

Tőzsdefejlesztés és növekedés – Beszámoló a BÉT és az MKT tőkepiaci konferenciájának tanulságairól*

Teremi Márton

A Budapesti Értéktőzsde (BÉT) és a Magyar Közgazdasági Társaság (MKT) közös szervezésében tartott tőzsdekonferenciára 2016. május 26-án került sor a Magyar Külkereskedelmi Bank Váci utcai központjának báltermében. A konferencia reggeli szakaszában a Nemzetgazdasági Minisztérium képviselőjének előadása mellett a régiós tőzsdék fejlesztési irányairól, sikereiről és kihívásairól értekeztek a zágrábi, belgrádi és bukaresti tőzsde vezetői. A konferencia második része a budapesti parkett fellendítésének különböző dimenzióit tárgyalta a BÉT és az MKT Pénzügyi Szakosztályának elnöke, *Nagy Márton*, illetve egy, a BÉT vezérigazgatójából és iparági szereplőkből álló panel.

A résztvevőket *Végh Richárd*, a BÉT vezérigazgatója és *Sándor Benedek*, az MKB vezérigazgató-helyettese köszöntötte, és a régiós és hazai tőzsdefejlesztési irányok megtárgyalását jelölte meg a rendezvény fő céljaként. *Hornung Ágnes*, a Nemzetgazdasági Minisztérium pénzügyekért felelős államtitkára felhívta a figyelmet a tőzsde szerepének nemzetgazdasági szintű jelentőségére és a kormányzat legutóbbi támogató lépéseire. A 2016 május 20-i Fitch felminősítés, illetve a tőkepiaci törvény közelmúltban elfogadott módosítása keretében megvalósuló adminisztratív könnyítések, valamint új tőkepiaci struktúrák kialakítását lehetővé tévő rendelkezések is egyértelműen mutatják a Kormány elkötelezettségét a tőzsdefejlesztés iránt. *Hornung Ágnes* biztosította a hallgatóságot arról is, hogy folyamatos az egyeztetés az érdekelt szereplőkkel annak érdekében, hogy további intézkedésekre kerülhessen sor már a 2016 őszi törvénykezési időszakban.

Ivana Gažić, a Zágrábi Értéktőzsde vezérigazgatója alapos összefoglalót adott a zágrábi tőzsde eddigi útját befolyásoló tényezőkről és a jövőbeli kilátásokról, különös tekintettel a régiós tőzsdeszövetséggel kapcsolatos kezdeményezésükre. Elmondása szerint a horvát piacok fejlődését több belső és külső tényező hátráltatta: a gyenge makrogazdasági környezet és magas külső sérülékenység, az alacsony privatizációs hajlandóság, a bankcentrikus finanszírozási modell, az alacsony közkezhányad, valamint az alulfejlett intézményi befektetői kör mind hozzájárultak a zágrábi tőzsde

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Teremi Márton a Budapesti Értéktőzsde közgazdasági szakértője. E-mail: teremim@bse.hu.

stagnálásához. Emellett egy méretgazdaságossági probléma is felmerült, ugyanis a nemzetközi szabályozás és a növekvő technológiai beruházási igény a nagyobb tőzsdeüzemeltetőket részesítette előnyben. *Ivana Gažić* meglátása szerint hasonló problémákkal küzdöttek más régiós tőkepiacok is, aminek nyomán létrejött az SEE Link nevezetű kezdeményezés. Az SEE Link szövetséget a bolgár, a horvát és a macedóniai tőzsde alapította, de további öt másik régiós nemzeti tőzsde is csatlakozni fog a közeljövőben. A szövetségben részt vevő tőzsdék tagjai és partnereik számára ingyen láthatóvá és elérhetővé váltak a többi tőzsde termékei, ami a különböző tőzsdei rendszerek és közvetítők közötti megbízások teljesülését egy közös protokoll felállításával tette lehetővé. Középtávon az SEE Link kezdeményezés erősödését az új tőzsdék integrálása támogathatja, hosszabb távon pedig a kereskedési, post-trading egyéb tőzsdei szabályok és rendszerek mélyebb harmonizációja jelenthet fejlődési irányt.

Siniša Krneta, a Belgrádi Értéktőzsde vezérigazgatója az európai és ázsiai folyamatok közötti különbségtétellel kezdte előadását. Az elmúlt tíz évben az európai tőzsdék likviditása a varsói tőzsde kivételével mind jelentősen visszaesett, míg az ázsiai tőzsdék forgalma többszörösére növekedett ugyanebben az időszakban. *Siniša Krneta* rávilágított arra, hogy ez a fejlemény csak részben hozható összefüggésbe a pénzügyi-gazdasági válság eltérő hatásaival a két kontinensen, a tőzsde szerepének szemléletmódja közötti különbségek legalább ilyen fontosak lehetnek. Az európai modell inkább kereskedési fókuszú, és a szabályozás nagyban kedvezett az alternatív piacok feltörekvésének, míg az ázsiai modell a finanszírozási funkciót helyezi előtérbe és kiemelten kezeli a szabályozott piacokat. *Siniša Krneta* bátorította a finanszírozási csatorna erősítését Európában is, ami a tőzsde és a reálgazdaság közötti kapcsolat erősítése által generált új kibocsátásokkal következhet be. A belgrádi tőzsde az állami tulajdonú vállalatok tőzsdére lépése és a megfelelő szabályozási környezet kialakítása mellett az SEE Link kezdeményezéshez is csatlakozik a tőzsdefejlesztést megalapozó likviditásnövelés megalapozása végett.

Ludwik Sobolewski, a Bukaresti Értéktőzsde vezérigazgatója rávilágított, hogy a tőkepiacok fejlődésének beindítására már nem maradt sok idő. Véleménye szerint a gazdasági és társadalmi berendezkedés átalakulási fázisa a régió országaiban a végéhez közeledik, ezért 3-5 év lehet az a maximális időtáv, amíg a nemzeti tőzsdék szerepét egy új, magasabb szinten lehet definiálni. Régiós tapasztalatai alapján a külföldi befektetők jelenléte jótékonyan hat az árazásra és a pénzügyi kultúrára is, ugyanakkor a részvételük a kibocsátói bázis szélességén és a tőkepiaci infrastruktúra és szabályozási környezet rugalmasságán is múlik. A tőzsdei privatizáció bátorítása mellett a bukaresti tőzsde megalapította a KKV-méretű vállalkozások számára létrehozott Aero piacát is. A kínálattal szerinte Romániában nincsen gond, a keresleti oldalon ugyanakkor a magánbefektetők pénzügyi tudatosságának fejlesztésére is szükség van, és a likviditási kockázatot is kezelni szükséges. A jövőt tekintve *Ludwik*

Sobolewski egyrészt reménykedik abban, hogy a legújabb szabályozási kezdeményezések nem fogják aláásni a tőkepiacok működését, másrészt a tőzsdekonzolidáció melletti érvek szerint hosszabb távon egyértelműen az integráció irányába mutatnak.

Nagy Márton, a BÉT és az MKT Pénzügyi Szakosztályának elnöke egy olyan friss kutatásról számolt be, amely a tőzsdeképes cégek jellemzőire reflektál, és a BÉT kibocsátói akvizíciós tevékenységének alapját jelenheti. Kiindulópontként elmondta, hogy a vállalatok finanszírozási lehetőségeit alapvetően befolyásolja, hogy az uniós források beáramlása jelentősen lassulni fog a következő években, és a jegybanki hitelprogramok is kifutnak belátható időn belül. A vállalatok így egy „normális” piaci alapú finanszírozásra állnak át 2020-ig, amiben a BÉT-nek fontos szerepet kell vállalnia. Ehhez azonban szükséges definiálni azokat a kritériumokat, amik meghatározzák a tőzsdeképes vállalatok körét, és ennek mentén le kell szűrni azt a vállalati kört, amellyel a BÉT-nek indokolt további együttműködést kezdeményezni. A vállalatok tőzsdeképességét egyrészt egy kvantitatív skálán méri a háttérodalom, amely alapján a kor, az exportképesség, a méret, a növekedés és a tőkeszerkezet a legfontosabb tényezők a tőzsdei lét sikeressége szempontjából. A kvalitatív skála gerincét a piaci részesedés és más iparágon belüli jellemzők, a tulajdonosi struktúra, illetve a cégirányítási rendszer alkotják. Az ezen kritériumoknak legjobban megfelelő KKV-méretű vállalatok jellemzően magasabb ROIC-alapú megtérüléssel és exporttevékenységgel és alacsonyabb tőkeáttétellel bírnak, továbbá jellemzően magasabb bért fizetnek munkavállalóiknak, mint a teljes KKV-sokaság. A tőzsdeképes KKV-k központjai 44 százalékban a KMR-régióban találhatóak és leginkább a feldolgozóiparban tevékenykednek.

A BÉT céljaira vonatkoztatva fontos szempont, hogy amennyiben a legalkalmasabbnak tűnő 50 KKV tőzsdére lép, az a tőzsdei kapitalizációt mindössze 5 százalékkal emeli, ezért természetesen a BÉT a nagyvállalati kör bevonását is fontosnak tartja, az azonban más csatornákon keresztül működik. Ezzel együtt is érdemes energiát fordítani a KKV-szektor tőkepiacra segítésére, amit a BÉT a vállalatok felkészülési folyamata során aktív támogató-tanácsadó szolgáltatással szeretne elősegíteni. Ennek a kerete lenne az a BÉT Előszoba, amely vállalatfinanszírozási fókuszú képzési és tanácsadási programokkal segítené a tőzsdére lépés előtt álló, arra alkalmas cégeket. Egy másik tervezett kezdeményezés a külföldi legjobb gyakorlaton alapuló kijelölt tanácsadói rendszer, ami részben a felkészülési folyamatot támogatja, részben pedig befektetővédelmi szerepet is ellát. Emellett fontos az is, hogy a szabályozásért felelős szereplők is felismerték ennek szükségességét, ami a tőkepiaci törvény módosításában is megmutatkozott. Remélhetőleg egy olyan, uniós forrásokból támogatott tőkealap is felállításra kerül, amely egyrészt tőkepiacon történő exittel, másrészt a tőkepiaci kibocsátások lejegyzésével a KKV-tranzakciók kínálati és keresleti oldalát is támogatja.

A panelbeszélgetésen *Cselovszki Róbert*, az ERSTE Befektetési Zrt. elnök-vezérigazgatója, *Hegyi Ádám*, a KBC Securities igazgatója, *Barlai Róbert*, az OTP Treasury ügyvezető igazgatója, *Jaksity György*, a Concorde Értékpapír Zrt. elnöke, valamint *Sándor Benedek*, az MKB bank vezérigazgató-helyettese vettek részt, és *Végh Richárd*, a BÉT vezérigazgatója vállalta a moderátor szerepét.

A résztvevők kezdetben reflektáltak a *Nagy Márton* által bemutatott elemzésre, aminek célját, megközelítését és módszertanát alapján véve is üdvözölték megfelelőnek tartva a potenciális kibocsátók azonosítására és megközelítésére. Ugyanakkor *Jaksity György* és *Cselovszki Róbert* is kételkedését fejezte ki azzal kapcsolatban, hogy miképpen lehetséges érdemi befektetői kört és likviditást elérni a KKV-méretű vállalatok részvényei számára, ami az akvizíciós tevékenységet alapjaiban befolyásolhatja. Az elmúlt években számos kedvezőtlen tapasztalat volt a kisebb méretű cégek tőzsdei működése tekintetében, és ezek miatt jelenleg nincs meg a befektetői érdeklődés a kisebb részvények iránt. Ugyanakkor a résztvevők egyetértettek abban, hogy a jelenlegi alacsony hozamkörnyezetben is, további ösztönzők bevezetésével meg lehet találni azt a módot, ami a befektetői érdeklődést újra felkelti és feloldja a tőzsdei befektetések hitelességi problémáját.

Végh Richárd felvetette, hogy milyen módokon lehetséges a KKV-méretű kibocsátókat elérni, tőzsdei megjelenésüket ösztönözni a BÉT-en. *Sándor Benedek* szerint a sikeres vállalkozások egyre nagyobb tartalékokkal rendelkeznek, és akár még külső finanszírozás nélkül is képesek lehetnek megvalósítani beruházásaikat. *Jaksity György* az utódlási probléma kiaknázását ajánlotta – szerinte a tőzsde reális alternatíva lehet azon tulajdonosok számára, akik már valamelyest független menedzsmentet bíztak meg cégük irányításával, és így a vállalkozásuk irányítási struktúrája tőzsdéképesebb lehet; ugyanakkor a stratégiai befektetők ebben az esetben is versenytársak lehetnek. *Hegyi Ádám* általánosságban megjegyezte, hogy a KKV-ügyfelek jellemzően a hitel típusú megoldásaik teljes kiaknázása után gondolnak más megoldásra, ugyanakkor ez az összefüggés nem törvényszerű. Szerinte a tőzsdei finanszírozásra olyan esetekben lehet érdemi igény, amikor az nem csak a finanszírozási problémára nyújt megoldást, hanem más tekintetben előnyös – ilyen például a megkövetelt tárgyi biztosítékok hiánya. *Cselovszki Róbert* akadályként említette a jelenlegi szabályozáskibocsátási tranzakciókat hátrányosan érintő jellegét, ugyanakkor *Végh Richárd* szerint, amint *Hornung Ágnes* előadásából is látszik, ebben a tekintetben már van előrelépés.

Végh Richárd felvetette, hogy a kijelölt tanácsadói struktúra mennyire lehet működőképes a BÉT-en. A résztvevők alapvetően itthon is működőképesnek tartják az EU-ban már számos piacon alkalmazott modellt, ugyanakkor ismételten felhívták a figyelmet a fiskális ösztönzők jelentőségére ezen a téren is. *Hegyi Ádám* emellett kitért arra is, hogy az elmúlt évek kibocsátásaiban a befektetői körből hiányoztak

az intézményi befektetők, ami pedig megerősítést jelentett volna a kisbefektetők számára is az árazás és a befektetésük biztonsága tekintetében.

A reggeli előadásokra reflektálva *Végh Richárd* megkérdezte, hogy a résztvevők mennyire látnak lehetőséget az említett SEE Link kezdeményezésben, illetve mennyire lehet érdemes a BÉT-nek csatlakozni a szövetséghez. *Barlai Róbert* kifejtette, hogy a BÉT Xetra-integrációja sem hozta el a várt pozitív hatásokat, így tisztában kell lenni az integráció hátrányaival is. *Cselovszki Róbert* és *Jaksity György* is megemlítette, hogy az integráció a szereplők kereskedési és egyéb költségeinek kiegyenlítését hozná magával, ami mindenképpen előnyös lehet a befektetők és az iparági szereplők számára.

Végezetül a nemzeti tőzsdék jövője került előtérbe. *Cselovszki Róbert* és *Jaksity György* a tőzsde és a befektetési szolgáltatási tevékenység „közműsődési” folyamatára hívta fel a figyelmet, ami egyre nagyobb versennyel és diszruptív struktúrákkal (MTF-piacok) párosul, így a kilátások jelenleg kedvezőtlenek. Ugyanakkor a nemzeti tőzsdék egyedi szerepet látnak el, ezért szükségességüket és fenntarthatóságukat nem látják megkérdőjelezhetőnek a szereplők.

Végh Richárd összefoglalójában kitért rá, hogy *Hornung Ágnes* tájékoztatta a résztvevőket a legújabb szabályozási fejleményekről és remélhetőleg ez alapján a résztvevők optimizmussal tekinthetnek a további tőzsdefejlesztést segítő intézkedések reményében. A régiós tőzsdék vezetői számos olyan témáról értekeztek, amelyek a BÉT és a résztvevői számára is jelentős tanulságokat hordoznak, és a tőzsdeszövetség is fontos képet adott az együttműködési lehetőségektől. *Nagy Márton* előadása és a panelbeszélgetés során inkább a hazai megfontolásokat érintették, ám ezek érdemben reflektáltak a BÉT előtt álló kihívásokra, ugyanakkor remélhetőleg erősítették a tőzsde fejlesztésébe vetett hitet.