezetések átvezetése a létesítő okiratban (Alapszabály) meghatározott korlátozások figyelembevételével,
- tulajdonosi megfeleltetés adatainak feldolgozása,
- a nem forgalomképes (letiltott, semmissé nyilvánított) részvények nyilvántartása,
- közjegyzőkkel, letétkezelőkkel, számlavezetőkkel történő kapcsolattartás,
- részvénykönyvi kivonat kiadása a részvényesek részére,
- tulajdonosi struktúra készítése,
- a részvénykönyv adatainak historikus rendszerű kezelése, az adatok visszakereshetőségének lehetősége, a részvénykönyvi változások követése,
- küldemények továbbítása a részvényesek felé,
- ügyfélszolgálat biztosítása.

A fenti szolgáltatásokat a KELER mind a dematerializált, mind a fizikai értékpapírok esetében nyújtja, akár tőzsdei, akár tőzsdére be nem vezetett társaságok esetében.

TULAJDONOSI MEGFELELTETÉS

A kibocsátó és a befektetők számára is fontos információ, hogy kik az adott társaság tulajdonosai. Ehhez a naprakész információhoz a kibocsátók a tulajdonosi megfeleltetéssel jutnak hozzá.

A tulajdonosi megfeleltetés esetében a következő szolgáltatások merülnek fel a KELER oldalán a társasági események kapcsán:

- **Közgyűlés (éves rendes vagy rendkívüli)**
- **Részvénykönyv-aktualizálás**
- **Ügyfél által kért egyedi részvénykönyvi bejegyeztetés**

- **Visszamenőleges tulajdonosi megfeleltetés (kibocsátó vagy Felügyelet kérésére)**

A tulajdonosi megfeleltetés fontos esete, amikor társasági esemény nélkül is a kibocsátó látni akarja a pontos részvénykönyvet, azt aktualizálni akarja az előző esemény óta történt tulajdonos változásokkal. Ezekben az esetekben a KELER a számlavezetőktől kéri be – meghatározott formátumban és adattartalommal – az adott részvény tulajdonosairól az információkat, és ezeket összegezve készíti el az aktuális tulajdonosi helyzetet bemutató részvénykönyvet.

KÖZGYŰLÉS-SZERVEZÉS

Szerződés alapján a KELER a kibocsátók számára nyújt közgyűlés-szervezési szolgáltatásokat *az alábbiak szerint:*

A közgyűlés lebonyolítása

- Regisztrációs és szavazó berendezések biztosítása.

- A részvénykönyvi adatoknak a szavazórendszerbe történő konvertálása.

- A részvényesek regisztrációja, azaz a részvényesek, illetve a részvényesek képviselői személyazonosságának, valamint a részvényesi képviselők meghatalmazásának ellenőrzése. A részvényesek szavazati jogának kontrollálása.

- A közgyűlés jelenléti ívének elkészítése, annak a közgyűlésen való kitöltése.

- A közgyűlésen a szavazások lebonyolítása, a szavazások megjelenítése az elnöki asztalon elhelyezett monitoron, valamint egy vetítővásznon, vagy tv-monitorokon keresztül a részvényesek részére.

- Vetítéstechnika szervezése a közgyűlésen az esetleges beszámolók, prezentációk bemutatására.

- Tulajdonosi struktúra készítése.

- A részvénykönyv adatainak historikus rendben való kezelése, azaz az adatok visszakeresésének lehetősége, a részvénykönyvi "mozgások" követése.

- Postázás a részvényesek részére.

- Ügyfélszolgálat nyújtása.

KIFIZETÉSSEL JÁRÓ ESEMÉNYEK

Tipikusan a közgyűlési döntések alapján sorra kerülő társasági események – osztalékfizetés – kapcsán merülnek fel ezek a szolgáltatások:

- kifizetési diszpozíció – a részvényesenként fizetendő osztalék összegének meghatározása

- fizetőügynöki tevékenység – kibocsátó megbízása alapján az osztalékfizetés végrehajtása

Az osztalékfizetés kapcsán fontos tisztázni, hogy a KELER alapvetően a brókercégekkel, letétkezelőkkel áll kapcsolatban és feléjük teljesíti a kifizetéseket. A brókereknél, letétkezelőknél rendelkezésre álló információk alapján és az ő transzfereik alapján jut el a részvények tulajdonosához az osztalék.

KÓDKIADÁS (ISIN, LEI)

A nemzetközi szabályozás és a növekvő értékpapír forgalom elengedhetetlenné tette, hogy az értékpapírok és az értékpapírokhoz köthető legfontosabb információk sztenderdizált, szabályozott formában álljanak rendelkezésre.

A nemzetközi kódkiadás egyik fontos szereplője az ANNA - Association of National Numbering Agency – ami 120 ország nemzeti bankjait, értéktárait, adatszolgáltatóit, tőzsdéit tömörítő szervezet.

Jelenleg az alábbi nemzetközi azonosítók igényelhetők a KELER-en keresztül.

ISIN azonosító	CFI kód	FISN kód	LEI azonosító
Az ISIN (International Securities Identification Number = nemzetközi értékpapírkód) azonosító az értékpapírok egyedi azonosítását lehetővé tevő egyedi kód, amely az értékpapír kötelező alaki eleme. A KELER által kibocsátott ISIN kódok az értékpapírok alapadatival együtt a KELER honlapján lekérdezhetők.	A CFI (Classification of Financial Instruments = Pénzügyi instrumentum Osztályozása) kód a pénzügyi instrumentumok egységes kódkészlet alapján történő meghatározására szolgál, amelyet elsősorban jelentéseik során használnak a piaci szereplők.	A FISN (Financial Instrument Short Name = Pénzügyi instrumentum rövid neve) kód a pénzügyi eszközökre vonatkozó információk egységes meghatározására szolgál.	A LEI (Legal Entity Identifier = jogi személy azonosító) kód a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket kötő intézmények egyértelmű azonosítására szolgáló egyedi azonosító. A kibocsátott LEI kódok globálisan az alábbi internetes honlapon kérdezhetők le: https://www.gleif.org/en

HITELINTÉZETI SZOLGÁLTATÁSOK (KELER- SZAKOSÍTOTT HITELINTÉZET)

A KELER szolgáltatásaiban meghatározó fontosságú, hogy hitelintézeti szolgáltatásokat nyújthat (megfelel a hitelintézetekre vonatkozó magyar és nemzetközi előírásoknak), mivel így egy szervezetben valósul meg pl. az értékpapír elszámolások esetében a pénz-, és értékpapír számlamozgás.

Megjegyzés: az értékpapír piacokon a fizetés, szállítás ellenében elv – DVP (Delivry versus Payment) az egyik legnagyobb biztonságot jelenti az elszámolásokban. Egy szervezetben vannak vezetve a pénz-, és értékpapírszámlák és egy elszámolás esetében csak akkor megy végbe a tranzakció, ha a vevő rendelkezik a szükséges pénzzel az eladó pedig a szükséges értékpapírral. A tranzakció lebonyolítása előtt ezt az elszámolóház ellenőrzi és csak abban az esetben teljesíti az elszámolást – a pénz-, és értékpapír cseréjét – ha minden hiánytalanul rendelkezésre áll.

A KELER mint hitelintézet **közvetlen tagsággal rendelkezik a magyar fizetési rendszerekben, a devizafizetési rendszereket pedig számlavezető bankjai által éri el.**

A pénzforgalmi számlákon

- tőzsdén kötött ügyletek,
- tőzsdén kívüli értékpapírügyletek,
- értékpapír forgalomba hozatalával,
- értékpapíron alapuló fizetéssel,
- befektetési szolgáltatással,
- értékpapírban foglalt kötelezettségen alapuló fizetéssel vagy erre vonatkozó szolgáltatással, valamint
- törvényben meghatározott szervezett piac számára nyújtott szolgáltatással…

...kapcsolatos elszámolás lebonyolítása érdekében kezdeményezett pénzforgalmi megbízások teljesíthetőek.

Vagyis a KELER csak megfelelő célhoz kötött tranzakciók lebonyolítását látja/láthatja el (Köznapira fordítva pl. a brókercégek nem fizethetik a közüzemi számláikat a KELER-ben vezetett pénzforgalmi számláról) emiatt is nevezik szakosított hitelintézetnek.

A KELER hitelintézeti szolgáltatásai az alábbiakban foglalhatók össze:

- **Bankszámlavezetés**
- **Devizatranzakciók**

- **Forint tranzakciók**
- **Konverzió**
- **Biztosítékkezelés**
- **KELER KSZF által garantált piacok pénzügyi elszámolása**

A KÖZPONTI GARANTŐR – KELER KSZF

CCP – CENTRAL COUNTERPARTY

Vajon mit takar ez a varázs-rövidítés, hogy CCP? A tőzsdei üzletkötések során a brókerek a megbízóik üzleteit kötik meg. A tőzsdei kereskedés jellegéből adódóan nincs lehetőségük megválasztani az üzletkötés során a partnert, akivel megkötik a tranzakciót. A kereskedésből adódó partnerkockázat csökkentésére több megoldás alakult ki az idők során. Az első elem, hogy már a tőzsdék maguk „megválogatják", hogy kinek adnak kereskedési jogot. A sikeres üzletkötés után az üzletek átkerülnek az elszámolóházba, ahol szintén válogatott tagság, klíringtagok vesznek részt az elszámolási folyamatban. De **hogy tovább lehessen növelni a biztonságot, kialakult a központi „garantőr" szerep amit az elszámolóházak biztosítanak.**

Kezdetben elsősorban a derivatív/származtatott ügyletek (határidős, opciós) esetében jelent meg ez a funkció, később azonban már az azonnali részvénypiacokon is elterjedt.

A központi garanciavállalás azt jelenti, hogy az üzletek teljesítésének biztonságát, az üzletkötő felektől független, harmadik szereplő az elszámolóház vállalja, és belép a teljesítésbe, ha valamelyik üzletkötő fél nem teljesítené kötelezettségeit.

A folyamatnak van egy rendkívül érdekes része, amikor a tőzsdén két bróker (eladó – vevő) által megkötött tranzakció átalakul két üzletté és belép az elszámolóház. **Ebben a „nováláshoz" nevezett eseményben az eladó bróker vevője az elszámolóház lesz és ezzel egyidőben a vevő bróker eladójává is az elszámolóház válik. Ezzel a jogi aktussal a teljesítési kockázatok az elszámolóházra szállnak, aki egy esetleges brókeri nem teljesítés esetén biztosítja a nem teljesítő fél kötelezettségeit.** Például, ha az eladó bróker nem szállítja/biztosítja az értékpapírokat, akkor azokat az elszámolóház fogja megvenni, vagy kölcsönözni annak érdekében, hogy a tranzakció teljesüljön.

ELSZÁMOLÁSI MODELLEK

A pénz-, és az értékpapír elszámolási rendszerekben több modell, sokszor párhuzamos modell működik a mai napig:

- Bruttó elvű elszámolás
- Nettó elvű elszámolás
  - bilaterális nettósítás
  - multilaterális nettósítás

A fizetési rendszerek kapcsán – de a felmerülő kockázatok áttehetők az értékpapír elszámolási rendszerekre is – alapvetően a kockázatok és azok kezelésére választott megoldások jelentik a választást a bruttó vagy a nettó elszámolási modell között. A kockázatok mellett szerepe van a költségeknek, a szükséges likviditás mértékének is.

A nettó rendszerekben nagyobb az esélye annak, hogy a rendszert üzemeltető szereplőnek be kell avatkoznia, hiszen a rendszer egy tagjának nemteljesítése a nettósítás mértékétől függően, az összes résztvevőre átterjedhetne. A bruttó rendszerek esetében ez a kockázat csak a két érintett szereplő esetében áll fenn, így a rendszerműködtető is kisebb kockázatnak van kitéve. Ugyanakkor könnyen belátható (majd a példák is bizonyítják), hogy a bruttó rendszerekben nagyobb likviditásra van szükség a szereplők részéről, ami egyben többletköltséget is jelent.

Fontos azt is megjegyezni, hogy a nettósító rendszerekben az elszámolás (pozíciók megképzése) és a kiegyenlítés (pénzügyi rendezés, kifizetés) időben elválik egymástól, hiszen az elszámolásokat egy adott időpontban összegyűjtik, megképzik a nettó pozíciót, ezekhez meghatározzák a fizetendő összegeket, majd egy adott időpontban az elszámolási rendszer tagjai teljesítik kötelezettségeiket. Ez történhet naponta egyszer, de sok esetben napon belül több ciklus is alkalmazásra kerülhet.

BRUTTÓ ELVŰ ELSZÁMOLÁS

A bruttó elvű elszámolások alapja, hogy a tételek egymással szemben, minden más tétel figyelembe vétele nélkül kerülnek elszámolásra két szereplő között. A már ismertetett VIBER – pénzforgalmi elszámolási rendszer is ezen az alapon működik.

Értékpapírok esetében egy rövid példa szemlélteti ezt az elszámolást.

1-es tranzakció „A” bróker elad 10 db MOL részvényt 20 000 Ft/részvény áron „B”-nek
2-es tranzakció. „B” elad 100 db OTP részvényt 8 000 Ft/részvény áron „A”-nak

Ebben a rendszerben a tranzakció keretében megtörténik a részvények és a két ellenérték összeg cseréje, vagyis „B” utal 200.000 Ft-ot a 10 MOL-ért és „A” is utal 800.000 Ft-ot a 100 OTP részvényért. A rendszer nem „nettósít” hanem megmozgat 1 millió Ft-ot az utalások összes költségével, holott elegendő lehetne a két szereplő között 600.000 Ft mozgatása is az elszámoláshoz.

NETTÓ ELVŰ ELSZÁMOLÁS

A fenti példa alapján **egy nettó elvű elszámolási rendszerben kevesebb pénz megmozdításával is rendezni lehetne a tranzakciót a két szereplő között.** Természetesen a nettósítás kiterjeszthető az elszámolt értékpapírokra is. Így jutunk el a bilaterális nettósításhoz. **Amennyiben a szereplők számát is növeljük és „A” – „B” – „C” szereplőt is bevonjuk az elszámolásba, akkor beszélhetünk multilaterális nettósításról.**

BILATERÁLIS NETTÓSÍTÁS

A fenti példánál maradva, amennyiben a rendszert nettósítva üzemeltetik, akkor **bár az értékpapír oldalon nincs nettósítható mennyiség**, hiszen két különböző részvényben

kereskedtek a felek, **a pénz oldalon** már jelentős „összevezethető”, **nettósítható összeg található.**

Miért fizesse ki „B” szereplő „A”-nak a 200.000 Ft összegű vételárat, amikor úgyis kapnia kell 800.000 Ft-ot az eladott OTP részvényeiért. Vagyis egyszerűen összevezethető, nettósítható a pénz-láb és összességében csak 600.000 Ft-ot kell majd megmozdítani.

MULTILATERÁLIS NETTÓSÍTÁS

Ha teszünk még egy csavart a rendszerbe és igazán életszerű helyzeteket modellezünk, akkor találjuk szembe magunkat azzal a helyzettel, hogy egy fizetési vagy tőzsdei rendszerben nemcsak egy – két szereplő van, hanem 40-50 vagy akár 100-as nagyságrend. Ennek feleltethető meg például a tőzsdén kötött részvényüzletek elszámolása, ahol nagyszámú bróker, sok ezer vagy több tízezer ügyfél megbízását teljesíti egy kereskedési nap során. Vagyis simán előfordul, hogy egy-egy értékpapírban vételi és eladási üzleteket is kötnek, sokszor akár ugyanazzal a partnerrel.

A pozíciók megképzése a tőzsde által a tőzsdezárást követően átadott adatok alapján történik. A tőzsde által átadott adatok már nem módosíthatóak. A tőzsde az adatokat már „saját” illetve „megbízói” bontásban, szegregálva adja át elszámolásra. A tőzsdei üzletkötésnél a brókerek már megadják az információt, hogy saját számlás vagy ügyfél nevében kötik a tranzakciót. A brókereknek törvényi kötelezettségük, hogy mind az értékpapírokat, mind a pénzt elkülönítve – szegregáltan – kezeljék, ügyfél/saját bontásban.

Itt lép be a multilaterális nettósítás, ahol a KELER kiszámolja az adott tőzsdei nap kötései alapján az egyes klíringtagok értékpapíronkénti, adott napi, eladási és vételi pozíciójának különbségét, vagyis a nettó értéket. (Pl. „A” brókercég 100 eladott OTP és 50 vett OTP után nettó 50 eladási pozícióval fog rendelkezni.) Majd ugyanígy kiszámolja a nettó pénzügyi helyzetet is.

Az elszámolás ezt követően a következő alapelvek mentén történik:

- gördülő módon (mindennap van elszámolás és nem csak pl. a hó végén),
- a Részvény Szekcióban T+2 napos, a Hitelpapír Szekcióban T+1 napos elszámolási ciklussal,
- a multilaterális nettósítás (papíronként, illetve devizában minden klíringtagnak előáll egy nettó vevői vagy eladói pozíciója) elve alapján történik (a T az üzletkötés napját jelöli, a napok munkanapban értendők).

A kiegyenlítés alapja a szállítás/fizetés ellenében (DVP, delivery versus payment) elv, melynek értelmében a pénz- és az értékpapír-kiegyenlítés egymás függvénye, ha az egyik nem teljesül, a másik teljesítése sem történik meg.

A multinet elszámolású azonnali értékpapír ügyletekben a KELER KSZF a multilaterális nettósítást követően vállal teljesítési garanciát.

A teljesítés általános szabályai:

- A T napi értékpapír nettó eladó legkésőbb a teljesítési napon (Settlement Day, SD nap) 14.00 óráig köteles biztosítani, hogy a T napi ügyletek teljesítéséhez szükséges értékpapír-mennyiség a szegregált tőzsdei értékpapír-elszámolási alszámlákon rendelkezésre álljon.

- A T napi multinet nettó vevő legkésőbb SD nap 14.00 óráig köteles biztosítani, hogy az SD napon kiegyenlítendő ügyletek teljesítéséhez szükséges forint- és devizafedezet szegregáltan a bankszámláin rendelkezésre álljon.

- A KELER SD nap 08:00 órától (a valós idejű feldolgozásának megindulásától) kezdődően az SD napi teljesítéshez szükséges értékpapír-mennyiséget kiemelt prioritású terhelési tétel indításával elvonja a klíringtag, illetve az alklíringtagonként nyitott tőzsdei értékpapír-elszámolási alszámláiról és jóváírja a kiegyenlítés lebonyolítására szolgáló KELER KSZF tőzsdei technikai alszámlán.

A multinet elszámolású ügyletek teljesítése:

A multinet elszámolású ügyletek teljesítésével kapcsolatos teljesítési kötelezettségekről a KELER KSZF által küldött felszólításból vagy a tőzsdekereskedelmi visszaigazolásból értesül a klíringtag. A kiegyenlítés DVP elvére tekintettel az érdekelt klíringtagok csak akkor férhetnek hozzá a nekik járó értékpapírhoz vagy a jóváírt pénzhez, ha az ügylet ellentételezése (pénzügyi, illetve értékpapírbeli teljesítése) megtörtént.

A teljesítéshez szükséges pénz-, és értékpapír fedezet beszedését követően, a KELER elvégzi a szükséges terheléseket, jóváírásokat a KELER KSZF technikai értékpapír számlája és a klíringtag értékpapír számláin, valamint a KELER KSZF tőzsdei technikai számlája és a klíringtag számláin. A számlajóváírás, az értékpapírbeli és a pénzügyi teljesítések véglegesek és visszavonhatatlanok.

A fentiekből következően a multinet elszámolás végső határideje 14.00 óra, ha azonban ennél korábban már minden tagnak a technikai számláin rendelkezésre áll a szükséges értékpapír- és/vagy pénzmennyiség, akkor a teljesítés hamarabb is megtörténhet.

A KELER KSZF a KID-en keresztül külön üzenetben értesíti a multinet teljesítés megtörténtéről a klíringtagokat.

Amennyiben a teljesítés nem tud megtörténni, a KELER megkezdi a szabályzataiban rögzített, nemteljesítési folyamatokat, elkezdődhet a garanciaelemek felhasználása.

GARANCIARENDSZER

Az elszámolóházak, így a KELER által is működtetett garanciarendszerek mindig többszintűek és az egyéni klíringtagok kötelezettségeitől mennek a kollektív formákon át a végső teljesítőig, vagyis a Központi Garantőr kötelezettségéig.

Nézzük, meg hogy épül fel ez a KELER esetében:

Az első védelmi vonal a Klíringtagság (erről már esett szó korábban) – ahol a résztvevőkkel szemben tőkekövetelményeket, (pl. egy általános klíringtag esetében 2 milliárd Ft.) folyamatos tőke-megfelelési elvárást fogalmaznak meg. Természetesen a klíringtagnak rendelkeznie kell a szükséges engedélyekkel és folyamatosan be kell tartania a vonatkozó szabályzatokat.

A második vonal a Klíringtagok által biztosított **egyéni biztosítékok rendszere.**

GARANCIARENDSZER FELÉPÍTÉSE, ELEMEI

- **alapszintű pénzügyi fedezet** – a KELER KSzF piaconként meghatároz egy fix összeget, amit a klíringtagnak el kell helyezni a számláján és azt folyamatosan fenn kell tartani,

- **alapbiztosíték** – szintén egy fix összegű garanciaelem, egy adott termék, szokásos, egynapi árelmozdulási kockázatát hivatott fedezni, amit a még teljesítésre nem került, úgynevezett nyitott pozíciók alapján határoznak meg,

- **kiegészítő pénzügyi fedezet** – bekérésére akkor kerül sor, ha az adott klíringtag túlzottan nagy pozíciókat tart fenn egy időszakban, ami megemelkedett kockázatot jelent.

ÁRKÜLÖNBÖZET ELSZÁMOLÁS

- **árkülönbözet** – annak érdekében, hogy a kockázatok ne halmozódjanak az elszámolási ciklus ideje alatt, a napi árváltozás (amennyiben negatív) mértékének megfelelő biztosítékot kér be a KELER. Ezt az értékelést nevezzük „mark-to-market”-nek.

GARANCIAALAPOK

A garanciarendszer következő szintje már a **kollektív garanciákat** jelenti. Ezeknél a garanciaelemeknél az adott elszámolási körben résztvevő szereplők fizetnek be, hogy egy esetleges nemteljesítés esetén további, az egyéni biztosítékokon felüli összegek is rendelkezésre álljanak az elszámolások biztosításához.

A magyar piacon a KELER két garanciaalapot működtet, egyet az azonnali (részvénypiaci) elszámolásokhoz, TEA – Tőzsdei Elszámolási Alap, illetve a derivatív/származékos piac estében a KGA – Kollektív Garancia Alap.

A garanciaalapokba történő befizetés meghatározása a KSzF által végzett stessz-tesztek alapján történik, mérve az aktuális piaci körülmények esetén fennálló kockázatokat.

TEA

A TEA a KELER definíciója szerint:

A *TEA (Tőzsdei Elszámolási Alap) az azonnali piac támogatására létrehozott, közös tulajdonú pénzalap. Célja a klíringtagok egymással kötött tőzsdei ügyletei teljesítésének késedelméből, vagy elmaradásából eredő kockázat csökkentése, mint a készfizető kezességvállalás biztosítékául szolgáló óvadék. A TEA hozzájárulás egyben óvadékul szolgál a KELER KSZF-nek a klíringtagokkal szemben fennálló követelései erejéig.*

KGA – KOLLEKTÍV GARANCIA ALAP

A KGA meghatározására a következő definíció található:

A KGA (Kollektív Garancia Alap) a származékos piac biztonságának növelésére létrehozott közös tulajdonú pénzalap. Célja a határidős és opciós ügyletek elszámolásából származó fizetési kötelezettségek késedelméből vagy elmaradásából eredő veszteség csökkentése, mint a készfizető kezességvállalás biztosítékául szolgáló óvadék. A KGA hozzájárulás és a megtérülő összeg egyben óvadékul szolgál a KELER KSZF-nek a klíringtagokkal szemben fennálló követelései erejéig.

Mindkét alap esetében elmondható, hogy felhasználására csak akkor kerül sor, ha egy adott nemteljesítésben érintett tag egyéni biztosítékai már nem fedezik a költségeket és/ vagy a kialakult veszteségeket.

Végül a garanciaelemek felhasználási sorrendjének megfelelően beszélnünk kell arról is, ha a korábban felsorolt garanciaelemek nem lennének elégségesek, akkor mi történik.

Ez az a szakasz, amikor a KSzF kénytelen a saját eszközeihez, tőkéjéhez nyúlni és abból fedezni a kialakult veszteséget.

EGY KIS KELER TÖRTÉNELEM

És végül a téma lezárásaként tekintsük át hogyan fejlődött, alakult át a KELER az 1993-as alapítás óta:

AZ ALAPÍTÁSTÓL NAPJAINKIG

1993. október 12 - A KELER megalapítása
A két tőzsde (BÉT + BÁT) valamint az MNB közreműködésével, 500 millió forintos induló tőkével került sor az alapításra

1994. A Budapesti Árutőzsde elszámolásának átvétele
Az árutőzsdén kötött agrárkontraktusok elszámolása, beleértve a fizikai szállítások kezelésének problémáját is.

1995. A Budapest Értéktőzsde határidős elszámolásának indulása
Az addig csak spot értékpapír termékek mellett megjelentek a BÉT-en a derivatív termékek

1995. SPAN® rendszer
A Chicago Mercantille Exchange által fejlesztett portfólió alapú marginolási rendszer átvétele és bevezetése

1997. Ügyfél kommunikációs rendszer (KID) indulása
A KELER kommunikációs rendszere az ügyfelek felé. Támogatásával az ügyfelek megbízásokat küldhetnek a KELER felé, státuszinformációk alapján követhetik azok teljesítési folyamatát, valamint egyedi számlainformációkat (kivonatokat és egyenlegeket) tölthetnek le a KELER elszámoló rendszereiből.

2001. Az új derivatív rendszer indulása
Informatikai fejlesztés, amivel a korábbi megoldás kiváltásra került, a derivatív piaci üzletek elszámolásának támogatására.

2002. A T+5 napos elszámolási ciklus T+3 naposra rövidül a részvénypiaci elszámolás körében.

2002. Bevezetésre kerül a központi szerződő fél (CCP) szolgáltatás a spot piacon. A KELER ezt megelőzően, csak a derivatív ügyletek elszámolás esetén nyújtott garanciát.

2006. Elindul a fizikai szállításos aranykontraktus és a BUX-ETF elszámolása. A piacok fejlődésével új termékek jelentek meg, amikhez a KELER biztosította az elszámolást.

2007. A real-time kockázatkezelés kiterjesztése a BÉT azonnali piacára.

2008. Megalakul a KELER KSZF Kft., amely átveszi a garanciavállalást. Ezzel kialakult a KELER csoport és így lekerült a kockázat a Nemzeti Értéktárról.

2010. Gázkiegyenlítő piac elszámolása, az árampiaci alklíringtagi szolgáltatások indulása.

2011. Zrt.-vé alakulás, elindul az áram derivatív piac, és a BÉTa piac.
A BÉTa piac: Az árjegyzőkkel működő piacon külföldi részvényekkel, ETF-ekkel, forint alapon lehet kereskedni.

2012. MTS Hungary elszámolás elindítása – A magyar állampapírok elektronikus kereskedési rendszere, amit az ÁKK vezetett be.

2013. CEEGEX (Közép Európai Gáztőzsde) indulása
A piaci résztvevők a CEEGEX-en másnapi, illetve havi és negyedéves hosszútávú fizikai szállítású termékeket érhetnek el. A kereskedés fizikai teljesítése a Magyar Gázkiegyenlítő Pontra (MGP) történik. A szállítást a Földgázszállító Zrt. (FGSZ Zrt.) garantálja, míg az ügyletek elszámolását a KELER KSZF Zrt. biztosítja.

2014. T+2 napos ciklus bevezetése a részvénypiaci elszámolásoknál (tovább csökkent T+3-ról).

2014. EMIR licence megszerzése – Az EU szabályozása a derivatív ügyletek és a központi garantőr (CCP) szerepet betöltő intézmények működésére, csökkentendő a kockázatokat. Ennek a szabályozásnak felelt meg a KELER és kapta meg az EMIR licencet.

2016. BRM szerződés aláírása – Megállapodás a román árutőzsdével a helyi földgáztőzsde kiszolgálásáról, aminek értelmében a KELER biztosítja a klíringszolgáltatásokat.

2017. CEEGEX euró alapú elszámolása

2018. A középvállalatok számára létrehozott BÉT Xtend piac elszámolása, garantált elszámolás a BÉT fő piacaihoz hasonlóan

2018. AIX együttműködés kezdete
Az AIX az új kazah értéktőzsde (Astana International Exchange) megállapodást kötött a KELER-el, hogy a tőzsde tagjai részére a KELER biztosítsa az elszámolási, kiegyenlítési szolgáltatások teljes körét.