

TŐZSDÉK ÚJRAEGYESÜLÉSE MAGYARORSZÁGON

BÉT Elemzések, 2005. október

A Budapesti Értéktőzsde 15. születésnapjára készített kiadvány utolsó lapjain azt olvashatjuk, hogy megindult azoknak az elképzeléseknek a megvalósítása, melyek Magyarországon újra egy intézményben képzelik el az áru- és értéktőzsdei funkciók ellátását. A két tőzsde piacainak újbóli egyesülése a tervek szerint 2005. november 2-i dátummal kerül majd a tőzsdei krónikákba. Ezen a napon indul ugyanis a kereskedés az integrált piacon. Az integrációval a várakozások szerint kihasználhatók lesznek majd azok az előnyök, amelyek egy a tőzsdei szolgáltatásokat, és az elszámolási szolgáltatások vertikumát átfogó intézmény létrehozásából származnak. Az integráció az elérhető termékeket tekintve is sok újdonságot hoz majd mind a BÉT-en, mind a BÁT-on kereskedő tagoknak.

Az integráció hosszú történetéről röviden *

Az Áru- és az Értéktőzsde egyesülésének kérdése nem új keletű jelenség, története egyidős a magyarországi tőkepiac történetével. Magyarországon a tőzsdei jellegű kereskedés intézményesített formában az 1850-es években kezdte meg működését. Az 1853-ban létrejött Pesti Lloyd Társulat, melynek gabonakereskedő társaságok voltak tagjai, 1854-ben létrehozta a Gabonacsarnokot, melyen ettől kezdve tőzsdészerűen kereskedtek gabonával. Ebben az időszakban az értékpapírok másodlagos forgalmának megteremtésénél sokkal fontosabb volt egy jól működő gabonapiac létrehozása. Ezt indokolták és elő is segítették az időszakban zajló folyamatos háborúk – 1853-56: krími, 1859-60: osztrák-olasz-francia, 1864: porosz-dán, 1866: porosz-osztrák – melyek hatalmas és folyamatos keresletet támasztottak gabona iránt és ezért ez az időszak aranykor volt a gabonatermelők életében.

Állami kezdeményezésre 1864-ben alakult meg a Pesti Áru- és Értéktőzsde (1873-tól a főváros egyesítését követően Budapesti Áru- és Értéktőzsde), melynek első elnöke egészen 1900-ig Kochmeister Frigyes volt. Így már a kezdetektől közös intézményben működött az áru- és értékpapírpiacon, azonban egészen 1868-ig párhuzamosan folytatta tevékenységét a Gabonacsarnok is. A legnagyobb gabonakereskedők fölöslegesnek érezték a párhuzamos szervezet fenntartását, ezért 1868-ban keresztülvitték a Gabonacsarnok és a BÁT egyesítését.

* A két tőzsde történeti összefoglalásakor a BÉT fennállásának 15. évfordulójára készített könyv szolgált alapul, melyben még nagyon sok érdekes információ található a múlt századi és a mai tőzsde történetéről. (Korányi G. Tamás – Szeles Nóra: Tőzsde születik - A Budapesti Értéktőzsde jubileumi kiadványa, 2005.)

A BÁÉT európai mércével mérve is viszonylag hamar nagy jelentőségre tett szert. A nyitást követő évek elsősorban az áruszekciónak kedveztek és a gabonaforgalom folyamatos bővülésével a BÁÉT az első világháború előtt Európa vezető gabonatőzsdéjévé vált. Az értékpapírpiacon felfelé ívelő periódusok, és a tőzsdekrachokat követő stagnálás periódusainak váltakozása jellemezte. Rendkívül erős volt a kapcsolat a budapesti és a bécsi tőzsdei árfolyamok között, amit az a tény is erősített, hogy sok cég papírjait mindkét börzén jegyezték. Az értékpapír-piac nemzetközi elfogadottságát jelezte, hogy a budapesti árfolyamokat Bécsben, Frankfurtban, Londonban és Párizsban is közreadták.

A tőzsdét az 1864-1948-as időszakban három alkalommal zárták be. Először 1919-ben a Tanácsköztársaság kikiáltását követően, de ezt megelőzően már 4 éve tőzsdezárlat volt érvényben az első világháború miatt. 1919-ben újból megnyitotta kapuit a BÁÉT és ezt követően a nagy gazdasági világválság második évében, 1931-ben zárta be újból kapuit a Tőzsde. Az 1932-es újrainyitást követően egyrészt Budapest ostroma szakította meg a folyamatos működést, másrészt az egypártrendszer létrejötte után "végleg" felszámolták a Tőzsdét, mint a kapitalista rendszer egyik szimbólumát.

Több mint negyvenéves szünet után, a közép-kelet-európai országok közül Szlovénia után Magyarországon másodikként nyílt meg újra a rendszerváltás egyik szimbólumának tekintett tőzsde. A Budapesti Értéktőzsde 1990 júniusában jött létre, a Budapesti Árutőzsde pedig alig egy hónappal ezt követően tartotta alakuló ülését. A tőzsdék megnyitásának fontos előzménye volt a nyolcvanas években fokozatosan kialakuló kötvénypiac és az 1990 márciusában életbe lépő értékpapír-törvény.

Az áru- és az értéktőzsde 15 éves "újkori" történetének mérföldkövei	
BÉT	BÁT
1990 végén 6 bevezetett részvényvel zárja első évét a Tőzsde	1990. július - a Budapesti Árutőzsde létrehozza a gabonaszekciót.
1991. április – először publikálják a BÉT indexét, akkor még BTI néven	1991. június - Megnyílik a Budapesti Árutőzsde élőállat- és hús szekciója.
1992. december - BÁT-BÉT paktum. Megegyezés két területen: az Árutőzsde Törvény létrehozásában, és a KELER megalapításában. A devizapiacot továbbra is versenyszférának tekintik a tőzsdék.	
1993. március – üzembe helyezik a Központi Piac Támogató Rendszert (CMSS)	1993. március – kaput nyit a BÁT devizaszekciója
1993. október - Az MNB, a BÉT és a BÁT létrehozza a Központi Elszámolóház és Értéktár Rt.-t (KELER Rt.). A BÁT és a BÉT részesedése 25-25%.	
1995. március – debütál a határidős piac	1994. március - megszületik az 1994. évi XXXIX. törvény az árutőzsdéről és az árutőzsdei ügyletekről.
1997. április 1. – a BUX értékének folyamatos számításának kezdete	1996. november - a BÁT 1996. évi második közgyűlése megszavazta az opciós piac 1997-es beindítását. A közgyűlés a BÁT-BÉT együttműködéssel kapcsolatban felhatalmazta a Tőzsdetanácsot a tárgyalások lefolytatására.
1998. november – az MMTS távkereskedési rendszer bevezetése az azonnali piacon	1999. március – bevezetik az Elektronikus Kereskedési Rendszert (ETS) a pénzügyi szekcióban.

1999. szeptember – az MMTS bevezetése a származékos piacon, a termi kereskedés megszűnése	2000. július - A Budapesti Árutőzsde pénzügyi szekciójában ettől a naptól a kereskedés kizárólag elektronikus formában történik.
2000. február – az opciós piac indulása	
2002. június 30. – a BÉT részvénytársasággá alakul	2000. november - elektronikus kereskedelem bevezetése a gabonaszekcióban is. A nyílt kikiáltás befejezését követően még egy óra áll majd az alkuszok rendelkezésére további üzletkötésre. (12.30-13.30).
2004. június 1. – a BÉT az Európai Tőzsdeszövetség, a FESE teljes jogú tagjává válik	

Forrás: BÁT, BÉT, Korányi-Szeles

A megalakulást követően sikeresen tudott együttműködni a két tőzsde az elszámolóház (KELER) létrehozásában, azonban a határidős devizapiac működtetésének kérdésében egészen az integráció megvalósulásáig versenytársaknak tekintették egymást. Ezen a területen - különösen a kezdeti években - az Árutőzsde bizonyult sikeresebbnek. A piac megosztottsága ugyanakkor jelentős hatékonyságbeli veszteséget okozott a piaci szereplőknek, hiszen a tőzsdei piacok működtetése azon kevés „iparágak” közé tartozik, ahol a piac koncentrációja egyértelműen javítja a szolgáltatás minőségét.

Az egyesítésről szóló tárgyalások többször is napirendre kerültek a két társaságnál, a legutóbb 2003-ban, amelyek végül 2005 októberében az egyesülés sikeres létrejöttével zárultak. A két piac egyesülése valójában az áru piacok BÉT általi átvételét jelentette, amellyel párhuzamosan a BÁT beszüntette saját piacának működtetését, így formálisan nincs szó a két tőzsde intézményének egyesüléséről, illetve a BÁT BÉT-be való olvadásáról.

A két tőzsde egyesítésének fontos előzménye volt egy vertikálisan integrált tőkepiaci modell kialakítása, mely az áru- és értékpapírtőzsdei szolgáltatásokat, valamint az elszámolási szolgáltatásokat egy integrált intézmény keretein belül képzelte el. A tervek megvalósításában meghatározó esemény volt a két tőzsde részvénytársasággá alakulása. Az átalakulás során a vagyonhányadot kezdetben a tőzsdei kereskedőcégek között osztották fel, a későbbiekben azonban ugyanaz a befektetői kör szerzett meghatározó részesedést a BÁT és a BÉT tulajdonosai között, így mindkét részvénytársaság közgyűlésén sikerült elfogadtatni a BÁT és BÉT közötti integráció stratégiáját. A vertikális siló kialakítása azonban csak a KELER részvények 100%-ának megszerzésével válik teljessé, ezért az elszámolóház integrációja a BÉT stratégiájának továbbra is fontos elemét képezi.

A vertikálisan integrált tőkepiaci modell legfőbb előnye az lehet, hogy a piaci szereplők igényeinek kiszolgálása még hatékonyabban valósulhat meg egy intézmény keretein belül. A tőzsdei és elszámolási szolgáltatások piacán egyre inkább érezhetővé válik Magyarországon is a tőkepiacok globális nyitottsága. Hiszen erősödik a verseny, a globális tőkepiacon kell megállniuk a helyüket az intézményeknek, melyre együttes erővel, a fejlesztések összehangolásával és komplett szolgáltatási skálával nagyobb esélyük van.

Termékek a BÉT áru- és pénzügyi piacán az integráció után

Az áru termékek kereskedésére az a konszenzus született, hogy a BÉT egy önálló, új szekcióban biztosítja a termékek kereskedhetőségét, a kereskedett termékek körét pedig alapvetően a BÁT igényei határozzák meg.

A pénzügyi termékek körének kialakításáról a tárgyalások a BÉT és a BÁT képviselői között 2004 februárjában kezdődtek meg a deviza és kamat piaci szereplők bevonásával. A tárgyalások során - az elszámolóház érveit is figyelembe véve - a BÉT az ügyletkörök tekintetében elfogadta a BÁT-gyakorlatot, azaz a piacok integrációjával a BÉT deviza, illetve kamat ügyletköre egy egységes pénzügyi ügyletkörre olvadt össze. Az elszámolóházi biztosítékok kapcsán pedig elfogadták a szereplők, hogy a KELER egységes Kollektív Garancia Alapot működtessen a származékos és az áru szekcióra. A tárgyalások eredményeként, a két piac szereplői által megfogalmazott igényeknek megfelelően alakította ki a BÉT a közös piac termékkörét. Ahhoz, hogy az így kialakult termékek az integrált piacon megjelenhessenek, szükséges volt az, hogy valamennyi olyan BÁT-on kereskedett termék, amely az integrált piaci termékkörbe bekerült, megjelenjen a BÉT-en is az indulásig, és a termékek jellemzői teljesen azonosak legyenek a két tőzsdén.

Átvett termékcsoportok

A BÁT 2005. július 20-i szekcióülésén döntés született arról, hogy a mely árutermékek kereskedésére nem lesz szükség a BÉT-en, mely termékeket vezetnek ki a BÁT-ról. Így a BÉT-en nem lesz hús ügyletkör, és további illikvid termék átvételére sem volt szükség.

Új termékként jelentek meg 2005. október 12-én az egyhetes kontraktusok, melyek lejáratai szerdától szerdáig élnek, s lényegesebb tulajdonságaikat tekintve megegyeznek a megfelelő hónapos lejáratú termékekkel, keresztkontraktusok esetén a deviza-elszámolásúakkal.

Az egyhetes kontraktusok bevezetése után egy héttel a BÉT felvette a deviza alapú deviza elszámolású opciós keresztkontraktusokat is a kereskedhető termékei közé.

Egyes termékek kontraktusméretének összehangolása

A deviza keresztkontraktusok mérete – néhány terméket leszámítva - a BÁT-on 100 000 egység, míg a BÉT-en 1 000 egység volt. Ahhoz, hogy a KELER Rt. a pozíciókat közvetlenül a BÁT tevékenységének megszűnése után át tudja vezetni, szükség volt arra, hogy BÁT a jellemzően a részvény alapú határidős termékek esetén alkalmazott felaprózással (split) a problémás termékek kontraktusméreteit a BÉT megfelelő termékeiéhez igazítsa.

Keresztkontraktusok elszámolása különbségének kezelése

Az egyik legfontosabb különbség a deviza keresztkontraktusok elszámolásában mutatkozott. A BÉT-en a keresztkontraktusok devizában képzett árkülönbözetének elszámolása naponta forintban történt, míg a BÁT gyakorlatában nap végén az árfolyamnyereség, illetve veszteség nem került forintosításra. Mivel a kérdést illetően a két piac szereplőinek megkérdezése után nem billent el szignifikánsan egyik irányba sem a mérleg nyelve, az a döntés született, hogy a BÉT ideiglenesen megduplázza a termékszámát, és bevezeti a keresztkontraktusok deviza elszámolású párjait is, s majd később, a forgalmak összehasonlítása alapján dönt: a kétféle elszámolás közül hosszabb távon melyiket célszerű fenntartani. Ennek szellemében a BÉT 2005. március 21-én – néhány termék kivételével – bevezette a forint elszámolású határidős devizakontraktusok deviza elszámolású párjait is.

Devizaopciók mögöttes termékeinek összehangolása

Másik, inkább technikai jellegű, és valódi eltérést csak a strike-ok megnyitása során okozó - különbség az opciós termékek mögöttes termékének különbözősége volt. Míg a BÉT-en kereskedett opciók alaptermékei azonnali termékek, addig a BÁT-os devizaopciók mögöttes termékei határidős termékek voltak. Bár európai opció lévén – azaz lehívásra csak lejáratkor kerülhetnek az opciók, a futamidő alatt nem – tartalmilag és árazásilag is a két termék ugyanazt jelentette, és az egyik tőzsde részéről történő módosítás sem okozott volna a brókereknek árfolyamnyereséget, illetve veszteséget. Viszont a strike-ok megnyitásában különbség mutatkozott, hiszen az azonnali és a határidős ár eltéréseiből következően a különböző módokon meghatározott ATM-ek többnyire nem estek egybe. A piaci igényeket is figyelembe véve végül a BÉT elfogadta a BÁT gyakorlatát: 2005. augusztus 15-én az összes opciós devizatermékének mögöttes termékét azonnaliról határidős termékre módosította.

Kereskedés módja az integrált piacon

A pénzügyi termékkör esetében a kereskedés módját illetően nem következett be jelentős változás a BÉT eredeti gyakorlatához képest.

Az áru piac vonatkozásában a BÁT gyakorlatát vették át, azaz egy délelőtti nyílt kikiáltásos kereskedést követ még egy délutáni elektronikus szakasz, és mind a nyílt kikiáltás elektronikus támogatását, mind a délutáni elektronikus kereskedés kiszolgálását a BÉT többi piacához hasonlóan az MMTS kereskedési rendszer látja el.

Díjak

A devizapiac tekintetében az integráció a tranzakciós díjakban hozott változást: a BÉT által korábban alkalmazott 5 Ft, illetve a BÁT-on szedett 11 Ft helyébe egy egységes, kontraktusonkénti 8 Ft-os díj lépett.

A gabonapiacra alkalmazott díjakat a BÉT változatlanul vette át, minimális különbség csak a BÉT-en alkalmazott standard díjfizetési gyakorlat áru piacra való kiterjesztéséből fakadt. Eszerint a BÉT általánosan alkalmazott éves szekcióminimum díja (gyakorlatilag egy minimum aktivitási díj) az áru piacon is megjelent, ennek mértéke azonban a többi szekciónál alkalmazottnál jóval szerényebb: évi 200 000 Ft, és az összeg a tranzakciós díjakkal lelakható.

Tagok átvétele

A BÁT deviza és kamat piacának szereplői már az integrált piac elindulását több hónappal – adott esetben évekkel - megelőzően beléptek a BÉT származékos szekciójába és kereskedési jogot nyertek a deviza és kamat piacra, így itt nem hozott jelentős változásokat a piacok egyesítése.

Az áru piacon a tagok jelentős része belépett a BÉT új áru szekciójába – amely díjfizetési kötelezettséggel nem járt - és szerezte meg a kereskedési jogot, tehát a folyamat alapvetően csak adminisztratív jellegű volt, komoly terheket nem rótt az átlépő tagokra.

Az integrált piac elindulása

A Budapesti Árutőzsdén a tervek szerint a tőzsdei kereskedés 2005. október 28-án szűnik meg és a következő tőzsdenapon, 2005. november 2-án indul majd meg az integrált kereskedés a Budapesti Értéktőzsdén.

Jelenleg a BÉT-en kereskedett pénzügyi termékek:

Forint alapú deviza határidős termékek	CHF/HUF, CZK/HUF, EUR/HUF, GBP/HUF, JPY/HUF, PLN/HUF, RON/HUF, TRY/HUF, USD/HUF
Deviza alapú forint elszámolású határidős keresztkontraktusok	AUD/USD, CAD/JPY, CHF/JPY, EURO/USD, EURO/JPY, EURO/CHF, EURO/CZK, EURO/GBP, EURO/NOK, EURO/PLN, EURO/RON, EURO/SEK, EURO/TRY, GBP/CHF, GBP/JPY, GBP/SEK, GBP/USD, NOK/JPY, USD/CAD, USD/CHF, USD/CZK, USD/JPY, USD/NOK, USD/PLN, USD/RON, USD/SEK, USD/TRY
Deviza alapú deviza elszámolású határidős keresztkontraktusok	AUD/USD, CAD/JPY, CHF/JPY, EURO/USD, EURO/JPY, EURO/CHF, EURO/CZK, EURO/GBP, EURO/NOK, EURO/PLN, EURO/SEK, GBP/CHF, GBP/JPY, GBP/SEK, GBP/USD, NOK/JPY, USD/CAD, USD/CHF, USD/CZK, USD/JPY, USD/NOK, USD/PLN, USD/SEK
Egyhetes, forint alapú deviza határidős termékek	CHF/HUF, CZK/HUF, EUR/HUF, GBP/HUF, JPY/HUF, PLN/HUF, RON/HUF, TRY/HUF, USD/HUF
Egyhetes, deviza alapú deviza elszámolású határidős keresztkontraktusok	AUD/USD, CAD/JPY, CHF/JPY, EURO/USD, EURO/JPY, EURO/CHF, EURO/CZK, EURO/GBP, EURO/NOK, EURO/PLN, EURO/SEK, GBP/CHF, GBP/JPY, GBP/SEK, GBP/USD, NOK/JPY, USD/CAD, USD/CHF, USD/CZK, USD/JPY, USD/NOK, USD/PLN, USD/SEK
Határidős kamattermékek	1 hónapos BUBOR, 3 hónapos BUBOR, 6 hónapos BUBOR, 5 éves magyar referencia államkötvény
Forint alapú deviza opciós termékek	CZK/HUF, EUR/HUF, PLN/HUF, USD/HUF
Deviza alapú deviza elszámolású opciós keresztkontraktusok	EUR/CHF, EUR/CZK, EUR/JPY, EUR/PLN, EUR/USD, GBP/CHF, GBP/JPY, GBP/USD, USD/CHF, USD/JPY, USD/PLN

Jelenleg a BÉT-en kereskedett gabona termékek:

Azonnali gabonatermékek	Búza, Étkezési búza, Extra búza, Euro búza, Takarmánybúza, Takarmánykukorica, Takarmányárpa, Nagy olajtartalmú napraforgómag, Nagy olajtartalmú repce, 34%-os szemcsézett ammóniumnitrát, Szójapellet/dara, Közép-európai búza, Közép-európai takarmánybúza, Közép-európai takarmánykukorica, Közép-európai takarmányárpa, Közép-európai napraforgómag, Közép-európai repce
Határidős gabonatermékek	Búza, Étkezési búza, Extra búza, Euro búza, Takarmánybúza, Takarmánykukorica, Takarmányárpa, Nagy olajtartalmú napraforgómag, Nagy olajtartalmú repce, 34%-os szemcsézett ammóniumnitrát, Szójapellet/dara, Közép-európai búza, Közép-európai takarmánybúza, Közép-európai takarmánykukorica, Közép-európai takarmányárpa, Közép-európai napraforgómag, Közép-európai repce, Készpénzes elszámolású gabonaindex
Opciós gabonatermékek	Búza, Nagy olajtartalmú napraforgómag, Takarmánykukorica

Az áru piac jövője

A piacok integrációja mellett a két tőzsde a termékfejlesztés területén is egyesítette erőit és számos új termék bevezetésének koncepcióján dolgozik ma is. Az arany határidős kontraktus elindítását többek között az is indokolja, hogy Magyarország a nemzetközi aranykereskedelem fontos tranzitországává vált az elmúlt években, így a termék bevezetése várhatóan nemcsak az egzotikus termékek iránt érdeklődő spekulánsokat fogja megragadni, hanem az aranykereskedőket is. A kontraktus várhatóan jövő év elejétől válik kereskedhetővé a BÉT áru piacán, és sikere esetén további nemesfém termékek bevezetése is lehetővé válna.

Még ennél is ambiciózusabb törekvés a határidős olajkereskedelem elindítása a New York-i NYMEX árutőzsdével karöltve, mely szintén a jövő évben várható. A kereskedés alapjait ugyanis az urali nyersolaj képezné, amely termékre sehol a világon nem lehet üzletet kötni, miközben a világ olajpiacának jelentős részét adja. Így a termék bevezetése iránt várhatóan jelentős nemzetközi érdeklődés is mutatkozik majd.

A fentieken túl a BÉT a légszennyezési kibocsátási egységek éppen most induló piacán is biztosítani szeretné a tőzsdei kereskedés előnyeit. Mindezekkel együtt az eddig kizárólag a gabonatermékekre koncentrázó budapesti áru piac minden téren a régió és egész Európa meghatározó áru piacává válhat.