



Ha egy magánbefektető bemegy egy brókerházhoz, a társaságnak nem feladata megvizsgálni, hogy a befektetendő pénz milyen forrásból származik. Az viszont törvényi kötelezettség, hogy a 2 millió forintnál nagyobb készpénzbefizetést vagy -felvételt bizonyos esetekben jelenteni kell a hatóságnak.



ságnak nem feladata megvizsgálni, hogy a befektetendő pénz milyen forrásból származik. Az viszont törvényi kötelezettség, hogy a 2 millió forintnál nagyobb készpénzbefizetést vagy felvételt bizonyos esetekben jelenteni kell a hatóságnak. A brókerház megbízást csak az általa kockázatosnak tartott ügyletek és ügyfelek jelentkezésekor tagadhat meg, például ha az ügyfél arra akarja rávenni a céget, hogy az aktuálistól eltérő árfolyamon adjon vagy vegyen papírokat, vagy ha a cég fizetésteljesítési kockázatot lát.

lításáról, sőt, még határidős ügyletekbe is belemegy. A bróker felelőssége itt a legnagyobb, hiszen ügyfelét tájékoztatnia kell döntése következményeiről. Az a kisbefektető, aki már az elején sok pénzre tett szert, és szakértelme már magasabb szintre emelkedett, a még jövedelmezőbb befektetések érdekében hitelt – úgynevezett Lombard-hitelt – is képes felvenni, mivel befektetése a banki hitelek kamatánál nagyobb hozammal kecsegtet.

Ha egy magánbefektető bemegy egy brókerházhoz, a társa-

Magyarország kedvelt célpontja az intézményi befektetőknek

Az intézményi befektető egy kialakult gazdasági struktúrában meghatározott jogi keretek között mások pénzeit fekteti be hosszabb-rövidebb távra. E réteg fontosságát mutatja, hogy a tőzsdei értékpapírforgalom nagyobb hányadát már Magyarországon is az intézményi befektetők adják – mondja Lotfi Farbod, az ING Baring Értékpapír Rt. vezérigazgatója.

Az intézményi befektetések történelmileg úgy alakultak ki, hogy a biztosítótársaságok, illetve a befektetési bankok, nagy bankcsoportok először áruba és nyersanyagba, később értékpapírokba: vállalati részvényekbe, kötvényekbe fektették az általuk kezelt pénzeket. E tevékenységet az teszi lehetővé, hogy a nemzetgazdaságban – végső soron magánszemélyek jóvoltából – időről-időre, de legtöbbször folyamatosan, megtakarítások, fölös jövedelmek keletkeznek, amelyek hosszabb távra befektethetők.

Az intézményi befektetők kialakulását a harmincas évektől számos jogszabály elősegítette, például azok a törvények, amelyek a befektetési alapok, nyugdíjalapok, biztosítási alapok és egyéb alap típusú befektetési intézmények létrehozását tették lehetővé. Magyarországon az intézményi befektetőknek számos fajtája tevékenykedik, köztük nagybankok, amelyek befektetési portfólióikat főképpen állampapírokból, vállalati

kötvényekből, s kisebb részben, de jelentősen növekvő mértékben vállalati részvényekből válogatják össze. A legnagyobb portfólió-befektetők azonban a biztosítók, amelyek állampapír-, s néhány éve már részvénybefektetéseikkel az intézményi befektetői piac közép-pontjában állnak. A befektetési alapok elég hamar, ám bár csekély összeggel indultak Magyarországon, azonban dinamikus módon nő az általuk kezelt pénzalapok nagysága.

A befektetési alapok között megkülönböztetünk nyílt és zárt végű alapokat; ezek legtöbbször értékpapírokba fektet, noha a zárt végűek között az ingatlanalapokat is meg kell említeni. A különböző jogi formátumok különböző befektetési igényeknek tesznek eleget. Például egy főként részvényekbe fektető zárt végű befektetési alap azzal a megbízatással jön létre, hogy a rendelkezésére bocsátott nagyobb pénzeszköz befektetésekor arra törekedjen, hogy évről évre, de legfőképpen a befektetési mandátuma végén nagy mennyiségű hozamot biztosítson befektetőinek. Ugyanakkor egy nyílt végű befektetési alap – amely azért nyílt végű, mert nagysága bármikor változhat annak függvényében, hogy új befektetők lépnek- vagy régié ki lépnek-e – alapvetően azt a célt tűzi ki maga elé, hogy nagyon hatékony, főképpen rövid távú befektetési politikával, a mindenkori igényeknek megfelelően válto-

zó hozam-, illetve befektetési struktúrákat hozzon létre. Ezek története egyébként az Egyesült Államokban úgy kezdődött, hogy a nyílt végű alapok pénzüpiaci alapokkal (money market funds), azaz kifejezetten rövid távú befektetésekkel tudtak versenyre kelni a banki betétekkel.

Figyelemre méltó, hogy Magyarországon rendkívüli módon növekszik a befektetési alapok, biztosítók és bankok értékpapír-piaci befektetéseinek nagysága. Ezen túlmenően, a nemrégiben elfogadott nyugdíjtörvény értelmében teljesen új intézményként jöttek létre: a kölcsönös nyugdíjbiztosítási alapok; az ezek által összegyűjtött és befektetett összeg nagysága az elkövetkező évtizedekben vitathatatlanul óriásira fog nőni, mivel az ezekben az alapokban gyűjtött pénzek a leg hosszabb ideig állnak lekötve. Ugyanakkor a magas jövedelemmel, illetve megtakarítással rendelkező magánszemélyek, e konstrukciókat kiegészítendő, maguk is jelentős értékpapír-portfóliót hozhatnak létre.

Kezdetben az intézményi befektetők általában külföldiek, a magánbefektetők pedig magyarok voltak. Azóta sokat változott a befektetők szerepvállalása a magyar tőkepiacon. Amellett, hogy a külföld hatása relatíve kisebb lett, s a magyar befektetők aránya nőtt a mindennapi értékpapír-kereskedelemben, ma a forgalom többségét intézményi befektetők adják.

Az értékpapír-piacon belül több szegmenst lehet megkülönböztetni, s emellett fontos megvizsgálni, hogy a befektetőnek milyen a kockázatvállalási hajlandósága – e kettő határozza meg ugyanis a befektetési profilt. Ha egy intézményi befektető csak kötvényekkel foglalkozik, portfólióján belül kockázatosabb vagy kockázatmentesebb paketteket lehet kialakítani, attól függően, hogy milyen befektetési politikával jött létre a befektetés. Egy kötvénypiaci befektetési alapról feltételezhetjük, hogy kockázatmentesebb tevékenységet végez, mint a részvényt piacokat előnyben részesítő alap – habár vannak példák olyan befektetési alapok létrejöttére, amelyek kifejezetten nagy hozamú, ámde igen kockázatos, úgynevezett bővlikötvényekre specializálódtak.

A kötvénypiacokat célzó intézményi befektetőknek fontos támpontot nyújtanak döntésükben a nemzetközi kockázatminősítő társaságok, amelyek a kibocsátót – az államot – és an-

nak adósságát kockázati szempontból osztályokba sorolják. Ebből a befektetők nagyjából megtudhatják, hogy mi az a hozam, amely egy általánosított kockázatmérési skála szerint elvárható. Mindazonáltal ezeket a besorolásokat nem szabad misztifikálni, hiszen például Magyarország esetében – véli Lotfi Farbod – a minősítők pesszimistábban ítélték meg az országgokkázatot, mint néhány környező országét, pedig Magyarország legalább egy vagy két fokozattal jobbat érdemelne.

Magyarország kockázati besorolása két szempontból is fontos. Egyrészt befolyásolja, hogy az ország milyen felárat fizet befektetési tevékenysége finanszírozásáért. Ugyanis ha a belföldről nézve elvileg kockázatmentes magyar államkötvényeknek a kedvezőtlenebb besorolás miatt nemzetközi szinten nagy a felárunk, logikus, hogy a rendszerint kockázatosabb vállalati kötvényeknek még magasabb a felárunk. Így a tőkeköltség a magasabb diszkontráta alkalmazása miatt megnő, tehát egy vállalattól sokkal magasabb hozamot kell elvárni. Ugyanakkor egy alacsonyabb szintű kockázati ráta természetesen alacsonyabb tőkeköltséget és alacsonyabb hozamelvárást jelent a befektetők számára, ám kedvezőbb tőkeszerzési lehetőséget biztosít a vállalatoknak.

Máris látható – főként a Budapesti Értéktőzsde indexén – hogy miután az elmúlt két évben Magyarország makrogazdasági helyzete pozitív irányban jelentősen megváltozott, ma az értéktőzsdén lévő vállalatok finanszírozás tekintetében vitathatatlanul sokkal

kedvezőbb helyzetben vannak, mint akár egy lengyel vagy cseh vállalat a saját tőzsdéjén. A tőzsdén forgó magyar cégek tavaly jelentős egy részvényre eső jövedelemnövekedést (e/s, earning per share növekedést) produkáltak, s az ING Baring prognózisából kiderül, hogy míg 1998-ra a cseh vállalatok körülbelül 30%-os egy részvényre jutó nyereségnövekedést várnak, addig a magyarországi tőzsdei cégektől csaknem 42%-os bővülés várható; Lengyelországban viszont nem lesz növekedés, Szlovákiában pedig 13% vetíthető előre. Ha elfogadjuk, hogy a magas eredmény/részvénytőke arányhoz (p/e, price per earning ratio) vezet, akkor a magyarországi vállalatoknak várhatóan igen kedvező lehetőségük lesz a jövőben részvénykibocsátások-

”
Rendkívüli módon növekszik a befektetési alapok, biztosítók és bankok értékpapír-piaci befektetéseinek nagysága. Ezen túlmenően, a nemrégiben elfogadott nyugdíjtörvény értelmében teljesen új intézményként jöttek létre: a kölcsönös nyugdíjbiztosítási alapok.

◆
Kezdetben az intézményi befektetők általában külföldiek, a magánbefektetők pedig magyarok voltak. Azóta sokat változott a befektetők szerepvállalása a magyar tőkepiacon.

”



Minthogy Londonban
összpontosul az intézményi
befektetők zöme, az ottani
székhelyű befektetők, közülük is
elsősorban a befektetési alapok
invesztálnak Magyarországon.



kal finanszírozni a növekedésüket. Természetesen a finanszírozásoknak olyan projektekben kell végbemenniük, amelyek határhözama nem rontja a jövedelmezőséget. Ebből a szempontból joggal állítható, hogy a BÉT ma már az egyik legfejlettebb értékpapír-piacává vált Közép- és Kelet-Európának, ami a napi kereskedelem volumenében, az árfolyam-növekedésekben és a kapitalizációban mérhető. Például az a cseh értékpapír-piac, amely két-három évvel ezelőtt sokkal nagyobb napi értékpapír-kereskedési volument mutatott, ma már a maga 15 millió dolláros napi forgalmával eltörpül a budapesti tőzsde átlag 50 millió dolláros napi kereskedési volumene mellett.

A külföldi intézményi befektetők érdeklődése ma már sokkal diverzifikáltabb, sokkal sokrétűbb, mint régen. A magyar értékpapírpiacot létrejött pillanatában alapvetően közép-európai, osztrák, német befektetők, illetve bankok uralták. Ahogy a piac fejlődött, a befektetői paletta is színesedett. Minthogy Londonban

ágak iránt érdeklődnek. Az intézményi befektetők többféle befektetési politikát követnek. A részvénybefektetések esetében egyrészt dominálhat a top-bottom approach elve, amikor a befektető a gazdaság elemzése révén jut el arra a megállapításra, hogy egy részvényt piacba érdemes-e befektetni. Ha pozitív a gazdasági összkép, akkor szektorokat világitanak át, s rendszerint utána jutnak el az elemi befektetéshez. Ezzel homlokegyenest ellenkező módszer a bottom-up approach, midőn az alapkezelő csak vállalati szinten vizsgálja a lehetőségeket, azaz kinéz magának egy céget, s ha megfelelőnek találja, hosszabb távon mellette marad.

összpontosul az intézményi befektetők zöme, az ottani székhelyű befektetők, közülük is elsősorban a befektetési alapok invesztálnak Magyarországon, s ezeken belül is nagy többséggel a feltörekvő tőkepiacokon befektetni szándékozók vették célba hazánkat. Melléjük említhetők még a szektorális befektetők, azaz amelyek bizonyos ipar-

ágak iránt érdeklődnek.

Az intézményi befektetők többféle befektetési politikát követnek. A részvénybefektetések esetében egyrészt dominálhat a top-bottom approach elve, amikor a befektető a gazdaság elemzése révén jut el arra a megállapításra, hogy egy részvényt piacba érdemes-e befektetni. Ha pozitív a gazdasági összkép, akkor szektorokat világitanak át, s rendszerint utána jutnak el az elemi befektetéshez. Ezzel homlokegyenest ellenkező módszer a bottom-up approach, midőn az alapkezelő csak vállalati szinten vizsgálja a lehetőségeket, azaz kinéz magának egy céget, s ha megfelelőnek találja, hosszabb távon mellette marad.

Távkereskedés a BÉT-en

Új dimenzió: a virtuális tőzsde

A magyar tőzsdén a kereskedés szervezett formában 1988. január 19-én indult be, bár informális üzletkötések akkor már egy éve folytak. A tőzsde hivatalossá tétele 1990-ben történt meg. Kezdetben nyílt kikiáltásos kereskedés folyt, azaz a legősibb módszereket vetették igénybe. Az egyetlen technikai háttér az biztosította, hogy a kijelzőrendszereken megpróbálták nyomon követni az árfolyamokat, illetve a megkötött üzleteket nem kockás füzetben, hanem PC-n rögzítették és adták össze a forgalmat – emlékszik vissza az információtechnológia tőzsdei betörésének kezdeteire Schalkhammer Erika, a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) ügyvezető igazgatóhelyettese.

1990 és 1992 között a budapesti börze 30 millió forintot ruházott be számítógépek vásárlására, de a mintegy tucatnyi, helyi hálózatba kötött komputert kizárólag az információk rögzítésére és tárolására hasz-

nálták. A BÉT 1992-ben tette meg az első komoly lépéseket afelé, hogy számítógépeket használjanak a kereskedésben, amikor nemzetközi tendert írt ki a PHARE-program finanszírozásával. Ennek nyomán 1993 márciusában felállt az új, még ma is használatos rendszer. E fejlesztés keretében minden értékpapír ajánlati könyvet kapott – ami azt jelentette, hogy egy ajánlat már nem csak annak elhangzásáig élt –, ám az üzletkötések még mindig szóban születtek. Ennek során a kezdeményező fél számítógépen tette meg ajánlatát, a PC ezeket összegyűjtötte, de később szóban kellett ezt lehívni.

Ez a kizárólagos félautomatikus rendszer 1994 márciusáig működött. Ekkor a tőzsde elkezdte alkalmazni a rendszerben eredetileg is meglévő lehetőséget, a teljesen automatikus kereskedést, azaz a kínálatot és a keresletet a számítógép rögzítette, s a kötés a gépben, egy algoritmus segítségével jött létre. Kezdet-