

TŐKEPIAC – BRÓKERSZEMMEL

– Vendégünk volt Pacsi Zoltán, az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet leköszönt elnökhelyettese, a Budapesti Értéktőzsde ügyvezető igazgatója –

„Hajózni pedig kell“ – mondták már a régi görögök. Más okból, de szívesen szállnak hajóra a mai társadalmi és üzleti élet szereplői, hogy eszmecserét folytassanak gazdaságról, politikáról, társadalomról. Az őszi alkonyi napsütésben lágyan ringatózó Szentendre II. nevű hajó adott helyet és formabontó keretet október elsején a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem Vezetőképző Intézete által szervezett rendhagyó menedzsmenttalálkozóra. A résztvevők előbb Pacsi Zoltánnak, az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet leköszönt elnökhelyettesének, a Budapesti Értéktőzsde ügyvezetőjének tőkepiacról szóló tájékoztatóját hallgatták meg, majd kötetlen beszélgetést folytattak a témáról az előadóval és egymással. Ezt követően Hámori Balázs dékán, a BKE Vezetőképző Intézetének igazgatója tartott rövid tájékoztatót az Intézet fejlesztési elképzeléseiről, további terveiről.

Helyzet mindig van, volt, lesz, és új szituáció mindig keletkezik – mondta bevezetőjében a téma kapcsán Pacsi Zoltán. Új helyzetet teremt az üzleti világban az 1998. január elsején hatályba lépő három új törvény, amelyek alapvetően meghatározzák a pénz- és tőkepiac működését. A hitelintézeti törvény, az értékpapírtörvény és a státus törvény. Ez utóbbi a Felügyeleték összevonását, az összevont szervezet felállítását tartalmazza. További két törvény is előkészületben van: a jelzálog hitelintézetekről és a kockázati tőketársaságokról szóló törvények. Benyújtás előtt áll az új törvények módosítására vonatkozó elképzelés is. Mint az előbbieket is bizonyítják, minden mozgásban, átalakulóban van.

A leköszönt elnökhelyettes, akinek jelentős múltja, érdeme van a hazai tőkepiac kialakításában, fejlesztésében, kemény szakmai vitákban – maga is váltott. Az állami szférából átigazolt az üzleti világba. 1997. október 16-tól a Budapesti

Értéktőzsde ügyvezetője. Rövid bevezetője után a hazai tőkepiac eddigi tapasztalatait foglalta össze.

– Az első értékpapírtörvény legnagyobb érdeme, hogy hagyta a piacot fejlődni, hagyta a piaci szereplőket, hogy saját elképzeléseik és természetesen a piac igényei szerint alakítsák ki ezt az intézményrendszert – mondta az előadó. Ez oda vezetett, hogy ma van jól működő értékpapírtőzsde, egy szinte hibátlanul működő elszámolóház. Különösen fontos ez az elszámolóház esetében, annak ellenére, hogy publicitása kisebb, mint az értékpapíré. Ma van kb. száz értékpapír-forgalmazó társaság, van és volt jól működő tender, és van jól működő felügyelet. Az elmondottak jelentőségét növeli, hogy mindez nem mondható el egyetlen országban sem ebben a térségben. Elemei esetleg megvannak, az is lehet, hogy egyik vagy másik elem jobban működik, mint nálunk, de szerintem egyik ország sem jutott el arra a szintre szabályozottság és piaci infrastruktúra szempontjából, mint Magyarország. S talán ez az, ami leginkább biztosítja előnyünket ezekkel az országokkal szemben – legalábbis valameddig.

A hazai tőkepiac igen nagy előnye volt, és ma is az, hogy nagyon kicsi az állami beavatkozás – fogalmazta meg az előadó. Ha összehasonlítást végzünk más országokkal, elsősorban Csehországgal és Lengyelországgal, akikkel mindig összevetnek bennünket, róluk ugyanez nem mondható el. Egyéb országokról nem is beszélve, amelyek térségünkben kisebb szerepet töltenek be, de amelyekre sem a Nyugat, sem a befektetők nem figyelnek fel. Lengyelországban például a tőzsde ma is állami kézben, állami tulajdonban van, a lengyel privatizációs minisztériumnak máig nagy szerepe van abban, hogy mely vállalatok kerülnek be a tőzsdére, és hogyan történik a

tőzsdérevitel. Ugyanakkor a szerepvállalás azt is jelentette, hogy ez igen nagy anyagi-erkölcsi segítséget adhatott. Ez vagy jó vagy rossz, ezt mindenki ítélje meg maga, annyi tény, hogy bizonyos időszakokban ez rendkívül nagy lökést adhat a piaci fejlődésnek. Csehországban az állami segítség abban nyilvánul meg, hogy egyszerre, egy napon négyezer vállalatot vittek be a tőzsdére. Ettől aztán a tőzsde kapitalizációja – papíron legalábbis – fantasztikusan nagy lett, és mindenki elmondta, hogy jaj de jó a tőzsde. Idővel azután szépen szelektálódott, hogy melyik az a tíz-húszötven-száz vállalat, amelyeknek a részvényei ténylegesen ott vannak a tőzsdén.

Magyarországon ilyen típusú segítségek, beavatkozások, direkt vagy indirekt módon nem voltak – folytatta a tájékoztatót Pacsi Zoltán. Nekünk inkább mindig küzdeni kellett az állammal, hogy segítse, ne pedig akadályozza a tőzsdei fejlődést. Mivel az állam nem adott segítséget, a magyar tőkepiac spontán fejlődött. Én ezt azért tartom jónak, pozitívumnak, mert ez azt jelentette, hogy a piac és az infrastruktúra a mindenkori piaci igényeknek megfelelően tudott fejlődni. És ha most tőzsdét mondok, az egész tőkepiacot értem alatta. Itt az állam nem avatkozott be, nem adott adókedvezményeket, az ÁPV RT és az összes jogelődje nem igazán segítettek abban, hogy a vállalatok tőzsdére kerüljenek, tőzsdén keresztül privatizálják őket. Pont ellenkezőleg! Az a néhány vállalat, amelyet főleg ÁPV döntéssel erőltettek a tőzsdére, szépen hátrál kifelé, mert a valós tulajdonosok ezt nem akarják.

A tőkepiac fejlődését meghatározó önszabályozó szervezetek létrejöttét is nagyban elősegítette az értékpapírtörvény – ismertette el a törvényi szabályozás ezen részét Pacsi Zoltán. Önszabályozó szervezet minden egyes piaci résztvevő. Ezalatt azonban elsősorban a tőzsdét szokták érteni, amely jogosult arra, hogy saját szabályait meghozza, aszerint működjön, s ez minden egyes tőkepiaci szereplőre kötelező legyen. Az ilyen típusú önszabályozás további előnye, hogy a tőzsde rendkívül jól tud alkalmazkodni a mindenkori piaci helyzethez. A mindenkori kormányrendeleteknél sokkal rugalmasabban tudja kezelni a felmerülő problémákat, kérdéseket, új igényeket, szükségleteket. Ezért soha nem kellett arra várnunk, hogy a törvény adja meg azokat a kereteket, amelyeket a piac igényel.

Az előadó a törvény erényeit összefoglalva elmondta, hogy a tőkepiac eddigi működése során sikerült feloldani azt a problémát, hogy az első értékpapírtörvény megszületésekor nem volt tőzs-

de, nem voltak brókercégek, nem volt elszámolóház, felügyelet stb. Emiatt a törvény erősen elméleti jellegű volt, annak összes előnyével és hátrányával. A törvényalkotókat nem kötötték régi tapasztalatok, érdekek, tehát viszonylag szabadabban lehetett dolgozni, ugyanakkor a tapasztalatok hiánya is jellemezte ezt a törvényt.

Ugyanezt a gondolatot vitte tovább az új törvény – folytatta ismertetőjét Pacsi Zoltán. A tőzsde ma is önszabályozó szervezet, az elszámolóház is az, s én sok szempontból, bár idézőjelbe téve, az önszabályozó szervezetek közé sorolom azokat a brókercégeket, amelyeknél a kötöttség, legalábbis a régi értékpapírtörvény értelmében nagyon kevés. Van egy működésükre vonatkozó szabály, amelyet sokan kifogásoltak, hiányosnak tartottak. Ugyanakkor összes hiányosságával együtt arra jó volt, hogy a brókercégek a mindenkori piaci szükségleteknek megfelelően tudtak működni. Még akkor is, ha hátrányaik is voltak. Itt is voltak brókercégek, amelyek megszűntek, amelyeket meg kellett szüntetni. Voltak, amelyek bíróság előtt voltak, vannak, lesznek, de hát a gazdaság mely szegletében nincsenek ilyenek. Nem több a visszaélés ezen a területen sem, mint az ország más területein. Meg kell tanulnunk ezzel is együttélni. S aki kapcsolatba kerül ezekkel a cégekkel bármilyen minőségben, akár befektetőként, kibocsátóként, „ne adj Isten“ felügyelőként, annak meg kell tanulni azokat a taktikákat, amelyekkel ki lehet védeni, vagy legalábbis elfogadható szinten lehet tartani a buktatókat.

Teljesen új szabályozási környezetet teremtett a tőzsdeélet szereplői számára az 1997. január elsejétől hatályba lépett új törvény – mondta az előadó. Lényegesen korlátozta a korábbi szabadságot, szigorúan meghatározta a működési szabályokat, beleértve a kibocsátásokat, a brókercégeket és – bár sokkal kevésbé érintve, de mégiscsak beleértve – a tőzsdét és az elszámolóházat is. Ez a törvény bizonyos szempontból már befektetői magatartásra vonatkozó szabályokat is megfogalmaz, legalábbis olyan esetekben, amikor piaci visszaélések vannak.

Sajnos vagy szerencsére, elértük a piaci fejlettségnek azt a fokát, amikor már részletes szabályokat kell és lehet adni, mert már vannak tapasztalatok. A törvényalkotók már körülbelül tudják, hogy mely területek azok, amelyeket szabályozni, esetleg részletesen szabályozni kell, s melyek azok, amelyeknél szabadabban lehet meghatározni azt a „játékteret“, amelyen belül a piaci szereplőknek dolgozniuk lehet. Minden

egyes piaci szabálynak az a célja, hogy átlátható legyen, hogy a piac működése megismerhető legyen, az ott történő események nyilvánosak legyenek minden egyes piaci szereplő számára. Ez a piac rendkívül nyitott volt és marad is.

Rendkívül kemény és szigorú szabályok vannak most már a brókercégekre vonatkozóan – ismertette a törvényalkotás új elemeit Pacsi Zoltán. Ezek javarésze még nem lépett hatályba. Van egy átmeneti idő, amely december 31-én lejár, és 1998. január elsejétől szinte az összes szabálynak, ami a törvényben van, meg kell felelni. A törvény „jószágát“ bizonyítja az is, hogy a brókercégek az új szabályokhoz alkalmazkodva vagy megerősítik eddigi pozícióikat, vagy pedig sajnos az is előfordulhat, hogy megszűnnek oly módon, hogy vagy visszaadják engedélyüket, nem vásárolnak tovább, felvásárolják őket, vagy egyesülnek más cégekkel. Igen nagy a mozgás a brókercégeknél. Engem meglepett, hogy még mindig megjelennek új társaságok a palettán. Vannak kilépők, de sok olyan új belépő van, aki már az új törvények, szabályozások szellemében kezdi meg működését. Év elején az volt a várakozásom, hogy a brókercégek száma az év során százról hatvan-hetvenre csökken. Ez nem következett be. Az a véleményem, hogy ez a piac nagyon kicsi ahhoz, hogy ennyi céget elbírjon. Hasonlattal élve: sok az eszkimó és kevés a foka.

Annak ellenére ez a véleménye az előadónak, hogy fantasztikusan belelendült az értékpapírpiac, hogy rengeteg új társaság jön létre, hogy a Budapesti Tőzsde tavaly a világon a második leggyorsabban növekvő tőzsde volt árfolyamértékét tekintve. Idén is fantasztikusan növekszik a forgalom, az árfolyam, bővül az értékpapírpiac.* Lehet, hogy idén szintén be fogja állítani ezt a csúcst. Ez azt jelenti, hogy odafigyel ránk a világ. E fantasztikus növekedést mindenki igyekszik kihasználni. Kivéve a magyar társaságokat!

Számomra meglepő, hogy ilyen tőzsdebumm ellenére, ami Magyarországon van immár másfél éve, az általam elvárnál jóval kevesebb hazai kibocsátó társaság igyekszik a tőzsdére – fejezte ki csodálkozását Pacsi Zoltán. Az, hogy ma hatvan-hatvanöt részvénytársaság van benn a tőzsdén, még mindig nagyon kevés. Emlékszem arra, hogy a nyolcvanas évek küszöbén, amikor Bécsben volt a nagy tőzsdebumm, amikor odamentek az amerikai cégek, ott volt a befektetési alap, a

nyugdíjalap, fantasztikus kereslet volt, s majdnem így mentek föl az árak mint nálunk most, mindenki ment a tőzsdére, hogy jaj de jó, hogy így lehet tőkét szerezni. Ehhez képest a magyar vállalatok még alszanak itthon. Lehet, hogy azért, mert az új tulajdonosok még erősítgetik pozícióikat, s mert a cégek privatizációja sem zárult még le, de az is lehet, hogy általam nem ismert magyarázatok vannak. Mindenesetre elég vérszegény magyarázatok lehetnek. Az is lehet, hogy még nem látják az előnyeiket annak, ha ott vannak a papírjaik a tőzsdén – a kétségtelen hátrányokkal szemben.

A tőzsdeélet fejlesztésének további irányairól folytatta ismertetőjét az előadó: A kockázati tőketársaságokról, kockázati tőke alapokról készül egy törvény, ami kicsit késésben van, de szeretnénk, ha minél előbb elkészülne. Abból a szempontból is egy kicsit szkeptikus vagyok, hogy kell-e ez a törvény még idén nekünk, ez az egy dolog hiányzik-e feltétlenül a működésünkhöz. Egy veszélyes dolog van benne, nevezetesen az, hogy kedvezményeket kívánnak adni a társaságok működéséhez. S bár még nem vagyok nagyon öreg, azt tudom, hogy ahol kedvezményeket lehet adni, ott mindenféle csúnyaságok szoktak történni, s nem mindig az kapja, aki jogosult rá. A másik lényegesebb dolog, hogy mind az értékpapírtörvényhez, mind a hitelintézeti törvényhez hozzá akarnak nyúlni. Ennek technikai oka van, nevezetesen az, hogy tavaly, amikor Magyarországot felvették OECD-be, Magyarország kötelezettséget vállalt arra, hogy 1998. január elsejétől a fiókok működését lehetővé teszi. Ehhez szükséges a fióktörvény megalkotása. A fiókok hitelintézeti és tőkepiaci szférában való megjelenését megfelelő törvénnyel szabályozni kell. Ezért mindenképpen hozzá kell nyúlni ezekhez a törvényekhez, hogy hogyan jöhetnek létre hitelügyletek, milyen követelményeknek kell megfelelniük stb. Ez sok pontot érint, de nem nagy munka jogtechnikai szempontból. Közgazdasági, nemzetgazdasági szempontból rendkívül fontos. Gyakorlatilag mondhatom azt, hogy ma még senki nem tudja, hogy milyen jelentőséggel bír az, hogy egy nemzetközi bank nálunk megjelenhet, és itt fiókot nyithat. Hogy a piacból milyen szeletet tud kikanyarítani, hogyan érinti majd a lakossági betéteket, értékpapírügyleteket. Félelmek, remények vannak. Olyan dolog ez, amit szeretnénk is, meg nem is.

A puding próbája, ha megeszik – mondta nem titkolva szkepticizmusát az univerzális bankrendszer kialakítására célozva Pacsi Zoltán.

* Pacsi Zoltán előadása még a nagy tőzsdei áresés előtt hangzott el – a Szerk.

Szintén egy korábbi kormánydöntés okán törekszünk arra, hogy kialakuljon az univerzális bankrendszer, vagy legalábbis az univerzális bankrendszer egy válfaja, s abban a bankok saját jogon értékpapír-műveleteket végezhesenek. Ez szemben áll a korábbi rendszerrel, amikor a bankok saját mederben, saját szervezeten belül nem végezhetek ilyen tevékenységet. Ha ezt akarták, akkor joguk volt ahhoz, hogy saját tulajdonukban levő brókercéget hozzanak létre. A törekvés az, hogy még ezt a korlátot is feloldják, és ezt saját maguk végezhesék. Ez elsősorban a banklobby igen erős törekvése, bár én igen nagy piaci igényt nem látok rá. Nem értem, miért fontos, hogy ez a törvény még idén megszülessen. Dehát az szakmai kérdés, hogy melyik közvetítőrendszert válasszuk rövid vagy hosszú távon. Sokan hivatkoznak arra, hogy ez EU-előírás, de én még ilyen előírással nem találkoztam. Sokan mondják, hogy egész Európában így van, ezzel én nagyon tudnék vitatkozni, mert vannak más példák is. Sokan hangsúlyozzák ennek előnyeit, hátrányait. Pillanatnyilag van róla kormánydöntés, s ezt a törvényt a Pénzügyminisztérium mindenképpen meg akarja csinálni. Emiatt kell nagyobb mértékben az értékpapírtörvényt, kisebb mértékben pedig a hitelintézeti törvényt átalakítani. A készülő törvény szerint a bankok tőkepiaci szerepvállalása legkorábban 1998. január elsejétől válik lehetővé. Az azt megelőző év egyrészt felkészülési idő, másrészt a megfelelő jogi háttér, szabályozás létrehozására szolgál.

A tájékoztatót követően Pacsi Zoltán választott az érdeklődők kérdéseire. Az első kérdés a pozíciójára vonatkozott. Különös tekintettel arra, hogy bár még az Állami Pénz- és Tőkepiac Felügyelet elnökhelyettese volt, a Budapesti Értéktőzsde ügyvezetője lett. Sietett eloszlatni azt a hitet, hogy ezt párhuzamosan lehet csinálni. Egyszerűen arról van szó, hogy a közhivatalból átmegy az üzleti szférába. Ennek egyik, de nem egyetlen oka az értékpapírtörvény szakmai vitájában a felügyelet összevonásáról, az univerzális bankrendszer kialakításáról vallott munkatársaiétól eltérő álláspontja. Tájékoztatójából is kiderült, hogy eddig is közeli kapcsolatban volt a tőzsdével, de most nyilván új szereposztásban foglalkozik vele. Sok hasonlóság van a két munka között. Arra a kérdésre, hogy tőle mit vár a tőzsde, azt válaszolta, hogy talán azt várja, hogy működjön. A tőzsde ügyvezető igazgatója működteti az egész szervezetet, próbál piacot csinálni, szabályokat készíteni hozzá, a kibocsátók és természetesen a tulajdonos brókercégek érdekeit

kísérli meg érvényre juttatni úgy, hogy a tőzsde jól működő, átlátható piac legyen. Igen nagy feladataik vannak már a közeljövőre vonatkozóan. A tőzsde most vásárol új kereskedési rendszert, másfél éves ügylet közeledik a végéhez. Nemzetközi tender kiírása alapján esett a választás az ausztrál rendszerre, amely a szakértők szerint a világ élvonalába tartozik. Ennek eredményeként teljesen automatizálható lesz a tőzsde kereskedése. A mai gyakorlat szerint van automatizált, nyílt kikiáltásos kereskedés, van félig automatizált, félig nyílt kikiáltásos rendszer. Az új rendszer által olyan új piacok is megnyílhatnak, amelyek eddig egyáltalán nem léteztek, például az akciós piac. Ez utóbbi fantasztikusan nagy lehetőség lesz, amely forradalmasíthatja az egész kereskedési rendszert. A határidős kereskedésnek is igen nagy lendületet nyújthat. Mindenképpen szükséges annak az erősítése, hogy minél több értékpapír kerüljön be ténylegesen a tőzsdére. Elképzelései szerint sokkal aktívabb kapcsolatot kell kiépíteni a kibocsátó társaságokkal, meg kell szüntetni a tőzsde elit jellegét. Ne a tőzsde válassza ki, hogy ki léphet be ebbe a klubba. A tőzsde kereskedési hely, ahol meg kell engedni, hogy minél több vállalat odaférjen. Ez mindenkinek jó. A tőzsdének is, a brókernek is, ha távlatokban gondolkodunk, akkor az egész országnak.

A külföldi tőkebefektetők tőzsdei részvételére vonatkozó kérdésre elmondta, hogy ha a forgalmi statisztikákat nézzük, változó arányban ugyan, hol hetven, hol hatvan százalék, de mindig ötven százalék fölött van a külföldi befektetők részaránya a tőzsdei forgalomban. Ezek zömmel intézményi befektetők, nyugdíjalapok, amerikaiak, angolok. Erőteljes törekvések vannak arra is, hogy a külföldiek értékpapír-kínálóként is megjelenjenek a magyar tőzsdén. Egy külföldi értékpapírunk már van. Tudomása szerint még ebben az évben további két-három értékpapír jöhet be a magyar tőzsdére. A következő években pedig ez az arány tovább növekszik. A tőzsdei jelenlét egyébként rengeteg kötelezettséggel is jár, amit a cégek nem szívesen vállalnak, s nem jönnek ide, ha már ott vannak a papíraik Londonban, Frankfurtban.

Milyen pozíciót foglalunk el a térségben, s milyen a viszonyunk a világ nagy tőzsdéihez – hangzott a következő kérdés. Az ügyvezető igazgató meggyőződése, hogy a magyar tőzsde a térség legfejlettebb tőzsdéje. Kereskedési, elszámolási, rendszerét, átláthatóságát és szabályozottságát tekintve is összességében a legjobb. Iszonyatos nagy verseny van a tőzsdék között,

hogy odacsalogathassák a befektetőket, sikerpropagandát folytatva. A lengyelek nagyon jól el tudják adni magukat, a cseheknél kormányzati szinten ment ugyanez. A többi országban gyakorlatilag még nem működik a tőzsde. Bár van Bukarestben, Pozsonyban, Ljubljanában tőzsde, igazából egyik sem állja a versenyt. Ugyanakkor nem szabad elfelejteni, hogy a „Nagy Medve“ még alszik. Amennyiben lesz Oroszországban tőzsde, be tudnak vonni nagy cégeket, a kapacitás okán inkább lehet Moszkva a térség központja. Ma még Magyarország előnye, hogy nálunk nincsenek bizonytalansági tényezők, szabályozottságát, pénzügyi infrastruktúráját tekintve a mienk a legkiépítettebb. A nagy hagyományokkal rendelkező tőzsdékkal persze még irreális lenne összehasonlítani magunkat.

Az értékpapírtőzsde és az árutőzsde összevonására kérdezett rá egy másik résztvevő. Pacsi Zoltán elmondta, hogy bár mindkét fél kinyilvánította egyesülési szándékát, a közös nevező még hiányzik. Ez egyebek mellett elsősorban a különböző szabályozási szintből adódik. Az árutőzsdére vonatkozó szabályok jóval enyhébbek az értéktőzsdére vonatkozó szabályoknál. Ma még borzasztó személyi és szervezeti ellentétek akadályozzák a két tőzsde összevonását. A kitűzött cél mindenképpen a piac egységesítése.

Nemzetközi szinten is jobban tudnánk érvényesülni.

– Vajon miért nem jelennek meg szívesen a magyar társaságok a tőzsdén? – tette fel a kérdést egy másik résztvevő.

Pénz- és munkaigényes a tőzsdén való megjelenés, válaszolta Pacsi Zoltán. A tőzsdei bevezetés ma mintegy hat-nyolc-tíz-tizenkettő hónapos előkészítést igényel – a vállalatok helyzetétől függően. Az új tulajdonosok egyelőre azzal vannak elfoglalva, hogy rendbe tegyék a vállalatokat. A belső szerveződést, az adósságot stb. kell ellenőrizniük. A tőzsdei bevezetés a következő fázis. Visszatartja a cégeket a tőzsdei részvételtől az is, hogy ott minden nyilvánosan történik.

Az esti sétahajózás igen jó hatással volt a résztvevőkre, akik jelentős része a BKE Vezetőképző Intézet körében működő Menedzserklub alapító és tőrzstagja. Szeretik ezeket a rendezvényeket. Véleményük szerint ezek az események védelmet nyújtanak a szellemi elsivárosodás ellen. Garancia erre az előadók személye, akik többnyire saját szakterületük legnagyobb tudorai. Ugyanakkor alkalmat teremtenek az ismerősökkel, barátokkal, az üzleti világ más szereplőivel való találkozásra.

Urbán Margit

**Ne felejtse el megújítani
előfizetését 1998-ra!**