



MAGYAR NEMZETI BANK

MNB-tanulmányok

86.

2010

OLASZ HENRIETTA–KÓCZÁN GERGELY

**Értékpapír-elszámolás és letétkezelés
Magyarországon**

Értékpapír-elszámolás és letétkezelés Magyarországon

2010. május



Az „MNB-tanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák,
és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

MNB-tanulmányok 86.

Értékpapír-elszámolás és letétkezelés Magyarországon

Írta: Olasz Henrietta*–Kóczán Gergely**

(Magyar Nemzeti Bank, Pénzforgalom és értékpapír-elszámolás)

Budapest, 2010. május

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: dr. Simon András

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1787-5293 (on-line)

* Olasz Henrietta, Magyar Nemzeti Bank, Pénzforgalom és értékpapír-elszámolás, e-mail: olaszh@mnb.hu.

** Kóczán Gergely, pénzforgalmi tanácsadó, Magyar Nemzeti Bank, Pénzforgalom és értékpapír-elszámolás, e-mail: koczang@mnb.hu.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Bevezetés	8
2. Az értékpapír-kiegyenlítésről és a letétkezelésről általában	9
2.1. Értékpapírok a modern pénzügyi piacokon	9
2.1.1. Az értékpapírok formái	9
2.1.2. A fizikai előállítású értékpapírok	9
2.1.3. Immobilizált vagy dematerializált értékpapírok	10
2.2. Értékpapír-piaci infrastruktúra általánosságban	12
2.3. Kereskedés (trading)	14
2.4. Elszámolás (clearing)	15
2.4.1. Elszámolási szolgáltatást nyújtó intézmények, funkciók	15
2.5. Kiegyenlítés (settlement)	16
2.5.1. Kiegyenlítési szolgáltatást nyújtó intézmények	16
2.5.2. Központi értéktárak megjelenése	17
2.5.3. Értékpapír-kiegyenlítési rendszerek sajátosságai	18
2.6. Letétkezelés	19
2.7. Összefoglalásul az értékpapírügylet lebonyolításában részt vevő intézmények és főbb feladataik	19
3. Az értékpapír-elszámolási rendszerek fejlődése, európai tendenciák	21
3.1. Kereskedési infrastruktúra terén tapasztalható konszolidációs törekvések	21
3.2. Elszámolás terén tapasztalható konszolidációs törekvések	23
3.3. Kiegyenlítés terén tapasztalható konszolidációs törekvések	24
3.3.1. Nemzeti alapokra épülő fejlődés és lassú konszolidáció	24
3.3.2. A nemzetközi központi értéktárak megjelenése	24
3.3.3. A kiegyenlítési infrastruktúra fejlődése az euro megjelenését követően	25
3.3.4. Határon átnyúló számlakapcsolatok (Cross-border links)	25
3.3.5. Közvetített számlakapcsolatok (relayed links)	26
3.3.6. Az európai értékpapír-infrastruktúra konszolidációjának két modellje: vertikális kontra horizontális	26
3.4. Értékpapír-piaci infrastruktúra jövőbeli kilátásai	30
4. A letétkezelés	32
4.1. A letétkezelés kialakulása	32
4.1.1. A letétkezelést mint szolgáltatást nyújtó intézmények	32
4.2. A letétkezelői iparág átalakulása	33
4.3. A letétkezelők csoportosítása	35

5. Letétkezelés, értékpapír-elszámolás és -kiegyenlítés Magyarországon	38
5.1. A hazai értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési infrastruktúra	38
5.1.1. Központi értéktári szolgáltatások	38
5.1.2. KSZF-elszámolási szolgáltatások	38
5.2. A hazai letétkezelők kialakulása és feladatai	40
5.3. A letétkezelési tevékenység szabályozása	41
5.4. Tradicionális letétkezelői szolgáltatások Magyarországon:	42
5.5. A letétkezelés szervezeti struktúrája	43
5.5.1. A letétkezelés helye a bankon belül	45
5.5.2. Kommunikációs csatornák	46
5.6. A hazai letétkezelői piac szerkezete	46
5.6.1. Értékpapírtípusonkénti megoszlás	47
5.6.2. Tulajdonosi szektor szerinti megoszlás	49
5.7. Díjak	62
5.8. Tranzakciók	63
5.8.1. Egy német intézményi befektető magyar állampapír-vásárlásának elszámolása	63
5.8.2. Egy amerikai intézményi befektető tőzsdei részvényvásárlásának elszámolása	64
5.8.3. A tranzakciók alakulása 2008-ban	65
5.9. Válság hatása	66
5.10. Jövőbeli kilátások	67
6. Összefoglalás	68
7. Szószedet	70
Felhasznált irodalom	72
Melléklet	73

Rövidítések jegyzéke

ADECH:	Görög Központi Értéktár
ADR:	American Depository Receipt, amerikai letéti igazolás
APK:	Finn Központi Értéktár
BÉT:	Budapesti Értéktőzsde Zrt.
Bszt.:	a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. CXXXVIII. törvény
BVLP:	Bolsa de Valores de Lisboa e Porto, Portugál Tőzsde
CBF:	Clearstream Banking Frankfurt, a Clearstream International leányvállalata
CBL:	Clearstream Banking Luxemburg, a Clearstream International leányvállalata
CCDVT:	Caisse Centrale de déppts et de virements des titres, Francia Központi Értéktár
CCP:	Central Counterparty, Központi Szerződő Fél (KSZF)
CPSS:	Committee on Payment and Settlement Systems, Fizetési és Elszámolási Rendszerek Bizottsága
CRESTCo:	Egyesült Királyság központi értéktára
CSD:	Central Securities Depository, Központi Értéktár (KÉT)
DR:	Depository Receipt, letéti igazolás
DTCC:	Depository Trust & Clearing Company, Központi Értéktár az USA-ban
DvD:	Delivery versus Delivery, értékpapírügylet kiegyenlítése különböző értékpapírok egymással szembeni leszállításával
DvP:	Delivery versus Payment, értékpapírügylet kiegyenlítése fizetés ellenében történő leszállítással, egy olyan mechanizmus, mely során egy eszköz leszállítása akkor és csak akkor történik meg, mikor a pénz átutalása. (Valós időben kerül kiegyenlítésre az ügylet értékpapír- és pénzlába.)
EKB:	Európai Központi Bank
FoP:	Free of Payment, fizetés nélküli ügylet, mely során az értékpapírügylet kiegyenlítése pénzáramlás nélkül valósul meg
ICSD:	International Central Securities Depository, Nemzetközi Központi Értéktár (NKÉT)
IOSCO:	International Organization of Securities Commission, Értékpapír Felügyelet Nemzetközi Szervezete
ISIN:	International Securities Identification Number, Nemzetközi Értékpapír-azonosító kód

KELER:	Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt.
KGA:	Kollektív Garancia Alap
LCH:	London Clearing House, Egyesült Királyság területén működő KSZF
LIFFE:	London International Financial Futures and Options Exchange
MiFID:	Markets in Financial Instruments Directive, pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv
MTF:	Multilateral Trading Facility, alternatív kereskedési platform
NCSD:	Nordic Central Securities Depository, a balti országok közös központi értéktára
OTC:	Over The Counter, tőzsdén kívüli ügyletek, mely során a tranzakciót nem szabályozott környezetben, azaz nem tőzsdén kötik meg
PSZÁF:	Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete
RTGS:	Real Time Gross Settlement, Valós Idejű Bruttó Elszámolás
SEC:	Securities and Exchange Commission, Értékpapír és Tőzsdefelügyelet az USA-ban
SSE:	Single Settlement Engine, a Euroclear értéktárainak közös informatikai kiegyenlítési platformja
SSS:	Securities Settlement System, értékpapír kiegyenlítési rendszer
STP:	Straight-through Processing, manuális beavatkozás nélküli, teljesen automatizált feldolgozás
SWIFT:	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, Globális Pénzügyi Bankközi Telekommunikációs Társaság
TEA:	Tőzsdei elszámolási alap
Tpt.:	A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény
T2:	TARGET2 (Közös valós idejű bruttó elszámolási rendszer)
T2S:	TARGET2-Securities
VIBER:	Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer (a magyar RTGS)
VPC:	Svéd Központi Értéktár

Összefoglaló

A tanulmány átfogó képet kíván adni az európai és magyar értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszerekről, az ezen infrastruktúrában európai viszonylatban végbemenő vagy épp elkezdődő változásokról, konszolidációs törekvésekről, valamint a letétkezelők kevésbé ismert, viszont annál jelentősebb szerepét kívánja megismertetni olvasóival. A tanulmányban részletesen bemutatjuk, hogy miért nem ér véget egy értékpapír-tranzakció a szerződő felek megállapodásánál és az ügylet megkötésénél, hogy pontosan mit is értünk az ügyletkötés utáni folyamatokon és ehhez milyen intézmények, infrastrukturális feltételek szükségesek.

A letétkezelés egy olyan sok és magas színvonalon nyújtott feladatokból felépülő komplex pénzügyi szolgáltatás, amely folyamatos és azonnali piaci alkalmazkodást követel meg, mivel az ügyfelek naprakész és pontos tájékoztatása elengedhetetlen azok elégedettségéhez. A letétkezelők világa azonban ennek ellenére gyakran ismeretlen, illetve kevésbé ismert a végbefektetők számára, de a befektetések és tranzakciók lebonyolítása szempontjából kulcsfontosságú. Ezért a tanulmány nagy hangsúlyt fektet a letétkezelői iparág kialakulásának, főbb jellegzetességeinek és feladatainak bemutatására, valamint a magyar letétkezelői piac szerkezetének és sajátosságainak elemzésére.

JEL: D40, E58, F15, F36, G21, L89.

Kulcsszavak: értékpapír-piaci infrastruktúra, értékpapír-elszámolás és -kiegyenlítés, konszolidációs folyamatok, ügyletkötés utáni folyamatok, letétkezelés, globális letétkezelők, alletétkezelői hálózat.

1. Bevezetés

Jelen tanulmány átfogó képet kíván adni az európai és magyar értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszerekről, valamint a letétkezelők kevésbé ismert, viszont annál jelentősebb szerepét ismerteti meg részletesen olvasóival. A tanulmány négy fő részből épül fel. Az első rész az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési folyamatokat és infrastruktúrát mutatja be, hogy pontosan mit is értünk az ügyletkötés utáni folyamatokon és ehhez milyen intézmények, infrastrukturális feltételek szükségesek. A második rész az Európában jelenleg zajló konszolidációs folyamatokra helyezi a fő hangsúlyt, ugyanis az elmúlt évtizedben jelentős változások történtek, illetve jelenleg is zajlanak az európai értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési infrastruktúra terén. A harmadik rész a letétkezelői iparágat, kialakulását, főbb jellegzetességeit és feladatait jeleníti meg. A negyedik nagyobb lélegzetvételű rész a magyar letétkezelői piacot, szerkezetét, sajátosságait elemzi részletesen.

A tanulmány készítése során több ízben beleütköztünk abba a hazai értékpapír-piacokon (is) tapasztalható jelenségbe, hogy az értékpapírpiaccal más és más szemszögből foglalkozó szakemberek (piaci szereplők, infrastruktúrák, hatóságok, szabályozók) más és más terminológiát használnak az ezzel kapcsolatos folyamatok leírására. E probléma kisebb részben jelen volt a nemzetközi angol szakmai nyelvben is, ott azonban az elmúlt évek során egyre tisztábbá váltak a fogalmak és mára egy egységes angol szakmai nyelvet használ a nemzetközi szakirodalom, illetve piaci közbeszéd. Ezzel szemben a magyar szakmai köznyelvben a mai napig igen éles különbségek vannak, amelyek gyakran egymás megértését is megnehezítik. A tanulmányunk mellékletében ezért rövid elemzést mutatunk be a jelenlegi hazai szaknyelv egyes szegmensek szerinti különbségeiről, valamint bemutatjuk az MNB által konzisztensnek és megfelelőnek gondolt hazai szókészletet (természetesen csak az alapvető kifejezések tekintetében) a szavak egyértelmű jelentésével együtt. Ezért azt javasoljuk az olvasónak, hogy a tanulmány olvasásának megkezdése előtt fussa át az e célból készített mellékletet.

Ezúton szeretnénk köszönetet mondani a KELER Zrt. munkatársainak, valamint mindazon letétkezelőknek, elsősorban a Citibank Zrt., az ING Bank Zrt., a Raiffeisen Bank Zrt. és az Unicredit Bank Hungary Zrt. letétkezelési vezetőinek és munkatársainak, akik tudásukkal és közreműködésükkel segítették e tanulmány megszületését.

2. Az értékpapír-kiegyenlítésről és a letétkezelésről általában

2.1. ÉRTÉKPAPÍROK A MODERN PÉNZÜGYI PIACOKON

2.1.1. Az értékpapírok formái

Az értékpapír-piaci infrastruktúra bemutatása előtt a pontosabb megértés kedvéért az értékpapírokról is érdemes röviden szólni. Az értékpapírokat többféle módon csoportosíthatjuk, jelen tanulmányunkban azonban csupán az értékpapírok fajta szerinti csoportosítást fogjuk szemléltetni.

Az értékpapírok fajtái megjelenési forma szerint:

– *fizikai (okirati) formában létező értékpapír*

Az a nyomdai úton előállított értékpapír, amely az egyes értékpapírok előállításának, kezelésének és fizikai megsemmisítésének biztonsági szabályairól szóló kormányrendeletnek megfelelően került előállításra.

– *fizikai, de immobilizált értékpapír*

Az a nyomdai úton előállított értékpapír, amelynek teljes kibocsátott mennyisége egy központi értéktárban került letétbe helyezésre, és onnan fizikailag ki nem kérhető.

– *dematerializált értékpapír*

Dematerializált értékpapír a törvényben meghatározott módon, elektronikus úton létrehozott, rögzített, továbbított és nyilvántartott, az értékpapír tartalmi kellékeit azonosítható módon tartalmazó adatösszesség.

A pénzügyi piacok szempontjából már csak az immobilizált és dematerializált értékpapírok bírnak jelentőséggel, ezért a továbbiakban ezekre fókuszálunk.

Az értékpapír-elszámolás infrastruktúrájának megértéséhez elengedhetetlen annak az alapvető változásnak a megértése, ami a fizikai formában kibocsátott és tartott értékpapírok korszakának lezárulta után következett be ezen a területen. Bár még ma is bocsátanak ki és adnak el a végső tulajdonosok számára fizikai formában megjelenő értékpapírokat, az ilyen formájú értékpapír-kezelés, -elszámolás és -kiegyenlítés a globális pénzügyi rendszer szempontjából gyakorlatilag jelentéktelenné vált. Kimondható, hogy ma a világ jelentős értékpapírpiacai kivétel nélkül az immobilizált vagy dematerializált formájú értékpapírok cseréjét jelentik, érdemi tőkemozgás fizikai értékpapírok cseréjével már nem megy végbe. Ami talán a laikus érdeklődő számára azonban nem nyilvánvaló, az az, hogy ez alapvetően megváltoztatta azt a módot, ahogyan az értékpapír-infrastruktúra működik. A következőkben – alapvetés jelleggel – ezért megkíséreljük kiemelni a jelenleg működő értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési infrastruktúra néhány olyan alapvonását, amely a fizikai értékpapírcseréhez képest jelentős különbséget hordoz és megértésének hiánya az egész iparág megértését korlátozhatja.

2.1.2. A fizikai előállítású értékpapírok

A fizikai előállítású értékpapírok lényege, hogy az értékpapír kibocsátója egy papírra nyomtatva vagy írva ismeri el azt, hogy az adott értékpapír tulajdonosának vagy birtokosának a feltüntetett összeggel, vagy egyéb jogok (pl. tulajdonjog) biztosításával tartozik. Ez az évszázadokon keresztül jól és robusztusan működő eljárás tehát azt tette lehetővé, hogy az adott (érték)papírt annak másodpiacán minden egyéb infrastrukturális szolgáltatás nélkül szabadon forgatni lehessen és (bemutatóra szóló konstrukció esetén) magának a papírnak a pusztán fizikai átruházása jelentette a mögöttes jogok átruházását is. Robusztussága mellett azonban a fizikai előállítású értékpapíroknak jelentős hátrányai is vannak, melyek főként

a tömeges értékpapír-tranzakciók kezelésénél, valamint a csalás és hamisítások elleni védekezésnél jelentkeztek elsősorban. Amennyiben ugyanis egy vagyoni jogot pusztán egy darab papír testesít meg, úgy az adott vagyoni jogot csak ennek mozgásával lehet átruházni, ami tömeges méretekben nem hatékony megoldás. Maga az értékpapír biztonságos tárolása is jelentős költségeket hordoz, hiszen a megfelelő biztonságról ebben az esetben fokozottan kell gondoskodni. További probléma, hogy a bűnözéssel szemben a fizikai értékpapírok rendszere elég kezdetleges védekezési lehetőségekkel rendelkezik, hiszen igen nehéz mind a hamisítás, mind a lopás kizárása.

2.1.3. Immobilizált vagy dematerializált értékpapírok

A fizikai előállítású értékpapírokon alapuló értékpapír-elszámolási rendszer gyengeségeit a pénzügyi közvetítőrendszer már viszonylag korán felismerte, így létrejöttek olyan megoldások, amelyek központi nyilvántartásra („regiszterre”) alapozták az adott értékpapír-sorozat által megtestesített jogok és kötelezettségek regisztrálását. Az értékpapírpiacok fejlődésével egyre kevésbé lehetett elviselni a fizikai értékpapírok szállításból és megőrzéséből fakadó terheket. Így létrejött az immobilizálás, majd a dematerializálás jogi intézménye. Előbbi pusztán azt jelenti, hogy létezik a fizikai értelemben kibocsátott értékpapír, amely a maga fizikai valójában testesíti meg az adott értékpapírhoz fűződő jogokat és kötelezettségeket, de a papírt vagy papírokat egy központi helyen tárolják, és mozgását gyakorlatilag megszüntetik vagy megtiltják. A dematerializálás ezzel szemben azt jelentette, hogy bár természetesen az értékpapír-kibocsátás során születnek tanúsítványok és igazolások, amelyek papíron készül(het)nek el, maguk a kibocsátott értékpapírok nem is léteznek papíron, nincs tehát olyan papírdarab, amelyre jogi értelemben azt lehetne mondani, hogy ez egy darab értékpapír az adott értékpapír-sorozatból. Fontos látni, hogy az immobilizálás és a dematerializálás csak jogilag különböznek, közgazdasági, illetve magát az infrastruktúrát érintő különbség a két jogi megoldás között nincs, ezért is tárgyalhatók az ilyen értékpapírok ebből a szempontból együtt.¹ Ennek megfelelően a továbbiakban jelen tanulmányban a kettőt összefoglalóan dematerializált értékpapíroknak nevezzük.

Ami a laikus szem figyelmét elkerülheti, az az, hogy az érdemi tartalmi különbség a fizikai és a dematerializált értékpapírok között utóbbiak központi nyilvántartása jelenti. A központi nyilvántartás ugyanis lehetővé teszi, hogy az értékpapírok átadása, tulajdonosok, illetve birtokosok közötti mozgatása ne fizikai mozgatással, hanem könyvelés útján („book entry”²), mégpedig a központi nyilvántartást vezető intézmény által végzett könyvelés útján történik. Igen ám, de ha kimondjuk, hogy központi nyilvántartás kell, éppen annak érdekében, hogy könyvelés útján tudjon az átruházás megtörténni, akkor azzal azt is kimondtuk, hogy egy adott értékpapír-sorozatot egy központi helyen kell tárolni, valamint, hogy minden értékpapír-tulajdonos tulajdonát ebben a központi nyilvántartásban nyilván kell tartani. Ha minden tényleges vagy potenciális értékpapír-tulajdonost arra kényszerítünk, hogy egy központi nyilvántartásban legyen értékpapír-számlája, akkor jelentősen szűkítjük a potenciális értékpapír-tulajdonosok körét. Ennek megfelelően természetesen közvetítőrendszerre itt is szükség van az értékpapír-tulajdonosok és a központi nyilvántartás között. Ezeket a könyvelés formájában való átruházást és nyilvántartást végző intézményeket ma központi értéktáraknak (central securities depository) nevezzük³. Fontos felhívni a figyelmet arra, hogy a „központi” szó azt jelenti, hogy értékpapír-sorozatunként egy központi értéktár lehet és nem azt, hogy egy országban csak egy ilyen funkcióval rendelkező intézmény lehet. Itt a központosság tehát nem földrajzi vagy hivatali fogalom, egyszerűen azt jelenti, hogy az adott értékpapír-sorozatnak ez a központosított nyilvántartási helye. Egy másik értékpapír-sorozatnak (akár ugyanazon kibocsátótól) lehet teljesen más a központi helye.

Kimondható, hogy a dematerializált formában értékpapír(-sorozat) csak úgy bocsátható ki (nemcsak jogilag, hanem gyakorlatilag is), ha a kibocsátó ehhez választ egy és csak egy központi értéktárat. Az, hogy egy adott értékpapír-sorozat egy központi helyen legyen nyilvántartva, azért alapkövetelmény, hogy a könyveléseken alapuló infrastruktúra képes legyen azt garantálni, hogy az értékpapír-tulajdonosoknál összesen éppen annyi értékpapír van, mint amennyit a kibocsátó kibocsátott. Ha ezt nem tudná a rendszer garantálni, akkor az értékpapír-nyilvántartás integritása kérdőjeleződne meg. Ha lehe-

¹ Lényegében e két jogi konstrukció (immobilizálás és dematerializálás) azért létezik párhuzamosan, mert egyes nemzeti jogrendszerekbe a hagyományok miatt nem, vagy nagyon nehezen lehetett beilleszteni azt a tényt, hogy az „értékpapír” nem egy darab papír. E probléma azonban pusztán csak jogtechnikai, az értékpapír-elszámolás, illetve infrastruktúra szempontjából nincs relevanciája.

² Éppen ezért is nevezi az angol nyelvű szakirodalom összefoglalóan az immobilizált, illetve dematerializált értékpapírokat „book entry” értékpapíroknak, mivel ezek esetében könyveléssel történik az átruházás.

³ A központi nyilvántartás vezetésére nemcsak a jogi értelemben vett központi értéktárak, hanem akár letétkezelő bankok is alkalmasak lehetnek. (Erre példa az eurokötvények egy régebbi jogi formátuma, ahol az egyik nagy globális letétkezelő bank járt el az immobilizált értékpapírok őrzőjeként.) A szolgáltatás tartalma azonban itt is ugyanaz: minden értékpapír-tulajdonosnak közvetve vagy közvetlenül el kell érnie ezt a szolgáltatatót, amelyet erre a kibocsátó megbízott, és amely „központi” az adott értékpapír-sorozat tekintetében.

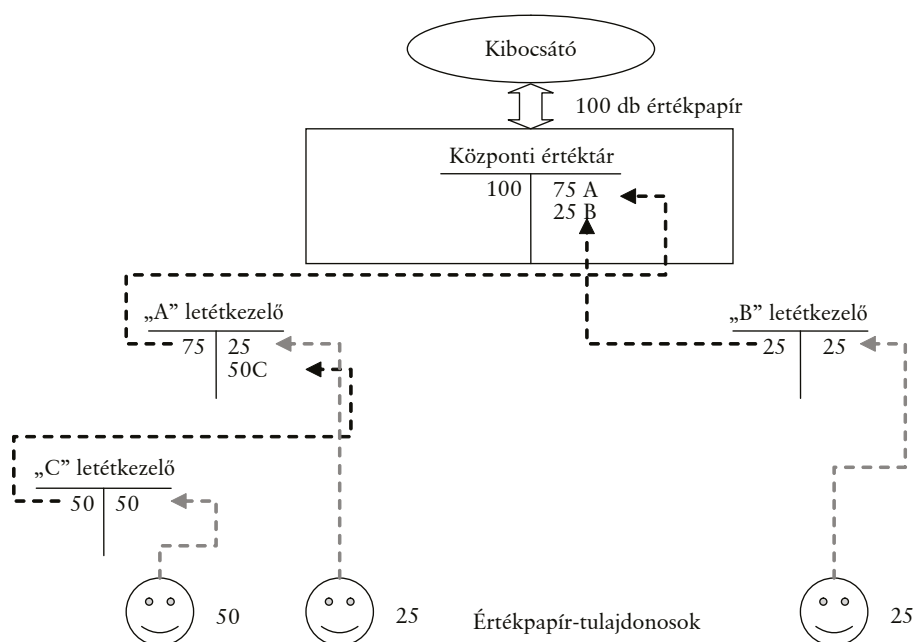
tőség lenne a könyvelésekkel több értékpapírt létrehozni, mint amennyit a kibocsátó kibocsátott, akkor az a kibocsátónak jelentene veszteséget, hiszen hirtelen az ő pénzügyi kötelezettsége („tartozása”) nőne. Ha pedig az adott sorozaton belül az értékpapírok eltűnésére (számának csökkenésére) lenne lehetőség a könyvelések által, akkor az értékpapír-tulajdonosok megrövidítése történhetne meg. Az infrastruktúrának tehát egy alapvető funkciója, hogy ezt kizárja. Könyvelésre alapuló infrastruktúra esetén ennek biztosítása pedig csak központi nyilvántartással lehetséges.

Összefoglalva tehát, a központi értéktáron alapuló könyveléssel történő értékpapír-átruházást lehetővé tévő infrastruktúra felépülésének vannak olyan alapvonásai, amelyek megértése nagyon fontos a teljes elszámolási infrastruktúra átlátása szempontjából:

1. A kibocsátó, amennyiben könyvelési művelettel (magyarán napjainkban: elektronikusan) átutalható értékpapírt kíván kibocsátani, ki kell választania egyetlenegy központi értéktárat, ahol ezt megteszi. E központi értéktár (a szakirodalomban „kibocsátó értéktár”) földrajzi és jogi helye határozza meg a „kibocsátás helyét”.
2. Ez a központi értéktár felel a kibocsátó, valamint az értékpapír-tulajdonosok (és persze a felügyelő, felvigyázó hatóságok) felé azért, hogy az értékpapírok összes állománya mindig éppen annyi legyen, amennyit a kibocsátó kibocsátott és érvényben van, se több, se kevesebb.
3. Bármilyen az adott értékpapír-sorozathoz tartozó alapvető jog (pl. az értékpapírok száma, alapcíme, a követelés nagysága, devizadenominációja, a mögöttes jog jellege stb.) csak úgy változhat meg érvényesen jogi szempontból, ha a kibocsátó és az értékpapír-tulajdonosok egyetértése esetén a központi értéktár regisztrálta azt.
4. Az értékpapír-tulajdonosoknak közvetlenül vagy közvetve a pénzügyi közvetítőrendszer segítségével el kell érniük, csatlakozniuk kell ehhez a központi értéktárhoz, amennyiben az adott értékpapír-sorozatot kívánják tartani (birtokolni, illetve tulajdonolni). Nincs olyan, hogy egy értékpapír-tulajdonos a fent leírt központosított infrastruktúrától függetlenül egy dematerializált értékpapírt, és „elviszi” azt attól függetlenül. Az értékpapír-tulajdonos természetesen akár saját számlái között is mozgathat egy dematerializált értékpapírt, de minden esetben annak igaznak kell maradnia, hogy az erre vonatkozó nyilvántartást vezető intézmény közvetve vagy közvetlenül kapcsolatban van a kibocsátó által használt központi értéktárral és ott közvetve vagy közvetlenül tartja az értékpapír-tulajdonos tulajdonának megfelelő mennyiségű értékpapírt. Ha ez nem teljesül, az értékpapír-tulajdonos valójában nem értékpapír-tulajdonos, az általa tartott követ-

1. ábra

A dematerializált vagy immobilizált értékpapírok központi nyilvántartása és tulajdonosok általi elérése



Forrás: MNB.

lés, bárhol is tartja, nem minősül az adott értékpapír-sorozat részének, jogilag ő nem tulajdonosa az adott értékpapírnak.⁴ Szemben tehát a fizikai értékpapírokkal, a dematerializált értékpapírok esetében az értékpapír tartása sohasem függetleníthető a kibocsátó által választott központi értéktártól.

2.2. ÉRTÉKPAPÍR-PIACI INFRASTRUKTÚRA ÁLTALÁNOSSÁGBAN

Az értékpapír-piaci infrastruktúra magában foglal minden, az értékpapírok és értékpapírokkal kapcsolatos termékek kibocsátásához, jegyzéséhez, kereskedéséhez, elszámolásához, valamint kiegyenlítéséhez szükséges megállapodást és technikai feltételt. Az értékpapírpiac egyenletes és zökkenőmentes működése elsősorban az infrastruktúrájának hatékonyságától és megbízhatóságától függ, azonban különösen fontos jelentőséggel bír, hogy az értékpapír tulajdonjogának az eladóról a vevőre való átruházása, valamint a fizetések lebonyolítása biztonságos és hatékony módon történjen.

Egy értékpapírügylet több egymást kiegészítő elemből tevődik össze, mint például kereskedés, elszámolás, kiegyenlítés és letétkezelés. A 2. ábrán egy értékpapír-tranzakció lebonyolítását szemléltetjük az értéklánc mentén, mely folyamatok részletesebb bemutatására a következő fejezetekben térünk ki.

Nagy vonalakban az értékpapírügylet lebonyolításának első lépése a kereskedés, mely során az eladó és a vevő megállapodik az értékpapír átruházásáról. Az ezt követő folyamatokat, amely során az értékpapír ténylegesen átkerül az eladó tulajdonából a vevő tulajdonába, összességében kereskedés utáni (post-trading) folyamatoknak nevezzük. Tanulmányunkban a kereskedés utáni folyamatok és infrastruktúrájuk bemutatására helyezzük a nagyobb hangsúlyt, magával a kereskedéssel szemben. A kereskedés utáni folyamatok közé tartozik egyrészt a megkötött ügylet elszámolása, azaz amikor a szerződő felek kötelezettségeit meghatározzák, másrészt a kiegyenlítés, mely során a kötelezettségek teljesülnek, vagyis az eladó megkapja az értékpapírja ellenértékét, míg a vevő az értékpapírt, és végül letétkezelés, mely során a letétkezelők az értékpapír-tulajdonosok számára „őrzik” az értékpapírt, továbbá minden vele kapcsolatos feladatot ellátnak.

A 3. ábra infrastruktúra oldalról mutatja be az értékpapír-tranzakció lebonyolításának értékláncát. Az értékpapír-piaci infrastruktúra kapcsán két végfelhasználóról beszélhetünk, az értékpapír kibocsátójáról és a befektetőről (az értékpapír tulajdonosáról). Az értékpapír kibocsátója egy központi értéktárban bocsátja ki az értékpapírt, majd ezt követően dönthet a tőzsdére történő bevezetés mellett is. A befektetők az értékpapír-befektetések lebonyolításához általánosságban közvetítőket, azaz bankokat és brókereket (pontosabban letétkezelőit, illetve kereskedői szolgáltatást nyújtó intézményeket) vesz-

1. táblázat

Az elszámolási és kiegyenlítési folyamatok fő lépései

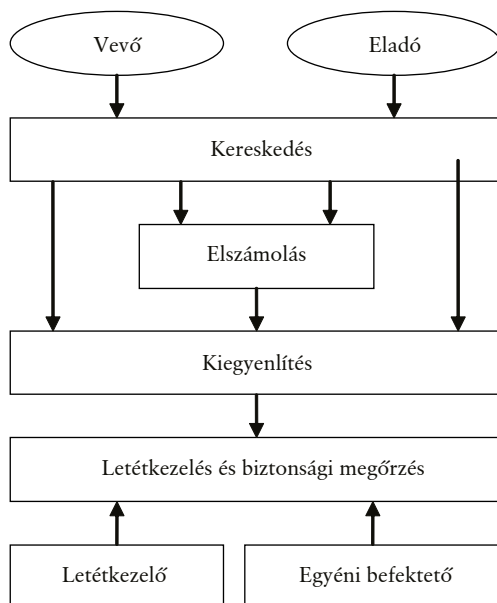
Szintek	Kulcsfontosságú lépések
Kereskedés	Az értékpapírügylet feltételeinek jóváhagyása. Az ügylet megkötése.
Elszámolás	Az ügylet elszámolása, mely révén az eladónak és a vevőnek is kölcsönösen kötelezettsége kiszámításra és egyeztetésre kerül. Elképzelhető, hogy az ügyletbe beszáll egy központi szerződő fél, mely nettósítja vagy megújítja („noválja”) a pozíciót.
Kiegyenlítés	Leszállítás: Az értékpapír átkerül az eladótól a vevőhöz. Fizetés: Megtörténik a vételár átutalása az eladónak. Jegyzési (notary) funkció: Az értékpapír tulajdonának bejegyzése.
Kiegyenlítés után	Letéti őrzés: Az értékpapír őrzése. Társasági események elszámolása, adózási szolgáltatások, szavazati jogok érvényesítése.

Forrás: European Commission Competition DG (2004).

⁴ Azért, mert például én és az én bankom megállapodunk úgy, hogy a bankom nekem a saját értékpapír-számlavezető rendszerében elismer (azaz jóváír) egy darab meghatározott IBM-kötvényt elektronikus jel formájában, az önmagában nem jelenti azt, hogy az IBM-re én követelést szereztem és ténylegesen van egy IBM-kötvényem. Ha a bankom a másik oldalon az ennek az adott kötvénynek a kibocsátására kiválasztott központi értéktárban (közvetlenül vagy akár további letétkezelők segítségével közvetve) tartja ennek a kötvénynek a megfelelőjét, mint az én letétkezelőm, akkor már igen, hiszen az ott nyilvántartott követelés hivatalosan és jogilag IBM-kötvénynek minősül, amelyet az IBM mint kibocsátó és a központi értéktár közötti szerződés hoz létre jogi szempontból és természetesen az értékpapír-kibocsátásra vonatkozó törvények védenek.

2. ábra

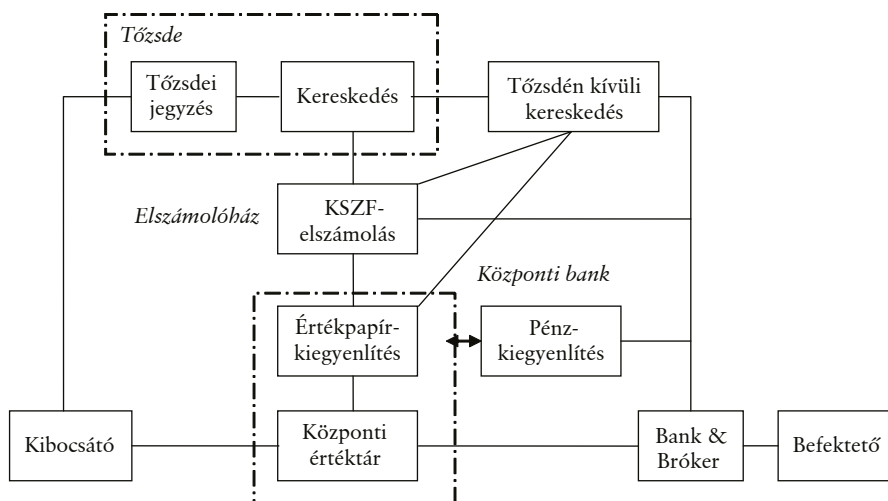
Egy értékpapírügylet általános értéklánca



Forrás: Kazarian (2006).

3. ábra

Az értékpapír-piaci infrastruktúra jelenlegi képe



Forrás: EKB, MNB.

nek igénybe, akik közvetlenül kapcsolódnak az adott ország értékpapír-piaci infrastruktúrájához (pl. tőzsdéhez, tőzsdén kívüli kereskedési platformokhoz, az elszámolóházhoz, értéktárhoz).⁵

⁵ Az ábrán az értékpapírpiacon intézményei mellett a központi bankot is megjelenítettük, amelynek közvetlenül nincs köze az értékpapír-tranzakció lebonyolításához, azonban közvetve a kiegyenlítés révén igen. Ahogy a későbbiekben bemutatjuk, az ügylet pénzügyi kiegyenlítése történhet központi banki pénzben (a terhelés és a jóváírás a központi bank rendszerében – VIBER, TARGET2 stb. – teljesül), és kereskedelmi banki pénzben is (vagyis a terhelés és jóváírás a letétkezelő által vezetett számlákon teljesül).

A folyamatok pontosabb megértése érdekében tekintsük két példát, az egyik esetben az eladó és a vevő tőzsdén köt ügyletet egymással, a másik esetben pedig egy tőzsdén kívüli (azaz OTC-) piacon⁶. A tőzsdei tranzakció esetében a tőzsdén a befektetők közvetítői megkötik az ügyletet, melyet követően az eladónak és a vevőnek is kötelezettsége keletkezik. Ezen kötelezettségek megállapítása, azaz az eladó mely értékpapírjából mekkora mennyiséget kell a vevő rendelkezésére bocsátani, és a vevőnek az értékpapírokért cserébe mennyi pénzt kell megfizetnie az eladónak, az elszámolóház feladata. A kötelezettségek kiegyenlítése az értéktárak rendszereiben történik. Egy tőzsdén kívüli ügylet megkötése esetén az előbb vázolt értékpapír-piaci infrastruktúra annyival leegyszerűsödhet, hogy az ilyen típusú ügyletek teljesítési folyamatából kihagyható az elszámolóház, ugyanis az ügylet megkötését és elszámolását a közvetítők is elvégezhetik a saját rendszereikben, a kiegyenlítést azonban ebben az esetben is az értéktár végzi el.⁷

2.3. KERESKEDÉS (TRADING)

A kereskedés a felek kölcsönös megállapodása, melynek célja az értékpapír adásvétele, vagyis egy szerződéses megállapodás, melynek keretében az értékpapír egy meghatározott mennyiségét egy meghatározott pénzüsszetre cserélik el.

A kereskedés/az ügylet megkötése: az üzletkötés egy egyeztetési folyamat, mely során a felek egy szerződéses megállapodásban jóváhagyják az ügylet határidőit, illetve feltételeit: mint például az értékpapír típusát, az árat, a mennyiséget, a fizetést, a teljesítés napját és a szerződő felet.

A kereskedési infrastruktúrát szolgáltató intézmények:

- **Tőzsdék:** A tőzsdék a hagyományos szabályozott piacok, átlátható többoldalú kereskedési rendszerekkel és transzparenciaszabályokkal.
- **Nem szabályozott, kétoldalú OTC-piacok:** A hagyományos OTC-piacokat csak intézményi befektetők és árjegyzők használják. E piacok transzparenciája a legkisebb, ugyanakkor a pénzügyi eszközök globális kereskedésének túlnyomó hányada még mindig ilyen típusú piacokon történik.
- **Alternatív/többoldalú kereskedési platformok (MTF-ek):** Viszonylag új szereplői az infrastruktúrának, a liberálisabb szabályozás (pl. tőzsdékényszer eltörlése) és kereslet nagymértékben növelte jelentőségüket az elmúlt években. Átlátható, transzparens kereskedést biztosítanak, ugyanakkor a tőzsdék szabályozottságánál jóval kevesebb adminisztratív követelményt támasztanak és rugalmasak.⁸
- **Hitelintézetek, árjegyzők saját platformjai,** amelyek lényegében egy nem szabályozott piacként működve **internalizálják** a saját ügyfelek ügyletkötéseit (befogadnak, párosítanak és teljesítenek ajánlatokat).⁹ A globális bankok mindegyike lényegében árjegyzőként is működik a pénzügyi eszközök egy széles spektrumán, így saját, nagyméretű ügyfélkörük adásvételi szándékait nagy hányadban saját platformjuk segítségével párosítani képesek. A befektetőket védő szabályozás azonban ezen platformokra is kiterjed és megfogalmazza a legfontosabb átláthatósági és elszámoltathatósági követelményeket.

A kereskedési infrastruktúra csak kereskedési szolgáltatásokat nyújt, tehát szolgáltatásai addig terjednek, hogy biztosítja azt, hogy a vételi szándék az eladói szándékkal találkozhatson. Az ügyletkötést követő lebonyolítás gyakorlatilag már nem a kereskedési infrastruktúra feladata és elvileg (és egyre inkább a gyakorlatban is) annak helye és kivitelezése a kereskedés helyétől független.

⁶ OTC-piac (over-the-counter market).

⁷ A nem tőzsdei ügyletek túlnyomó többségét bruttó módon számolják el, így nem feltétlenül szükséges egy elszámolóház szolgáltatásainak igénybevétele. A részletes indoklást lásd később.

⁸ A kötvények esetében jellemzően a kétoldalú OTC-piacoktól, míg a részvények esetében mind az OTC-részvénykereskedéstől, mind a tőzsdéktől hódítanak el kereskedési forgalmat.

⁹ Tegyük fel, hogy a J. P. Morgan mint letétkezelő bank két ügyfele köt egymással ügyletet. Ebben az esetben (mivel a számlavezető azonos) előfordulhat, hogy tranzakcióból keletkező értékpapírmozgás nem jelenik meg a központi értéktár rendszerében, hanem a J. P. Morgan internalizálja, azaz a saját rendszerein belül végzi el mind az elszámolást, mind a kiegyenlítést. (Fontos megjegyezni, hogy az internalizáció esetén is átszáll a tulajdonjog az eladóról a vevőre.) Az internalizáció hátterében az húzódik meg, hogy a letétkezelők megbízóik számláját az értéktár szintjén összevontan (omnibusz számlán) is vezethetik, azaz az ügyfelek értékpapírszámláit nem kötelesek az értéktárban külön-külön lekepezni. (Az értékpapírszámlák szegregációjáról lásd később részletesebben.)

2.4. ELSZÁMOLÁS (CLEARING)

Az üzletkötést követi a szerződő felek kötelezettségeinek **elszámolása**. A pénzügyi eszközök adásvétele során „követel” és „tartozik” pozíciók keletkeznek. Ez azt jelenti, ha eladunk egy tulajdonunkban lévő értékpapírt, akkor egyrészt pénzügyi követelésünk keletkezik, az a pénzösszeg, amelyért az értékpapírt eladtuk, másrészt értékpapír-oldali tartozásunk keletkezik, vagyis kötelesek vagyunk a vevőnek átadni az értékpapírt.

Az elszámolás a piaci szereplők kétoldalú vagy többoldalú kötelezettségeinek kiszámítását jelenti. A kötelezettségek kiszámítása történhet bruttó (ügyletről ügyletre), illetve nettó alapon (a kölcsönös kötelezettségek beszámításával). Azaz ha a pénzügyi kötelezettségeket egyenként számolják el, akkor bruttó módon történő számításról beszélhetünk, míg ha csupán a követel és tartozik pozíciók közötti különbséget számítják ki, és továbbítják teljesítésre, akkor nettó kalkulációs módról beszélhetünk. A nettósítást vagy kétoldalúan, vagy többoldalúan lehet végrehajtani. Míg a kétoldalú nettósítás során 2 partner állapodik meg abban, hogy az egymással szemben fennálló (kétoldalú) kötelezettségeiket egymással szemben beszámítják, azaz nettósítják, addig a többoldalú nettósítás során minden egyes szereplő kötelezettségét szembe állítják a többi szereplő kötelezettségével, és az így kapott kétoldalú pozíciókat szereplőnként összegzik, ezáltal szereplőnként megkapják a többi szereplővel szembeni többoldalú nettó pozíciójukat.

Az elszámolóházak és a központi szerződő felek lehetővé teszik a pozíciók többoldalú nettósítását, mely révén csökken a működési, illetve a partnerkockázat, valamint a kiegyenlítési megbízások mennyisége, ezáltal (amennyiben megfelelő kockázatkezelési elemek kerülnek alkalmazásra) jelentősen növekedhet az értékpapír-infrastruktúra hatékonysága.

2.4.1. Elszámolási szolgáltatást nyújtó intézmények, funkciók

a) Kétoldalú „saját” elszámolás

Két, az ügyletben részt vevő professzionális intézményi befektető saját, erre kialakított szervezeti egysége („back office”) leegyezteti a nem elszámolóházakon keresztül elszámolt OTC-piaci ügyleteket. Az elszámolásnak része az ügyletek ügyletkötés utáni megerősítése (konfirmálása), az ügylet kiegyenlítésére való felkészülés, valamint a partner általi kiegyenlítés megtörténtének ellenőrzése is.

b) Elszámolóházak

Az elszámolóházak a hozzájuk csatlakozó klíringtagok (elszámolási résztvevők, ezek gyakorlatilag kizárólag professzionális intézményi piaci szereplők) számára a meghatározott ügyletkörben (leggyakrabban tőzsdék vagy kereskedési platformokon megkötött uniformizált ügyletek esetében) elszámolják az ügyleteket, azaz párosítják, valamint nettózás esetén kiszámítják a nettó kötelezettségeket, illetve követeléseket.

c) Központi szerződő felek (KSZF)

A központi szerződő fél funkció azt jelenti, hogy az elszámolóház jogilag is belép a megkötött ügyletbe, vagyis az eladónál a vevőt, míg a vevőnél az eladót helyettesíti. Így az eredeti szerződés helyébe két új megállapodás lép. Mivel a központi szerződő fél így átvállalja a teljes partnerkockázatot és az ebből fakadó potenciális piaci kockázatot, ez azt jelenti, hogy a KSZF-nek igen fejlett, kifinomult és többretegű kockázatkezelési rendszerrel (pl. biztosítékok megkövetelése, ügyletkötési korlátok figyelembevétele) és valós idejű pozíciófigyeléssel kell rendelkeznie. A KSZF-et elsősorban derivatív- és értékpapírtőzsdék, illetve értékpapír-kereskedési rendszerek használják, továbbá újabban az OTC-piacokon is egyre több termék vonatkozásában van lehetőség KSZF-elszámolási szolgáltatást igénybe venni (pl. Európában az OTC repoügyletek jelentős hányada így teljesül). A KSZF-szolgáltatást jellemzően elszámolóházak nyújtják, de nem minden elszámolóház kínál ügyfeleinek KSZF-szolgáltatást.¹⁰

¹⁰ A KSZF funkció jelentőségére rávilágít a Lehman Brothers amerikai befektetési bank óriás 2008. szeptemberi csődje. A Lehman két európai leánycége is aktívan kereskedett mind a kontinentális, mind az európai szabályozott piacokon, amelyek nagy részét lefedték a KSZF-ek szolgáltatásai. Amikor az amerikai anya csődjével egy időben a két leánybank is csődöt jelentett, a legnagyobb európai KSZF-nek (az LCH.Clearnetnek) bruttó módon számítva közel 10 000 milliárd dollár névértékű értékpapír és derivatív-ügyletben (főként kamatswapok) kellett egy pillanat alatt a Lehman-leánycégek helyett teljesítő félként belépnie és helyt állnia a partnerek (a többi klíringtag) felé. A pozíciók átadását és rendezését (lezárását) az LCH.Clearnet 1 hét alatt, érdemi pénzügyi veszteség nélkül elvégezte, hála a professzionális kockázatkezelési rendszerének és a Lehmantól (mint minden klíringtagtól) megkövetelt biztosítékoknak.

d) Klíringtagok

A legtöbb szabályozott piacon a klíringtagság többrétegű, így maguk a közvetlen klíringtagok is nyújtanak elszámolási szolgáltatásokat az általuk kiszolgált professzionális vagy intézményi befektetőknek („alklíringtagoknak”).

2.5. KIEGYENLÍTÉS (SETTLEMENT)

Az elszámolás folyamatát a **kiegyenlítés** követi, amely során a szereplők kötelezettségei teljesülnek, vagyis az eladó és a vevő között megtörténik az értékpapír leszállítása, illetve kifizetése. A kiegyenlítés lehet átmeneti vagy végleges. Egy kiegyenlítést akkor tekintünk átmenetinek, ha az egyik fél törvény vagy megállapodás alapján fenntartja a jogot, hogy az eszköz átruházását visszavonja. A kiegyenlítés végleges, ha az átruházás feltétlen és visszavonhatatlan.

A kiegyenlítés funkcióját az értékpapír-kiegyenlítési rendszerek (securities settlement systems) nyújtják, melyek többségét a központi értéktárak működtetik. Az értékpapír-kiegyenlítési rendszerek azon informatikai rendszerek, amelyekben a kiegyenlítés ténylegesen lezajlik, míg a központi értéktárak az intézmények, amelyek a kiegyenlítési rendszereket működtetik. Egy központi értéktár jellemzően egy, de akár több értékpapír-kiegyenlítési rendszert is működtet (pl. Clearstream Banking Frankfurt).

A kiegyenlítés pénzoldala teljesülhet egy közvetítő bankon vagy a kiegyenlítési rendszeren keresztül jegybankpénzben vagy kereskedelmi banki pénzben. Az értékpapír kiegyenlítése általánosságban egyaránt magában foglalja az értékpapír leszállítást és kifizetését, azonban a kiegyenlítés történhet pénzáramlás nélkül is, úgy, hogy csak az értékpapírt szállítják le (FoP), vagy úgy, hogy a kiegyenlítés során különböző értékpapírokat szállítanak le egymással szemben (DvD).

A letétkezelő bankok szintjén beszélhetünk internalizált kiegyenlítéstről is, amikor az értékpapírügylet mindkét szereplője azonos letétkezelőnél vezeti az értékpapírszámláját, így az ügylet kiegyenlítése a letétkezelő könyvein belül, az értéktár könyvein történő átvezetés nélkül is megvalósulhat, tehát a folyamatból kimarad(hat) az értéktár, ahol az értékpapírt kibocsátották.

2.5.1. Kiegyenlítési szolgáltatást nyújtó intézmények**a) Nemzeti központi értéktárak (KÉT)**

A központi értéktárak az értékpapírok őrzésével foglalkozó intézmények, amelyek lehetővé teszik, hogy az értékpapír-tranzakciókat könyvelési tétellel bonyolítsák le. A fizikai formában létező értékpapírokat az értéktár immobilizálja vagy dematerializálja, azaz egy elektronikus adattá alakítja át. A „központi letétkezelésen” túl a központi értéktár számos más feladata közé tartozhat például a kiegyenlítés, az értékpapírkód-kiadás, valamint a kibocsátóknak és letétkezelőknek nyújtott egyéb szolgáltatások (pl. részvénykönyv-vezetés, részvényesi megfeleltetés, fizető ügynöki feladatok stb). A központi értéktárak nyilvántartási (notary) feladatokat is ellátnak, vagyis regisztrálják, hogy jogilag az értékpapír kinek a tulajdonában áll. A központi értéktárak eredetileg nemzeti alapon szerveződtek és működtek, vagyis a saját piacukon kereskedett értékpapírok kiegyenlítéséért feleltek.

b) Nemzetközi központi értéktárak (NKÉT)

Az Európai Unióban a központi értéktáraknak egy második típusa is létezik, amelyeket nemzetközi központi értéktáraknak nevezünk. A nemzetközi központi értéktárak csoportjába tartozik a Euroclear Bank és a Clearstream Banking Luxembourg, melyeket 1968-ban és 1970-ben alapítottak abból a célból, hogy az eurokötvényeket¹¹ immobilizálják, és a kötvények fizikai mozgatása nélkül könyvelési tétellel valósítsák meg a kiegyenlítést. A két nemzetközi központi értéktár az alapfunkciójuk teljesítése mellett kezdetektől fogva számos egyéb banki jellegű szolgáltatást is kínált a nemzeti és nemzetközi értékpapírok elszámolására, továbbá közvetítői szerepet is betöltött az egyes piaci szereplők között. Érdekesség, hogy a két nemzetközi

¹¹ A „nemzetközi” helyzet számos jellemvonást testesít meg: az eurokötvények piaca nem egy nemzeti piac, az eurokötvényeket több valutában denominálták, és a belépési szabályokat nem a lakóhely szerinti ország határozta meg.

központi értéktár a kibocsátók számára közösen (tehát nem versengve) nyújt szolgáltatásokat, pl. közös ISIN-kód kiadást végeznek („XS” ISIN kódok).

c) Letétkezelő bankok

A letétkezelő bankok közvetítők, akik a központi értéktárakhoz közvetlenül nem kapcsolódó befektetőknek letétkezelési, elszámolási és kiegyenlítési szolgáltatásokat nyújtanak. A letétkezelő bank saját belső infrastruktúrája (értékpapír-számlavezető rendszere) lehetővé teszi, hogy a tranzakciók kiegyenlítését házon belül bonyolítsák le (belső, internalizált kiegyenlítés) abban az esetben, ha az üzletkötés mindkét szerződő fele ugyanannál a letétkezelő banknál tartja a számláját. Ebben az esetben a megbízást nem kell egy külső értékpapír-kiegyenlítési rendszerbe továbbküldeni.

Az elmúlt 20 év során a letétkezelő bankok megkönnyítették a kommunikációt a külföldi bankok és a hazai központi értéktárak között, valamint szaktudásukkal jelenösen hozzájárultak az értékpapírok határon átnyúló kiegyenlítésének megkönnyítéséhez.

2.5.2. Központi értéktárak megjelenése

Korábban a nagy kereskedési volumen mellett a nagy mennyiségű fizikai értékpapír mozgatása késéseket és hibákat eredményezett, amelyek még nagyobb és jelentősebb késéseket eredményeztek. Emellett egy értékpapír-tranzakció jelentősen késedelmes kiegyenlítése likviditási problémákat is okozott a pénzügyi piacokon. Továbbá a fizikai papírok jelenléte növelte a csalás és a hamisítás valószínűségét.

A nemzeti illetékes hatóságok, valamint a központi bankok ösztönzésére néhány piacon már évtizedekkel ezelőtt létrehozták a központi értéktárakat, hogy az egész piacra vonatkozóan immobilizálják az értékpapír okiratokat, ezáltal mellőzzék a fizikai mozgásukat.¹² A technológia fejlődésével lehetővé vált a dematerializáció, melytől fogva az értékpapírok csak elektronikus formában léteznek. Az immobilizáció, illetve a dematerializáció révén az értékpapírokat a tulajdonosok között az értéktárakban már csak egy könyvelési tétellel mozgatják, azaz a kiegyenlítést tulajdonosok értékpapírszámláján hajtják végre terheléssel, illetve jóváírással. A központi értéktárak terjedése azonban nem volt teljes körű, néhány piacon csupán azután alapítottak értéktárat, miután a piac elszenvedett egy „papírválságot”, vagy egy jelentős súlyú nemzetközi szervezet ajánlásának alapján átvették és követték a „legjobb gyakorlatot”.¹³

Előfordult, hogy néhány piacon nem volt kötelező az immobilizáció és a befektetők igény szerint fizikai okiratokat is tarthattak. Míg más piacokon kötelező volt a dematerializáció, így e piacok és országok esetében a teljes kibocsátást elektronikus formában, a központi értéktárban tartották. Léteztek azonban olyan piacok is, ahol a törvényi feltételek hiányában nem volt mód dematerializációra, azonban az immobilizáció hatékonyságának növelése érdekében dönthettek úgy, hogy olyan globális okiratokat alkalmaznak, amelyek esetében egyetlen papíron szerepelt a teljes kibocsátás.

A központi értéktárakat elsősorban a nemzeti hatóságok (államkincstárak, nemzeti bankok) ösztönzése révén, azonban a piac (brókercégek, bankok) széles körű támogatottsága mellett hozták létre. Néhány piacon az értéktárakat letétkezelő bankok befektetésével alapították, melynek következtében a letétkezelők figyelme egyre inkább a fizikai letéti őrztől az ügyféltranzakciókról való információ nyújtására és értékpapírtartásra terelődött át. A befektetők, illetve a kibocsátók általában nem vettek közvetlenül részt az értéktárak létesítésében, csupán a közvetítőiken keresztül, melyek a fizikai papírok mozgatásából eredő hatékonysátlanságok megszüntetésére törekedtek.

Az évek során a legtöbb központi értéktár alapfunkciójában nem sok változás következett be, vagyis többségük továbbra is elsődleges feladatának az értékpapírok immobilizációját és az értékpapír-mozgatás könyvelési tétellel való lebonyolítását tekintette. A piac azonban felismerte, hogy bizonyos szolgáltatásokat egy központi szereplő hatékonyabban tudna nyújtani. Egy ilyen szolgáltatásnak tekinthető például a központi regiszter, melyben egy központi nyilvántartásba bejegyzik a tulaj-

¹² Sokakban felvetődik a kérdés, vajon miért nem egy, már az adott piacon működő letétkezelő bankot bízták meg e feladattal. A válasz nagyon könnyen megfogalmazható, a hatóságok el akarták kerülni annak a lehetőségét, hogy egy speciális letétkezelő bankot azáltal hozzanak előnyös helyzetben, hogy a piacon forgó összes értékpapírt nála centralizálják. Az értéktárakat ezért eredetileg olyan piaci szolgáltatónak szánták, amely az összes piaci szereplőt kiszolgálja.

¹³ Ilyen jelentős súlyú nemzetközi szervezet például a Harmincak Csoportja (Group of Thirty). A Harmincak Csoportja egy privát, nonprofit nemzetközi szervezet, amely a magán- és közzsféra, valamint a tudományos élet legjelesebb személyeit foglalja magába.

donjogot és gondoskodnak a jogcímet igazoló okmányokról. Néhány értéktár egy sor új szolgáltatást fejlesztett ki, például vállalták, hogy az értékpapírral kapcsolatos jövedelmeket beszedik a kibocsátótól és szétosztják az értékpapír-tulajdonosok között, értesítenek a vállalati eseményekről, valamint az adóhatóságnak információt szolgáltatnak és a fizetendő adót be is szedik. Míg mások centralizált értékpapír-kölcsönzési szolgáltatásokat nyújtottak, mivel az értéktár volt a legjobb helyzetben ahhoz, hogy a keresletet összepárosítsa a kínálattal, feltéve, hogy a könyveiben az egész piacra rálátott.

A központi értéktárak szervezetükben és szolgáltatásaik sokféleségében jelentősen különböznek egymástól, azonban számos közös tulajdonsággal is rendelkeznek. Az értéktárakat azzal a céllal hozták létre, hogy egy közös nyilvántartásban rögzítsék az értékpapírok tulajdonjogát, és a későbbiekben mozgassák az okiratokat, majd az értékpapírok immobilizációja után a kiegyenlítést az értékpapírok fizikai mozgása nélkül bonyolítsák le. A központi értéktárak a hatékony kiegyenlítési rendszer alapkövei, ezért ellenőrzésüket a központi bankok, illetve az értékpapír-piaci felügyeletek látják el annak érdekében, hogy egy esetleges rendszerkockázat kialakulását megelőzzék. A felügyeleti szervek általánosságban megkövetelik az értéktáraktól, hogy megbízható kockázatkezelési lépéseket tegyenek a működési kockázat mérséklése érdekében, valamint elkerüljék a hitelkockázatot. Továbbá azokban az országokban, ahol az értékpapírok dematerializációját a piaci szereplők támogatása mellett vagy kötelező alapon valósították meg, az értéktárak tevékenységi körét, mint a dematerializált értékpapírok központi letéti őrzőjeként és az értékpapír-kiegyenlítési rendszer működtetőjeként határozták meg, és annak megfelelően szigorúan szabályozzák. A harmonizáció globális szinten történő fokozása érdekében két nemzetközi szervezet, a CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems – Fizetési és Elszámolási rendszerek Bizottsága) és az IOSCO (International Organization of Securities Commissions – Értékpapír-felügyeleti Nemzetközi Szervezete) 19 ajánlást fogalmazott meg az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszerek számára.

2.5.3. Értékpapír kiegyenlítési rendszerek sajátosságai

Az értékpapír-kiegyenlítési rendszerek azok a jellemzően értéktárak tulajdonában lévő informatikai rendszerek, ahol az értékpapír-tranzakciók teljesítése megtörténik. Az értékpapír-kiegyenlítési rendszerek lehetővé teszik, az értékpapírügyletek könyvelés útján történő, azaz fizikai mozgás nélküli kiegyenlítését. Az értékpapír-kiegyenlítési rendszereket jellemzően maguk a központi értéktárak működtetik, azonban akadnak kivételek. Az értékpapír-kiegyenlítési rendszer lehetővé teszi, hogy az értékpapír-tranzakciókat egyrészt fizetés ellenében, másrészt fizetés nélkül bonyolítsák le. Abban az esetben, amikor az értékpapírokat fizetés ellenében szállítják le, az értékpapír-kiegyenlítő rendszer feladata a pénzláb kiegyenlítésének ellenőrzése és végrehajtása is. Ebben az esetben DvP (szállítás fizetés ellenében) kiegyenlítési módról beszélünk. DvP esetében az értékpapír végleges leszállítása akkor történik meg, amikor a pénzláb végleges kiegyenlítése (a pénz átutalása) megvalósult.

DvP jegybankpénzben történő kiegyenlítéshez az értékpapír-kiegyenlítési rendszerek két modelltypusba sorolhatók:

1. Összekapcsolt kiegyenlítési modell (*interfaced settlement model*)

A tranzakciókat a fizetési rendszer és az értékpapír-kiegyenlítési rendszer között létesített valós idejű összeköttetés („interface”) használatával egyenlítik ki. A két rendszer (az értékpapír-kiegyenlítési rendszer és a fizetési rendszer) folyamatosan kommunikál egymással. Az ügyletek értékpapír oldalát az értékpapír-kiegyenlítési rendszerben egyenlítik ki, míg a pénzoldalát a fizetési rendszerben (mely általában a jegybankok által működtetett valós idejű bruttó fizetési rendszer, RTGS). A modellre jó példa a Monte Titoli és a New BIREL közötti kapcsolat Olaszországban, illetve a Interbolsa és SPGT közötti kapcsolat Portugáliában, de ebbe a típusba tartozik a KELER és az MNB közötti DvP rendszer is.

2. Integrált kiegyenlítési modell (*integrated settlement model*)

Az értékpapír-kiegyenlítési rendszer az értékpapír-tranzakciók pénzoldalát közvetlenül a saját rendszerén belül egyenlíti ki, azaz pénzszámlákat is vezet a résztvevőknek. Az értékpapír-kiegyenlítési rendszer ezért napközben megkapja a fizetési rendszertől a résztvevők számlái, illetve az erre a célra használt alszámlák feletti kontrollt. Az ügyfelek a fizetési rendszerből napközbeni átvezetésekkel pénzt utalhatnak be az értékpapír-kiegyenlítési rendszerbe, vagy utalhatnak onnan vissza a fizetési rendszerbe. Az integrált kiegyenlítési modell egyik példája a Euroclear France és a francia jegybank közötti kapcsolat. Az integrált kiegyenlítési modellre is található magyar példa, a KELER és a brókerek közötti kapcsolat, ugyanis a brókerek számára a KELER nemcsak értékpapírszámlákat, hanem pénzszámlákat is vezet.¹⁴

¹⁴ A kereskedelmi bankok pénzszámláit az MNB vezeti.

2.6. LETÉTKEZELÉS

A **letétkezelés** egy összetett tevékenység, amely magában foglalja a kiegyenlítés utáni statikus teendőket: az értékpapír letéti őrzését, és az értékpapírral kapcsolatos szolgáltatások nyújtását. A letéti őrzés nemcsak az értékpapír tényleges tartását jelenti, hanem azonkívül az értékpapír egyes tulajdonosok közötti mozgását is (okirati forma esetén fizikai mozgás, dematerializált forma esetén a tulajdonosok értékpapírszámláján elektronikus jel formájában történő mozgás). A letétkezelésbe értendő, értékpapírral kapcsolatos szolgáltatások lehetnek például a társasági események kezelése, vagyis a jövedelmek (kamat, tőketörlesztések) beszedése, a részvényfelosztások, tőkeemelések kezelése, a meghatalmazotti szavazás, az adó-visszaigénylés, valamint a jelentések rendszeres küldése.

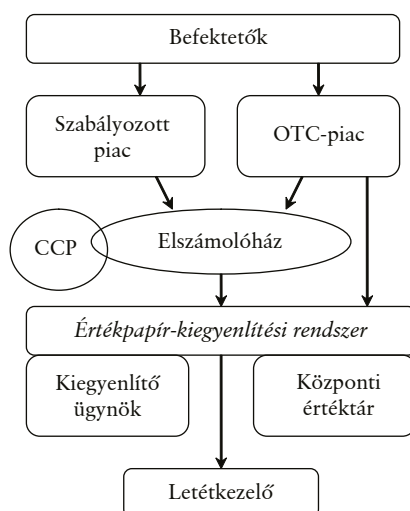
Az európai országok többségében (kivéve az északi országok, az Egyesült Királyság és Görögország) a központi értéktárakhoz nem csatlakozhatnak közvetlenül lakossági ügyfelek, illetve végbefektetők, hanem közvetítők, elsősorban a letétkezelő bankok szolgáltatását kell igénybe venniük az értékpapírok elszámolásához. Továbbá jellemző, hogy a határon átnyúló ügyletek (pl. külföldi befektetők értékpapír-tulajdona) lebonyolításához elengedhetetlen a letétkezelők közreműködése. A végső értékpapír-tulajdonosok túlnyomó hányada tehát jelenleg letétkezelőkön keresztül, azok segítségével tartja értékpapírjait mindenhol a világon, így a letétkezelők az értékpapír-piaci infrastruktúra egyik legfontosabb elemét képezik.

2.7. ÖSSZEFOGLALÁSUL AZ ÉRTÉKPAPÍRÜGYLET LEBONYOLÍTÁSÁBAN RÉSZT VEVŐ INTÉZMÉNYEK ÉS FŐBB FELADATAIK

Az értékpapír-infrastruktúra működésének áttekintéséhez vegyünk egy példát. Tegyük fel, hogy egy befektető egy értékpapírt szeretne megvásárolni. Ezt kétféle módon teheti meg: az ügylet megkötéséhez a szabályozott piaci környezetet (pl. tőzsde, alternatív kereskedési platform) vagy az OTC-piacot veszi igénybe. A kereskedés csupán az értékpapírügylet feltételeinek jóváhagyására és az ügylet megkötésére terjed ki. A kereskedést követően az ügylet elszámolása, azaz az ügylet szereplőinek (eladó-vevő) egymással szemben fennálló kötelezettségeinek megállapítása következik. A szabályozott piacon megkötött ügyleteket az adott piacon működő elszámolóház számolja el, ezzel szemben az OTC-n megkötött ügyletek csak egy része megy keresztül az elszámolóházon. Az OTC-ügyletek túlnyomó többségét bruttó módon teljesítik, vagyis nem ékelődik közbe egy pótlólagos szereplő, egy elszámolóház, aki az eladó(k) és vevő(k) egymással szemben fennálló kötelezettségeit beszámítja. Vagyis, ha egy befektető 100 euróért 10 db értékpapírt vásárolt meg, akkor a vevőnek a 10 db értékpapírért járó 100 eurót kell átutalni az eladónak, aki egyazon időben eljuttatja az értékpapírokat a vevő számlájára, ezen pénz és értékpapír-átutalást (melyek valójában könyvelési tételek) általánosságban az értékpapír-kiegyenlítési rendszerek végzik.

4. ábra

Az értékpapírügylet lebonyolításában részt vevő szereplők



Forrás: EKB.

Amennyiben az adásvételi ügyletet szabályozott piacon (tőzsdén) kötötték, jellemzően egy elszámolóház végzi az ügyletek elszámolását központosított módon. Ekkor lehetőség nyílik a nettósításra, valamint akár arra is, hogy az ügyletet megkötő felek egymás előtt anonimak maradjanak.

Az elszámolóház ügyletkötést követő legfőbb feladatai:

- kiszámítja az egyes szereplők ügyletkötéseiből származó nettó pozícióikat (csak a saját kötések tekintetében végzi el a nettósítást);
- garantálja a tranzakciók teljesítését azáltal, hogy központi szereplőként a vevő és az eladó közé áll (ezen garantóri funkciót általában a központi szerződő fél látja el, azonban nem minden országban létezik az elszámolóháztól, illetve az értéktártól elkülönülten működő, független központi szerződő fél, így ebben az esetben a garantóri feladatokat is az elszámolóházaknak kell elvégezni)¹⁵;
- a többoldalú nettósításon keresztül meghatározza a szereplők pozícióit (az egyes szereplők egymással fennálló kötelezettségeit is egybeveti, majd ezután meghatározza a nettó értékpapírvevőket, illetve -eladókat. A nettó értékpapírvevőnek a kiegyenlítés során a kötelezettségeinek megfelelő pénzfedezetet, míg a nettó értékpapír-eladónak a kötelezettségeinek megfelelő értékpapír-állományt kell biztosítania).

Az elszámolást követően a végleges teljesítést az értékpapír-kiegyenlítési rendszer hajtja végre (az értékpapír-kiegyenlítési rendszereket általában a központi értéktárak működtetik). A teljesítés során a szereplők pozícióinak megfelelően az értékpapír-kiegyenlítési rendszer a nettó értékpapírvevő státusban lévők pénzszámlájáról, amelyet a kiegyenlítő fél vezet¹⁶, leemeli a kiegyenlítéshez szükséges pénzfedezetet, míg a nettó értékpapír-eladó státusban lévők értékpapírszámlájáról, amelyet a központi értéktár vezet, leemeli a kiegyenlítéshez szükséges értékpapír-állományt. Az értékpapír-kiegyenlítési rendszer a nettósított kötelezettségeket DvP-ügyletek alkalmazásával egyenlíti ki, majd ezt követően jóváírja a szereplők megfelelő számláit, ezáltal a teljesítés véglegessé és visszavonhatatlanná válik.

A teljesítés utolsó lépéseként a letétkezelők saját rendszereikben is könyvelik a befektetők tulajdonában lévő, az ügyletkötések hatására változó értékpapír-állományt.

¹⁵ A magyar piacon a központi szerződő fél feladatokat a KELER KSZF Kft., míg az elszámolóházi és értéktári feladatokat a KELER Zrt. látja el.

¹⁶ A kiegyenlítő fél a hazai viszonylatban a brókercégek esetében a KELER, míg a hitelintézetek esetében az MNB.

3. Az értékpapír-elszámolási rendszerek fejlődése, európai tendenciák

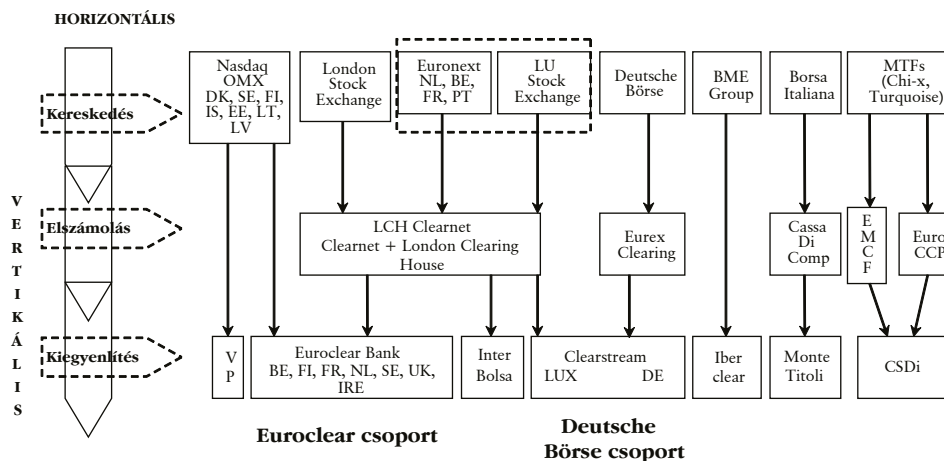
A történelmi fejlődés során a legtöbb országban nemzetállami keretek között jött létre a saját nemzeti értékpapír-kereskedési, -elszámolási és -kiegyenlítési infrastruktúra. A nemzeti határokhoz igazodó infrastruktúrához a nemzetközi téren aktív befektetők és pénzügyi közvetítők úgy alkalmazkodtak, hogy jellemzően minden piacon a helyi letétkezelők, brókerrek, fizető ügynökök, bankok szolgáltatásait veszik igénybe. Ez a modell megoldja ugyan a külföldi befektetők számára a piac elérését, de a nem harmonizált jogszabályok, piaci gyakorlatok, üzemidők és a nagyszámú közvetítő miatt jelentősen költségesebbé teszi a határon átnyúló befektetéseket a belföldi szereplők belföldi befektetéseinél.

A kereskedési aktivitás, a piaci likviditás és a tőkepiac növekedése elsősorban a kereskedési és kiegyenlítési rendszerek biztonságosságán és hatékonyságán múlik. Így amíg minden európai országban eltérő rendszerek és eltérő szabályok vannak érvényben, addig az adott piacon megkötött ügyletek mennyiségét és összértékét korlátozza a szegmentált nemzeti infrastruktúrára épülő modell. (A külföldi befektetők nehezebben ruháznak be olyan térségben, amelyek országai jogi és szabályozási szempontból is jelentősen különböznek, fragmentáltak, mivel ez pótlólagos többletalkalmazkodást és tudást kíván meg tőlük.) Ebből kifolyólag az európai piacokon a befektetők alacsonyabb részvényenkénti likviditással és (akár hétszertízszer) magasabb értékpapír-piaci tranzakciós díjakkal, költségekkel szembesülnek, mint például a sokkal integráltabb amerikai piacon. Az értékpapír-piaci infrastruktúra konszolidációja elengedhetetlen lépés a tranzakciókra jutó egységköltségek csökkentésében, ezáltal az európai piac versenyképességének növelésében.

Az első konszolidációs hullám az 1990-es évek elején söpört végig Európán, amikor az egyes országokban lévő különálló tőzsdék egy nemzeti tőzsdévé olvadtak össze. A határon átnyúló, nemzetközi konszolidációs lépésekre azonban egészen a 2000-es évek elejéig kellett várni.

5. ábra

Az európai értékpapír-infrastruktúrát jelentő legjelentősebb intézmények és kapcsolódásuk



Forrás: EKB.

3.1. KERESKEDÉSI INFRASTRUKTÚRA TERÉN TAPASZTALHATÓ KONZOLIDÁCIÓS TÖREKVÉSEK

Az euro bevezetése az euroövezet tagországaiban a devizaszegmentáció megszűnéséhez vezetett, amely korábban nagymértékben töredeztette az eurozóna tőzsdéi jegyzési és kereskedési környezetét. Továbbá megkönnyítette, hogy a befektetők a nemzeti országaik határain kívülre is kitekinthessenek, ezáltal jobban diverzifikálják a portfóliójukat. Ez azonban nemcsak az eurotérsgben élő befektetőkre igaz, hanem azon kívüliekre is, mivel így az eurozóna értékpapírpiaca számuk-

ra a deviza szempontjából már egységes piaccá vált. A határon átnyúló kereskedés fokozódása egyre inkább arra ösztönözte a tőzsdéket, hogy integrálják a kereskedési platformjukat annak érdekében, hogy az eurotérsgre teljes mértékben kiterjedő költséghatékony szolgáltatásokat nyújthassanak. A piaci igény hatására elindult a korábban szigorúan nemzeti alapon szerveződő értéktőzsdék összeolvadása, illetve határon átnyúló kooperációja. Ezenkívül számos, különböző alternatív kereskedési rendszer is létrejött.

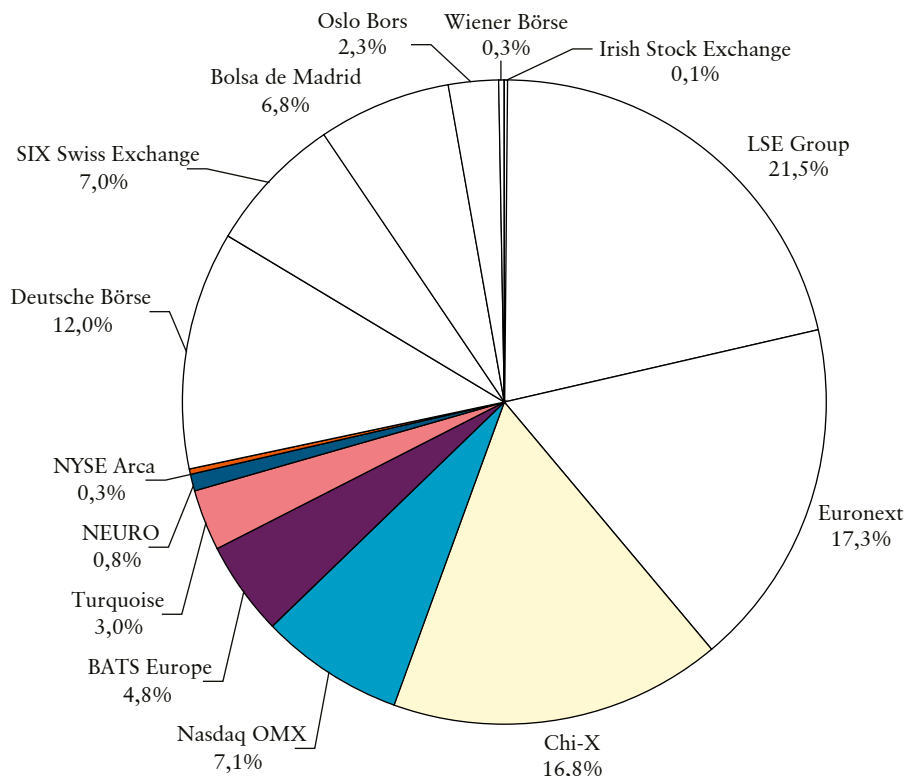
2000 szeptemberében az Amszterdami Értéktőzsde, a Brüsszeli Értéktőzsde és a Párizsi Börze egyetlen értéktőzsdévé olvadt össze, amely az Euronext nevet viseli. Az Euronext csoport 2002 elején a LIFFE¹⁷ felvásárlásával és a portugál tőzsde, a BVLP¹⁸ összeolvadásával kibővült. A holland korlátolt felelősségű társaságként bejegyzett Euronext a helyi leányvállalatain keresztül működik, és részvényekkel, kötvényekkel, származtatott termékekkel, valamint árukkal való kereskedést tesz lehetővé. A Euronext 2006 végén összeolvadt a világ legnagyobb tőzsdéjével, a New York-i Értéktőzsdével (az új cég neve: NYSE Euronext), így piaci kapitalizációban tovább növelve méretét versenytársaihoz képest. 2009 első felétől az NYSE Euronext bevezette a Universal Trading Platformot, amely a világon elsőként lehetővé teszi, hogy egyetlen technikai platformon keresztül érjék el a brókercegek, illetve befektetők az összes, a cég által lefedett európai és amerikai részvény- és kötvénypiacot.

2003 szeptemberében a svéd OM vállalat (a Stockholmi Börze működtetője, amely értékpapír és derivatív tőzsdéként, valamint a származtatott ügyletek elszámolóházának központi szerződő feleként tevékenykedett) és a HEX plc (a finn HEX csoport holding vállalata) OMHEX néven összeolvadt, melyet a későbbiekben folyamán OMX névre kereszteltek át. Az OMX 2006-ban felvásárolta az Eignarhaldsfelagid Verdbrefathing hf-et (EV-t), amely az Izlandi Értéktőzsde (ICEX) és az izlandi értéktár tulajdonosa. Az EV felvásárlása után az OMX csoport a stockholmi, a helsinki, a kopenhágai és izlandi

6. ábra

Az egyes kereskedési platformok piaci részesedése forgalom alapján az európai ajánlati könyvre alapuló azonnali részvénytőzsdéken 2010 első negyedében

(a hagyományos tőzsdék szín nélkül, az MTF-ek színnel jelölve)



Forrás: www.batstrading.co.uk.

¹⁷ London International Financial Futures and Options Exchange.

¹⁸ Bolsa de Valores de Lisboa e Porto.

tőzsdéből, valamint a balti államok és Izland értéktárából épül fel. Továbbá többségi tulajdonnal rendelkezik a tallinni (62%), a rigai (83%) és a vilniusi (93%) tőzsdében.

A MiFID 2007-es implementálása megkönnyítette és felgyorsította az EU-ban az azonnalirészvény- és ETF-piacokat megcélzó alternatív kereskedési platformok (multilateral trading facility, MTF) megjelenését és működését (pl. Chi-X, Turquoise, BATS Europe, Nasdaq OMX stb.). Az új platformok kevésbé szigorú szabályoknak megfelelően működnek és sokkal rugalmasabbak, mint a hagyományos tőzsdék. Az alternatív kereskedési platformok agresszív módon terjeszkednek, a MiFID implementálása után alig több mint 2 évvel 30% közeli részesedést „hasítottak ki” a teljes európai azonnali részvénykereskedés piacából, valamint 2009 végén a kelet-európai piacok felé is elkezdtek nyitni.

3.2. ELSZÁMOLÁS TERÉN TAPASZTALHATÓ KONSZOLIDÁCIÓS TÖREKVÉSEK

Abban az esetben, amikor az elszámolóház központi szerződő félként jár el, vagyis az értékpapír-tranzakció mindkét oldalán szerződő félként lép fel, jelentősen lecsökkenti az ügylet partnerkockázatát. Ezt egyrészt a partnerkockázat porlasztásával (szétoosztja a kockázatot a kereskedésben részt vevők között), másrészt professzionális kockázatkezeléssel teszi, mely több piaci szegmensben felvett pozíciók eredőjének kockázati hatásain alapuló hatékony fedezeti követelményekkel képes nagy volumenű kereskedést kis fedezeti igénnyel lehetővé tenni. A központi szerződő fél az általában alkalmazott többoldalú nettósításon keresztül csökkenti az ügyletek lebonyolításához szükséges likviditás mennyiségét, valamint a kiegyenlítési (könyvelési) tranzakciók számának csökkentésén keresztül a kapcsolódó működési kockázatokat és költségeket is mérsékli.

Az európai hatóságok az elmúlt években nagy hangsúlyt helyeztek az elszámolás, illetve általában a kereskedés utáni folyamatok integrációjának felgyorsítására. Ennek köszönhetően az elszámolóházak és központi szerződő felek esetében elérték az együttműködést követelményként megfogalmazó piaci magatartás kódex (Code of Conduct) elfogadását. Az ehhez csatlakozó elszámolóházak vállalták, hogy lehetővé teszik azt, hogy hozzájuk más elszámolóházak csatlakozzanak és így a csatlakozók ügyfelei is használhassák a fogadó elszámolóház szolgáltatásait. Ezt a szakirodalom elszámolóházak közötti számlakapcsolatnak (linknek) nevezi. Az ilyen jellegű megállapodások lehetővé teszik, hogy a határon átnyúló ügyletek elszámolása sokkal hatékonyabbá és kevésbé költségessé váljon. Az elmúlt években az európai elszámolóházak között több ilyen megállapodás jött létre. Az elszámolóházak közötti számlakapcsolatok lehetővé teszik, hogy az egyik piacon működő központi szerződő fél ügyfelei képesek legyenek a másik piacon üzletet kötni, amelyet egy másik központi szerződő fél lát el, úgy, hogy az ügyletet a meglévő megállapodások keretén belül számolják el. A számlakapcsolatok elsősorban abban az esetben hasznosak, amikor egy piaci infrastruktúra több tőzsdét vagy piacot ölel fel, amelyeket különböző központi szerződő felek szolgálnak ki. Az elszámolóházak közötti számlakapcsolatokra a legjobb példa az eurotéréségben a holland, francia, portugál és belga piacot kiszolgáló LCH.Clearnet SA és az olasz CCP CC&G közötti megállapodás.

Az elszámolóházak egy másik lehetséges integrációja az összeolvadás, illetve egyetlen elszámolóház által több piac egységes szabályrendszer szerinti kiszolgálása. Ezen egységesítési törekvések gyakran a kereskedés szintjén kezdődő integrációból táplálkoznak. A beolvadó központi szerződő fél ügyfelei továbbra is a saját központi szerződő felükkel maradnak kapcsolatban, de a teljes kockázatkezelés az integrált rendszer központi szerződő feléhez kerül át. A részvételre, a nem teljesítésre, a fedezetre, a pénzügyi forrásokra vonatkozó követelményeket, valamint a működési előírásokat harmonizálják, azonban eltérések továbbra is maradhatnak az egyik vagy akár mindkét központi szerződő fél esetében.

A konszolidációs törekvések következtében a pénzügyi instrumentumokat (derivatívákat, részvényeket és repókat) elszámoló központi szerződő felek száma az eurotéréségben 1999 januárja és 2006 májusa közötti időszakban 14-ről 7-re csökkent. A nagymértékű csökkenés hátterében elsősorban az Euronext országok állnak. 1999 májusában három francia központi szerződő fél Clearnet SA néven összeolvadt. 2001-ben a Clearnet átvette a holland és belga központi szerződő fél tevékenységét. 2003-ban a Clearnet SA és az Egyesült Királyság központi szerződő fele, a London Clearing House (LCH) létrehozott egy közös holdigvállalatot, mely után a Clearnet SA az LCH.Clearnet SA nevet, míg az LCH az LCH.Clearnet Ltd nevet vette fel. 2004-ben az LCH.Clearnet SA átvette a portugál központi szerződő fél tevékenységét, mely következtében elszámolási szolgáltatásait már négy piacon (Franciaországban, Belgiumban, Hollandiában és Portugáliában) nyújtja. A helyi piaci szereplők közvetett klíringtagokká váltak, és ügyleteiket hovatartozásuktól függetlenül az LCH.Clearnet SA-ban számolják el a francia jog szerint. Az LCH.Clearnet Ltd az angol piacot független intézményként szolgálja ki. Talán meglepő, de az LCH.Clearnet Ltd és az LCH.Clearnet SA között nem létezik számlakapcsolat.

A svéd, finn, dán, izlandi és balti piacokat kiszolgáló Nasdaq OMX csoporton belül is jelentős konszolidáció zajlott le, a derivatív piacokon minden ügyletet a svéd tőzsde (Nasdaq OMX Stockholm) számol el és garantál. Az azonnali piacokon pedig 2009 óta a csoporttól független EMCF-elszámolóház nyújt KSZF-elszámolást.

A német (frankfurti) tőzsdét tulajdonló Deutsche Börse csoport tulajdonában lévő Eurex Clearing, a német és az ír tőzsdét szolgálja ki egyszerre KSZF elszámolóházként, de ezen piacok mellett még egy sor alternatív platformot is ellát szolgáltatásaival (pl. Eurex Bonds és Eurex Repo kötvénykereskedésre létrehozott OTC-platformokat is).

A svájci tőzsdét és a londoni tőzsdét is kiszolgáló svájci KSZF elszámolóház (Six x-clear AG) további nyitást hajtott végre és szolgáltatásait már bármely szabályozott piacnak (tőzsdének) és alternatív kereskedési platformnak is kínálja.

A MiFID implementálása utáni európai piacot vizsgálva szemmel láthatóan a kereskedési platformok, tőzsdék közötti erős verseny kialakulását az elszámolóházak közötti erős verseny fogja követni. A nemzeti (tőzsdékhez kötődő) elszámolóházak mellett Európában már 5 páneurópai stratégiával rendelkező elszámolóház is működik (EMCF, LCH.Clearnet, EuroCCP, Eurex Clearing, Six x-clear), amelyek most már ráadásul magukénak tudhatják az európai azonnali értékpapír és derivatív-piacok túlnyomó hányadát. Az erős kereskedési és elszámolási verseny nyilvánvalóan abba az irányba hat, hogy a nemzeti szolgáltatóknak is jelentősen növelniük kell a hatékonyságukat ahhoz, hogy hosszú távon életben maradjanak. Egy páneurópai kereskedési platform képes arra, hogy egyetlen elszámolóházzal szerződve számoltassa el a rajta keresztül kötött ügyleteket, függetlenül az adott pénzügyi termék kibocsátójának nemzetiségétől, vagy arra, hogy több elszámolóházat elfogadva a kereskedési tagjai „saját” elszámolóházukkal vegyenek részt az új instrumentumok kereskedésében. A piaci szereplőknek jelentős előnye származik az európai elszámolási iparág integrációjából, hiszen az elszámolóházak konszolidációja jelentősen javítja a kockázatkezelés hatékonyságát és csökkenti egy több piacon is egyszerre kereskedő szereplő fedezeti követelményeit.

3.3. KIEGYENLÍTÉS TERÉN TAPASZTALHATÓ KONSZOLIDÁCIÓS TÖREKVÉSEK

3.3.1. Nemzeti alapokra épülő fejlődés és lassú konszolidáció

A történeti fejlődés során az értékpapír-kiegyenlítési infrastruktúra a nemzetgazdasági keretekhez igazodott, így minden országban egy vagy több, kizárólag abban az országban történő értékpapír-kibocsátásokat kiszolgáló nemzeti központi értéktár alakult ki. Sok országban az egyes értékpapírtípusoknak, vagy az egyes régióknak külön központi értéktárai voltak. Az EU számos piacán például a részvényeket a tőzsde tulajdonában lévő vagy hozzá kapcsolt értéktárban immobilizálták, míg az államkötvényeket a központi bank által működtetett központi értéktárban. Az elmúlt évtizedek során több ilyen elkülönült, részvényekért, illetve állampapírokért felelős központi értéktár fokozatosan összeolvadt, de még így is sok helyen még országokon belül is több, egymással nem versengő központi értéktár létezik. A nemzeti központi értéktárak a hazai piacuk monopóliumává váltak, annak ellenére, hogy a nemzeti törvények nem minden esetben ruházták fel a központi értéktárakat a monopólium státusával. Nem volt jellemző, hogy az EU nemzeti piacaira új központi értéktárak léptek volna be, amelyek versenyre készítették volna a piac régi központi értéktárát. Az Egyesült Államokban ezzel szemben 20 év alatt a regionális tőzsdék vertikálisan integrálódott értéktárait fokozatosan magába olvasztotta a részvények kibocsátásában ma már lényegében egyetlen szolgáltató, a DTCC (az integrálódási folyamat 1976-ban kezdődött és 1997-ben ért véget).

3.3.2. A nemzetközi központi értéktárak megjelenése

A globalizáció hatásai az európai kontinens kiegyenlítési infrastruktúrájában már a '70-es években megjelentek, a nemzetközi központi értéktárak (elődeinek) létrehozásával. A főként amerikai befektetők és kibocsátók hatékonyabb kiszolgálása érdekében európai és amerikai letétkezelő bankok hozták létre a két jelenleg is létező európai nemzetközi központi értéktárt (Euroclear és Cedel, később: Clearstream), amelyek azonban szigorúan csak az általuk megcélzott eurokötvény-piacot szolgálták ki és még ma is ez tevékenységük fő fókusza.

A nemzetközi központi értéktárak már a kezdetektől fogva nyújtanak központi értéktári és banki szolgáltatásokat is, például egyszerre bonyolítják le az értékpapír-átutalást (az ügylet értékpapír oldalát) és a banki területük által vezetett pénzszámlákon az értékpapír-tranzakcióhoz kapcsolódó pénzáramlást (az ügylet pénzoldalát). A nemzetközi központi értéktár esetében a kiegyenlítési rendszer működtetője elkülönült a likviditást biztosító kereskedelmi bankoktól, amelyek az erede-

ti alapítók voltak. Ez a megkülönböztetés azonban akkor szűnt meg, mikor a Clearstream és a Euroclear megszerezte a banki működési engedélyét 1995-ben, illetve 2001-ben.

A nemzetközi központi értéktárak az értékpapírhoz kapcsolódó pénzügyi műveletek terén is számos banki szolgáltatást nyújtanak, amelyek természetesen magukban hordozzák a hitelkockázat veszélyét, azonban a nemzetközi értéktárak bevételeinek jelentős hányadát a banki szolgáltatások teszik ki. A nemzeti értéktárak ezzel szemben kevés kivételtől eltekintve általában nem nyújtanak banki szolgáltatásokat. (A KELER Zrt. ezen kivételek közé tartozik, mivel jogosult banki szolgáltatások nyújtására.)

3.3.3. A kiegyenlítési infrastruktúra fejlődése az euro megjelenését követően

Az euro bevezetése után az értékpapírpiacon egyre nagyobb igény mutatkozott arra, hogy az értékpapír-kiegyenlítési iparágat racionalizálják. A probléma megoldására 3 különböző elvi megoldás körvonalazódott:

- határon átnyúló számlakapcsolatok olyan központi értéktárak között, amelyeknél az adott piacra egy nemzeti központi értéktár szolgáltatja az egyetlen belépési pontot, valamint az ügyfeleinek lehetővé teszi, hogy bármely más központi értéktárban kibocsátott értékpapírt tartsanak, és az országon belül kereskedjenek vele.
- „közvetített számlakapcsolat”: amelyben egy központi értéktár számlakapcsolatain keresztül lényegében közvetítőként jár el két másik központi értéktár összekapcsolásában
- az európai értékpapír-kiegyenlítési infrastruktúra konszolidációja

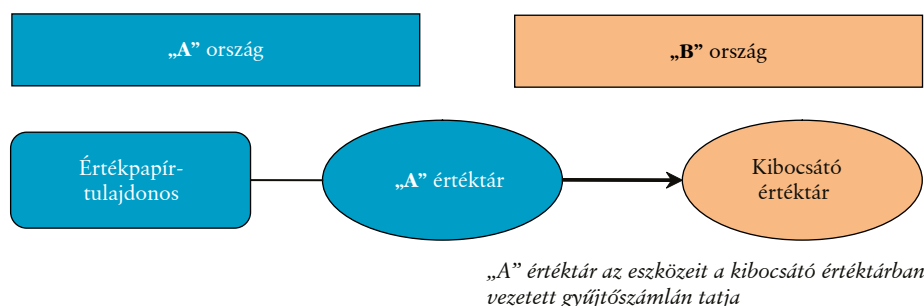
3.3.4. Határon átnyúló számlakapcsolatok (Cross-border links)

Két központi értéktár között létrehozott kapcsolat lényegében egy kölcsönös számlaszerződés, azonban ezen túl egy sor intézményi, jogi és technikai eljárásmódot és megállapodást tartalmaz annak érdekében, hogy egy könyvelési tétellel kiegyenlíthessék a határon átnyúló értékpapír-tranzakciókat. A számlakapcsolat egy gyűjtőszámla formáját ölti, amelyet egy központi értéktár (a befektető értéktár, ahol a befektető az értékpapírokat tartani kívánja) nyit egy másik központi értéktárban (a kibocsátó értéktárban, azaz ahol az adott értékpapírt kibocsátották). Lényegében a befektető értéktár átveszi a letétkezelő szerepét és letétkezelőként szolgálja ki a nála számlát vezető befektetőt, akinek így nem kell sem kibocsátás helye szerinti letétkezelőt választania, sem a kibocsátó központi értéktárban számlát nyitnia. Számlakapcsolatok létesítésével tehát a központi értéktárak valójában a nemzetközi letétkezelő bankokkal versenyeznek, hiszen azok használatával szemben nyújtanak alternatívát.

A központi értéktárak a megállapodásuk során többfajta számlakapcsolat közül is választhatnak, például egyoldalú, kétoldalú, közvetlen vagy irányított közvetlen számlakapcsolatokat (operated direct link) is köthetnek egymással. Két központi értéktár közötti számlakapcsolatot egyoldalúnak tekintjük, ha értékpapír-átutalás csak egy irányba, azaz az egyik rendszerből a másikba mehet, de fordítva nem. A kétoldalú számlakapcsolat esetén egyéni megállapodás alapján mindkét irányba

7. ábra

Határon átnyúló számlakapcsolatok működése



Forrás: EKB, MNB.

történhet értékpapír-átutalás. Közvetlen számlakapcsolat kötésekor nincs közvetítő a két központi értéktár között, a gyűjtőszámlát a befektető központi értéktár nyitja és kezeli. Az irányított közvetlen számlakapcsolat esetében már bejön egy harmadik fél (pl. egy kereskedelmi bank), amely a kibocsátó központi értéktárnál egy számlát nyit a befektető központi értéktár nevében és ellátja az ezzel kapcsolatos adminisztrációt, illetve technikai feladatokat. Az értékpapírszámla-nyitással, átutalással és letétkezeléssel kapcsolatos kötelezettségeikért és tartozásokért azonban jogilag csak a központi értéktárak felelnek.

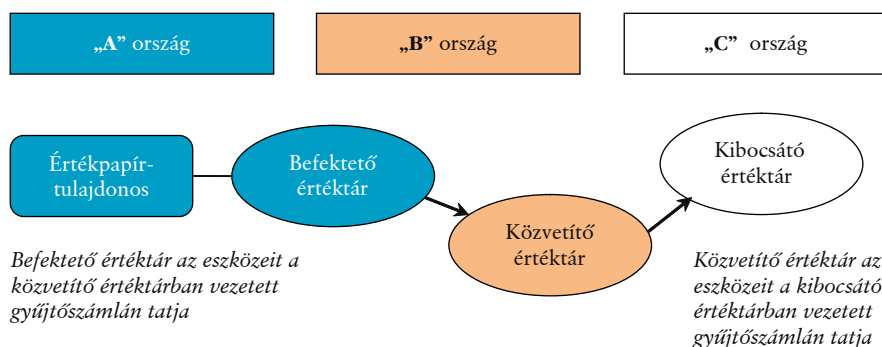
Európában jelenleg több mint 60 értéktárak közötti számlakapcsolatot tartanak nyilván.

3.3.5. Közvetített számlakapcsolatok (relayed links)

A közvetített számlakapcsolatok olyan megállapodások, amelyek értékpapírok tartására és átutalására jöttek létre legalább három szereplő között: a befektető, a kibocsátó és a közvetítő központi értéktár között. Gyakorlatilag két egymástól független számlakapcsolatról van szó, amelyek így használhatóak az egymással közvetlenül számlakapcsolatban nem álló központi értéktárak között is. Az ügyletek a befektető és a kibocsátó központi értéktár ügyfelei között jönnek létre, azonban a befektető és a kibocsátó központi értéktár között nincs közvetlen kapcsolat (azaz nem vezetnek egymásnál számlát), ebben az esetben közbeékelődik egy harmadik központi értéktár, amely így a közvetítő szerepét tölti be a tranzakcióban.

8. ábra

A közvetített linkek működése



Forrás: EKB, MNB.

A közvetített számlakapcsolatok gyakorlati alkalmazására leginkább a nemzetközi központi értéktárak (Euroclear és Clearstream), mint közvetítő értéktár alkalmazásával kerül sor, mert ezeknek van a legtöbb közvetlen számlakapcsolata a nemzeti központi értéktárakkal. Így egy nemzetközi központi értéktárral létesített számlakapcsolat segítségével egy nemzeti központi értéktár gyakorlatilag az összes európai központi értéktárat (és így értékpapírt) elérheti.

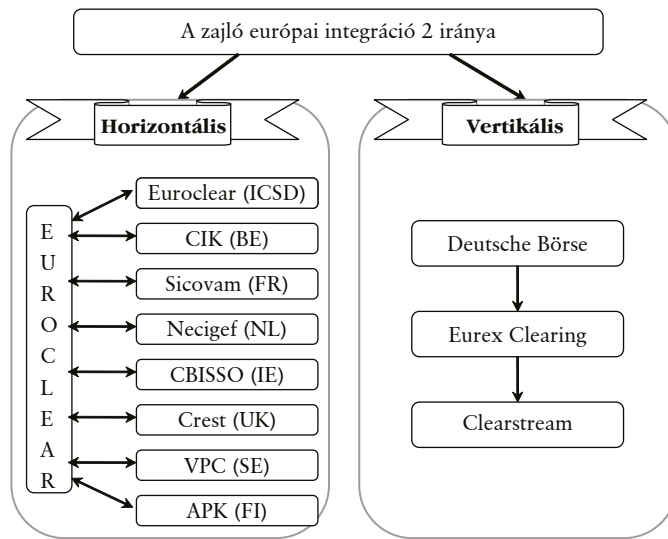
3.3.6. Az európai értékpapír-infrastruktúra konszolidációjának két modellje: vertikális kontra horizontális

Bár az európai értékpapír-kiegyenlítési infrastruktúra konszolidálódott a legkevésbé a pénzügyi piaci infrastruktúrák rétegei (kereskedési, elszámolási, kiegyenlítési) közül, azonban a '90-es évek vége óta ezen a téren is történtek jelentős lépések. Két alapvető modell különböztethető meg a konszolidáció módját illetően:

- **Horizontális:** A központi értéktárak összeolvadását, vagy közös holdingba szerveződését jelenti. Erre példa az alábbiakban részletesen is ismertetett Euroclear csoport története.
- **Vertikális:** Az infrastruktúraláncban feljebb álló szolgáltatók (tőzsdék, elszámolóházak) és a hozzájuk kötődő központi értéktár közös holdingba szerveződése. Erre számos példa van, a legismertebb a német modell, miszerint egy holding tulajdonában van a német tőzsde (Deutsche Börse), az azt kiszolgáló elszámolóház (Eurex Clearing), valamint a német központi értéktár és a Clearstream nemzetközi értéktár.

9. ábra

Az európai értékpapír-infrastruktúrában zajló integrációs folyamatok módjai



Forrás: EKB.

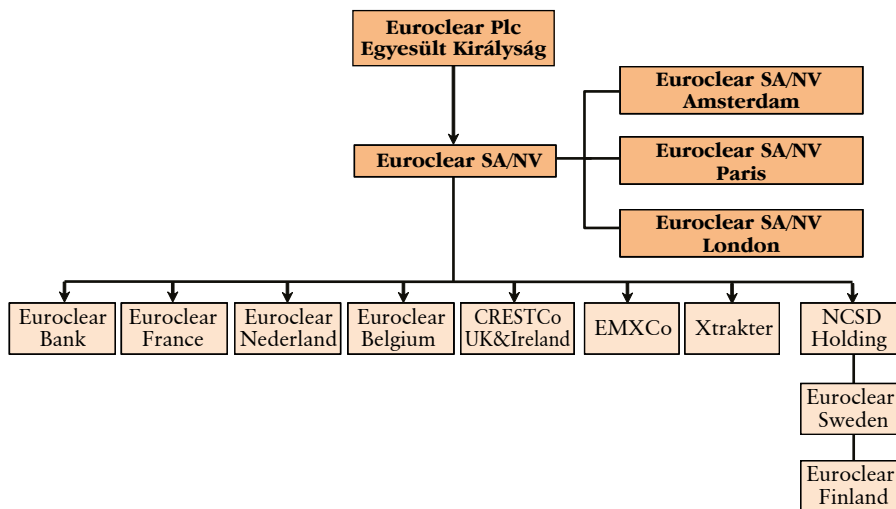
Mindkét konszolidációs modellnek vannak előnyei és hátrányai. A horizontális (főként technikai és üzleti harmonizáció révén) nagyban növelheti a határon átnyúló kiegyenlítés hatékonyságát, ugyanakkor lehetnek versenykorlátozó hatásai, amennyiben egyenetlen piacszerkezetet hoz létre. A vertikális esetben az adott piacon a befektetők egy integrált szolgáltatáscsomagot nyerhetnek, ugyanakkor gátolhatja az együttműködést (egy tőzsde pl. nem biztos, hogy engedi, hogy más elszámolóházat is lehessen az általa lefedett piacokon igénybe venni, mint a saját tulajdonában lévő) és a határon átnyúló versenyt.

3.3.6.1. Példa horizontális konszolidációra: a Euroclear csoport

2005. január 1-jén a Euroclear csoportban jelentős szervezeti változások történtek. Az Egyesült Királyságban bejegyzett Euroclear plc holdingvállalat létrehozta a Euroclear SA/NV leányvállalatát, amely szintén egy holding. Az átszervezés során a Euroclear Bank, a Euroclear France, a CRESTCo és a Euroclear Nederland az újonnan Belgiumban bejegyzett Euroclear

10. ábra

A Euroclear csoport jelenlegi struktúrája



Forrás: Euroclear.

SA/NV holding leányvállalatai lettek. 2006. január 1-jén a Euroclear SA/NV felvásárolta a belga központi értéktárat – Caisse Interprofessionnelle de Dépôts et de Virements de Titres/ Interprofessionele Effectendeposito-en Girokas (CIK) – mely korábban a Euronext tulajdonában volt.

A Euroclear csoport egyaránt nyújt központi értéktári, illetve nemzetközi központi értéktári szolgáltatásokat. A Euroclear plc az egész Euroclear csoport holdingvállalata, amely a piaci szereplők tulajdonában van. A Euroclear SA/NV, mely a csoport nemzeti, illetve nemzetközi központi értéktárainak a holdingvállalata, birtokolja, működteti és fejleszti a közös értékpapírplatformot, továbbá számos szolgáltatást nyújt a csoport értéktárainak. A Euroclear Bank egy Belgiumban bejegyzett nemzetközi központi értéktár, amely a nemzetközi értékpapírok¹⁹ kibocsátásának elsődleges színtere. A nemzetközi központi értéktár a kibocsátás mellett az értékpapírok nemzeti határokon belüli, illetve határon átnyúló kiegyenlítését is lehetővé teszi.

A Euroclear Belgium, a Euroclear France és a Euroclear Nederland egyaránt nemzeti központi értéktárak, melyek szolgáltatásait a belga, a francia, illetve a holland piacon nyújtják. A CRESTCo az angol értékpapírpiac és az ír részvénytőzsdék központi értéktáraként tevékenykedik.

A 2005-ös szervezeti átalakítás során számos funkció, eszköz, illetve munkavállaló került át a 4 nemzeti értéktárból és a nemzetközi központi értéktárból a Euroclear SA/NV-hez. A korábbi években az egyes értéktárak különböző kiegyenlítési platformokat használtak az értékpapírügyletek teljesítéséhez. A kiegyenlítés hatékonyságának növelése érdekében a Euroclear egy közös informatikai platformot kívánt létrehozni, amely integrálja a különböző platformokat. A harmonizáció első lépéseként a Euroclear a nemzeti értéktárai részére kifejlesztett egy közös kiegyenlítési platformot, amely az SSE (Single Settlement Engine) nevet viseli. Az értékpapír-kiegyenlítés értékpapírszámlákon való végleges és visszavonhatatlan könyvelést jelent, a közös kiegyenlítési platform minden alap kiegyenlítési funkciót, azaz minden pénz ellenében történő értékpapírtranszfert képes végrehajtani egy értéktáron belül, illetve a Euroclear csoport értéktárai között.

Az EMXCo 2007-ben vált a Euroclear csoport tagjává, a cég a csoport elektronikus kommunikációs rendszerét működteti, mely 2009-ben több mint 30 millió üzenetet továbbított.

A migráció következő lépéseként 2007-ben a Euroclear elindította az ESES (Euroclear Settlement for Euronext-zone Securities) projektet, amely egy egységes üzletmenet kialakítását szolgálta, vagyis a belga, a holland és a francia piacokon kötött belföldi és határon átnyúló kötvény-, illetve részvénytranzakciókat úgy kezeli, mintha egységes piacon teljesültek volna. A projekt sikeres megvalósulásához elengedhetetlen volt a különböző piacok kiegyenlítési folyamatainak, társasági események kezelésének, illetve az adózási kérdéseinek harmonizációja. Az ESES 2009 elején megkezdte működését.

2008 decemberében a Euroclear csoport két újabb értéktárral (Euroclear Sweden és Euroclear Finland) bővült. A Euroclear Sweden (az egykori VPC), a svéd értéktár és a Euroclear Finland (az egykori APK), a finn értéktár összeolvadásával 2004-ben létrejött NCSD holding ma már a Euroclear ernyője alatt szolgálja ki az északi piacokat.

Xtrakter, a TRAX kereskedési rendszer²⁰ tulajdonosa 2009 áprilisában vált a Euroclear csoport tagjává. A kereskedési rendszerben kötvény-, repo-, részvény- és derivatív ügyleteket egyaránt lehet kötni.

3.3.6.2. Példa vertikális konszolidációra: a Deutsche Börse csoport és a Clearstream

A Luxemburgban bejegyzett Clearstream International holdingvállalat 2000 januárjában jött létre a Cedel International²¹ és a Deutsche Börse Clearing²² összeolvadásával. A Clearstream integrációja két lépésben zajlott le, és 2002 júliusában ért véget, így azóta a német tőzsde, a Deutsche Börse AG. kizárólagos leányvállalata.

¹⁹ A Euroclear Bank többnyire a Clearstream Banking Luxembourggal együttműködésben biztosítja az eurokötvények központi infrastruktúráját.

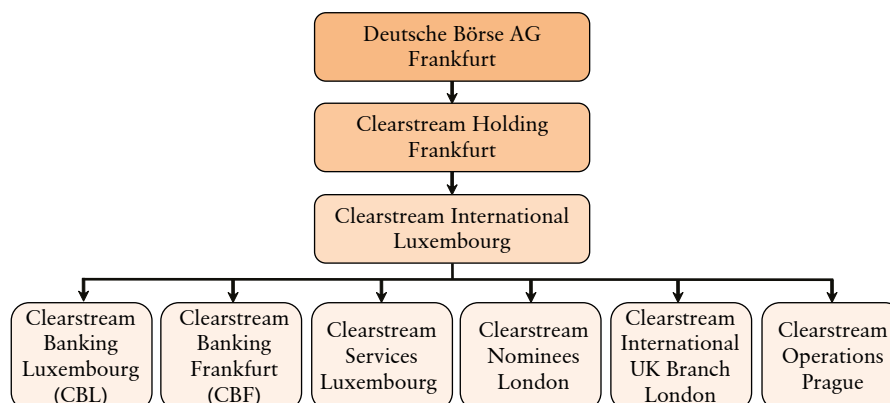
²⁰ A kereskedési rendszer ügyfélkörébe jelenleg világszerte több mint 300 pénzügyi intézmény tartozik.

²¹ A Cedel International nemzetközi központi értéktárat a globális pénzügyi intézmények egy csoportja alapította 1970-ben Luxemburgban.

²² A német nemzeti központi értéktár.

11. ábra

A Clearstream International jelenlegi struktúrája



Forrás: Clearstream.

A Clearstream International egy nemzetközi értékpapír-kiegyenlítési szervezet, amely a kötvényekkel és részvényekkel kapcsolatos szolgáltatások széles körét nyújtja nemzeti, illetve nemzetközi viszonylatban. A holdingvállalat három legfőbb leányvállalata a Clearstream Banking Luxembourg (CBL), a Clearstream Banking Frankfurt (CBF) és a Clearstream Services Luxembourg.

A CBF a német értékpapírpiacok tranzakcióit teljesíti. A CBL egy nemzetközi központi értéktár, amely a nemzetközileg, illetve az egész világon kereskedett értékpapírok határon átnyúló kiegyenlítését hajtja végre, továbbá működteti a Luxclear, amely Luxembourg nemzeti központi értéktára. A Clearstream Services Luxembourg egy technikai szolgáltató, amely a Creation nevű közös informatikai platformot üzemelteti. A Creation a nemzetközi ügyletek kiegyenlítését és letétkezelését végzi. 2001 februárjában a CBF nemzetközi ügyleteit migrálták a közös platformra, azóta mind a CBL, mind a CBF határon átnyúló tranzakcióit a Creation egyenlíti ki kereskedelmi banki pénzben.

3.3.6.3. Hibrid konszolidáció

A hibrid konszolidáció legjobb példájának az NCSD (Nordic Central Securities Depository) tekinthető. 2004 negyedik negyedévében az APK, a finn, és a VPC, a svéd központi értéktár összeolvadásával létrejött az NCSD. A VPC minden résztvevőt felvásárolt az APK-ban, így az a teljes tulajdonú leányvállalattá vált. Mind az APK, amely korábban az OMX csoport tulajdonában állt, mind a VPC, amely korábban egy független vállalat volt, az összeolvadást követően is elkülönült jogi személyként működött. Bár az üzleti tevékenységeket az NCSD csoport irányította, a működtetést a megfelelő svéd, illetve finn vállalatok végezték.

A konszolidáció révén az NCSD csoport hozzávetőlegesen az északi központi értéktári feladatok (regisztráció, letétkezelés, számlavezetés, a pénzügyi eszközök elszámolása és kiegyenlítése) 70%-át látta el. Az északi értékpapírpiacok kibocsátói és szereplői a teljes északi piacot a saját nemzeti piacuknak tekintették. Ezt a nézetet képviselték a nemzetközi szereplők is, akik az északi piacokat mind strukturális, mind pedig üzleti szempontból gyakran egységes piacként kezelték. Az NCSD is ezt az északi modellt igyekezett erősíteni. Egy egységesített platform segítségével próbálta az északi és nemzetközi kibocsátók, illetve piaci szereplők számára növelni a működési hatékonyságot, valamint az elérhető megtakarításokat. Az NCSD terveiben szerepelt, hogy egy olyan északi piaci modellt fejleszt ki és valósít meg, amely az északi piaci struktúrán alapul, átláthatóságot és nyitottságot tükröz, valamint a közös szolgáltatási platform segítségével növeli az északi régió mint pénzügyi piac hatékonyságát és versenyképességét, továbbá számos előnyt nyújt a kibocsátóknak, a piaci szereplőknek és a befektetőknek egyaránt. Ezen tervek azonban ilyen formában nem valósultak meg, ugyanis a hibrid konszolidáció legszebb példáját, azaz NCSD alapító értéktárait (VPC-t és APK-t) 2008-ban megvásárolta a Euroclear, így a továbbiakban a horizontális modellt erősítik.

3.4. ÉRTÉKPAPÍR-PIACI INFRASTRUKTÚRA JÖVŐBELI KILÁTÁSAI

Az euro bevezetése előmozdította az európai értékpapír-piaci infrastruktúra konszolidációját, azonban a hozzá fűzött reményeket nem váltotta be. A tőzsdék integrációjában jelentős előrelépések történtek, azonban az üzletkötés utáni folyamatok konszolidációjában még nagy hiányosságok tapasztalhatók. Bár 1999 és 2006 májusa közötti periódusban a központi szerződő felek száma az eurotérésben megfelelődként, 14 darabról 7-re csökkent, ugyanakkor a központi értéktárak száma csupán 5 darabbal mérséklődött, 23-ról 18-ra.

Az európai értékpapír-elszámolás számos tekintetben elmarad az egyesült államokbeli elszámolástól, mivel az Európai Unió számos kis nemzeti piacot tömörít, (2009-ben a teljes Európai Unióban közel 40, ebből az eurozónában 19 nemzeti, továbbá 2 nemzetközi központi értéktár működött), ennek következtében a tranzakciók mennyiségében és költségében is jelentős lemaradás könyvelhető el. Az EU-ban a határon átnyúló értékpapír-elszámolás és -kiegyenlítés átlagosan kb. hatszor annyiba kerül, mint a nemzeti (határokon belüli) elszámolás- illetve kiegyenlítés, továbbá még a nemzeti (határon belüli) elszámolás is átlagosan kb. nyolcszor drágább, mint az USA-ban.

A hatóságok, közülük is az Eurorendszer arra jutott, hogy a helyzet megoldásának a kulcsa a piaci mechanizmusok kudarcá fényében az, ha létrejön egy közösségi tulajdonú egységes alpinfrastruktúra²³, amelyre az egyedi piaci szolgáltatások ráépülhetnek, és amely egyszersmind integrálja a határon átnyúló értékpapír-kiegyenlítést a hazaival, összegyűjtve a tétel számot és drasztikusan csökkentve a sokszínű szolgáltatók összekapcsolódásának költségeit. Egy további kisebb jelentőségű megfontolása volt az Eurorendszernek az a cél, hogy a nagy értékű értékpapír-kiegyenlítés (amennyiben a tranzakciónak pénzlába is van, pl. sima adásvétel) DvP-elven és jegybankpénzben történhessen az egész EU integrált piacán, tehát a határon átnyúló műveletek esetében is. Ez a jelenlegi infrastruktúrával nemhogy drága, hanem egyszerűen gyakorlatilag lehetetlen.

Jelenleg a piaci szereplők értékpapírügyleteiket két fő módon bonyolíthatják le Európában. Egyrészt számlát nyitnak egy központi értéktárban, ahol kibocsátották és letétbe helyezték az értékpapírt. Ebben az esetben a pénzkiegyenlítés jellemzően jegybankpénzben történik. Másrészt lehetőség van arra, hogy a piaci szereplők letétkezelő bankok (vagy nemzetközi értéktárak) szolgáltatásait vegyék igénybe, amelyek saját és ügyfelek részére közvetlenül vagy közvetve számlakapcsolatot tartanak fenn a kibocsátó központi értéktárral. Ebben az esetben a pénzkiegyenlítés a letétkezelőnél vezetett számlán keresztül történik, vagyis jellemzően kereskedelmi banki pénzben²⁴. Ahhoz, hogy egy külföldi befektető meg tudjon vásárolni egy másik országban kibocsátott értékpapírt, vagy közvetlenül kell számlát nyitnia az adott ország központi értéktárában és hozzáfértie az adott ország jegybankjához, vagy szerződnie kell egy közvetítővel (például letétkezelővel), amely az adott országban mindkét rendszerhez közvetlenül hozzáfér. Az előbbi megoldást a jogi, illetve adminisztratív kötelezettségek sokkal költségesebbé teszik a szintén eléggé költséges második megoldásnál, ezért a jellemző modell a második út, a helyi letétkezelők használata.

Az EKB az egyesült államokbeli US-Fedwire Securities alapján egy olyan egységes értékpapír-kiegyenlítési platformot (TARGET2-Securities) kívánt létrehozni, amelyben az értékpapír és a pénz is egyazon helyen kerül kiegyenlítésre. A projekt összességében nagymértékben megnöveli az Európai Unió versenyképességét, biztonságosabbá és hatékonyabbá teszi a kiegyenlítést, valamint jelentősen lecsökkenti a belföldi, illetve a határon átnyúló tranzakciók költségét. A számos hasonlóság mellett azonban jelentős eltérések is tapasztalhatók a TARGET2-Securities (T2S) és az US Fedwire Securities között. Az egyik legnagyobb különbség, hogy az US Fedwire Securities egy központi értéktár, amely az értékpapírok korlátozott körére, elsősorban állampapírokra terjed csupán ki, míg a T2S nem egy központi értéktár. A T2S egy egységes kiegyenlítési platform, amely kizárólag az értékpapírügyletek kiegyenlítését végzi valamennyi eurozónában lévő, illetve a T2S-hez csatlakozott központi értéktárban kibocsátott értékpapír esetében, azaz a T2S nem tesz különbséget az egyes értékpapírtípusok között, mint az US Fedwire Securities, hanem állampapírok, részvények és egyéb értékpapírok kiegyenlítését is ellátja. Nagyon fontos, hogy a T2S nem központi értéktár, hanem a hozzá csatlakozó központi értéktárak közötti kiegyenlítési platform. Ebből a fentieknek megfelelően következik, hogy a T2S nem fog „statikus” értéktári szolgáltatásokat nyújtani.

²³ Az értékpapír-elszámolás hálózati piac, tehát nagyon sok függ alpinfrastruktúra lététől, árazásától és tulajdonjogától. Analógia lehet erre a közműhálózatok, vagy a közlekedésben a pályavasút mint alpinfrastruktúra. Erre ráépülve szabad verseny alapján szolgáltathatnak a szolgáltatók, de az alpinfrastruktúra szolgáltatásait vagy szabályozni kell, vagy állami tulajdonúvá kell azt tenni.

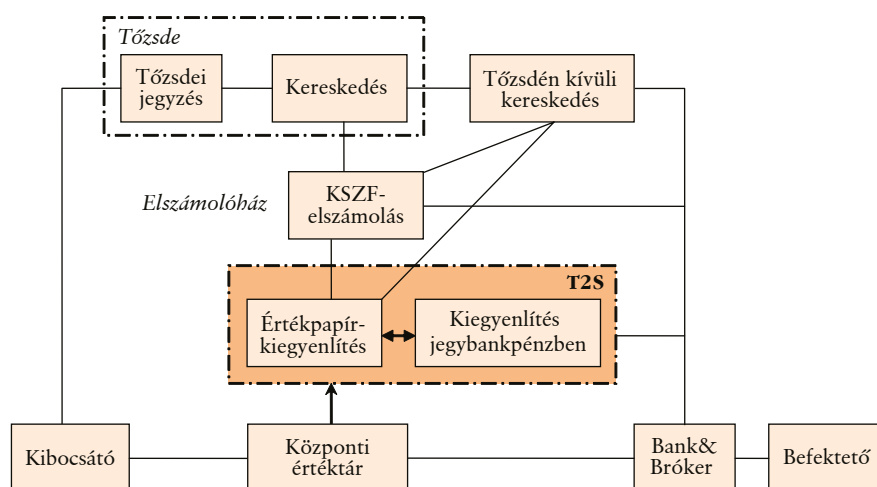
²⁴ Ez a két kiegyenlítési mód versenyez egymással. Például a Clearstream – Frankfurt (jegybankpénz) és a Euroclear Bank (kereskedelmi banki pénz) erős küzdelmet folytat a német állampapírok kiegyenlítéséért.

tani, azaz például nem lehet majd a „T2S-ben kibocsátani” értékpapírt, vagy a „T2S-ben tartani” értékpapírt, a T2S nem fog ISIN-kódot adni az új értékpapír-sorozatoknak, a T2S-ben csak kiegyenlíteni (átutalni) lehet a már létező értékpapírokat.

A T2S tehát kizárólag kiegyenlítésre fókuszálna, azt azonban teljes mértékben konszolidálná azonos szabályok szerint egy közös informatikai platformon. A kiegyenlítés leválasztása a többi számos és jelentős értéktárak és elszámolóházak által nyújtott szolgáltatástól (például elszámolás, kibocsátóknak és értékpapír-tulajdonosoknak nyújtott „statikus” jellegű szolgáltatások, mint letétkezelés, társasági események adminisztrációja stb.) azért fontos, mert ez a leginkább kiemelhető, és a legkönnyebben integrálható szolgáltatáselem, amely jogi szempontból is a leginkább egységes és uniformizálható²⁵ az egyes tagállamokban. Ez a fajta integráció gyorsabb eredményt hozhat, kevésbé fájdalmas és serkenti az értéktárak közötti versenyt.

12. ábra

Az értékpapír-infrastruktúra T2S utáni képe



Forrás: EKB, MNB.

Összességében a T2S a számos központi értéktárral és egy egységes kiegyenlítési eljárással Európát vonzóbb befektetési és kereskedési szintté változtatja. A platform semleges abban az értelemben, hogy bizonyos országokat, piaci infrastruktúrákat vagy csoportokat nem érint hátrányosan vagy részesít előnyben. A T2S létrejöttével a központi értéktárak feladatai jelentősen átrendeződnek, hiszen a kiegyenlítési rendszer működtetése lényegében kikerülne operatív feladataik közül, csak ügyfelek kapcsolódását vagy azok tranzakcióinak továbbcsatolását kell ebből a szempontból biztosítaniuk. Az értéktárak statikus, letétkezelői szolgáltatásait a fentiek szerint a T2S közvetlenül nem érintené.

²⁵ Bizonyos harmonizációs törekvések már elindultak: elfogadták a Settlement Finality Directive-t, a Financial Collateral Directive-t és a MiFID-t, azonban még további harmonizációs lépések várhatóak az Európai Unióban.

4. A letétkezelés

4.1. A LETÉTKEZELÉS KIALAKULÁSA

A letétkezelés alapja értékpapírok tartása egy harmadik fél nevében. A letétkezelés eredetileg fizikai megőrzést jelentett, abban az időben, amikor az értékpapírok még csak papír formátumban léteztek, a befektetőknek szükségük volt olyan biztonságos „helyekre”, ahol tarthatták őket. A biztonságos hely lehetett a befektető egy saját helyisége, amely kellőképpen biztosítva volt, vagy egy letéti őrzést vállaló szolgáltató, mint például bankok, melyek pánccéltermeit ebben az időben előszeretettel vették igénybe a befektetők.

A letétkezelés ma már számos intézmény, elsősorban brókercégek, kereskedelmi bankok és befektetési bankok széles termékcsaládján megtalálható. A letétkezelők az eltérő piaci szektorokat különböző speciális szolgáltatással célozzák meg.

4.1.1. A letétkezelést mint szolgáltatást nyújtó intézmények

Magától értetődően a bankok voltak azok az intézmények, amelyek fizikai letéti őrzést is kínáltak ügyfeleik számára, mivel általában erős pánccéltermekkel rendelkeztek, ahol pénzt tartottak vagy más értékes tárgyat helyeztek letétbe. A fizikai formában létező értékpapírok letéti őrzése lehetővé tette a letétkezelő bankok számára, hogy alapfeladatuk mellé pótlólagos szolgáltatásokat, mint például teljesítési és eszközkezelési szolgáltatásokat (settlement and asset servicing) is nyújtsanak. Mára a letétkezelő bankok jelentős változásokon mentek keresztül, a fizikai értékpapírok letéti őrzése többé már nem tartozik az alapvető feladataik közé (bár kiegészítő szolgáltatásként még mindig jelen van), azonban a kiegyenlítés és az eszközkezelési szolgáltatások területén változatlan maradt a kínált szolgáltatásaik köre.

- Amikor értékpapírt veszünk vagy adunk el, a letétkezelő lebonyolítja az értékpapír, illetve az érte megállapodott pénzüsszeg átutalását. Ezt a folyamatot, amely során az értékpapír és a tőke gazdát cserél, általánosan elszámolásnak és kiegyenlítésnek nevezzük.
- Egy értékpapír portfólióban történő tartása egyaránt előnyöket, jogokat és kötelezettségeket von maga után. Azokat a szolgáltatásokat, amelyeket a letétkezelők annak érdekében nyújtanak, hogy a befektetők az őket megillető, az értékpapír tartásából származó bevételeket megkaphassák, általánosan eszközkezelési szolgáltatásoknak nevezzük. Ezen szolgáltatások általában egymástól jól elkülöníthető kategóriákba sorolhatók: osztalék és kamatbeszedés, vállalati események (például rights issues²⁶, értékpapírok névértékének felaprózása, illetve összevonása (re-denomination), vállalati átszervezés), adó fizetése és/vagy visszaignérlése, megbízottként részvényesi közgyűléseken való részvétel, illetve szavazás.

A letétkezelő bankok esetében jelenleg jellemzően kétfajta bankról beszélhetünk, **lakossági bankokról** és **professzionális intézményi letétkezelő bankokról**. A lakossági bankok a letétkezelésre elsősorban nem mint profitcentrumra tekintenek, hanem az ügyfeleik számára értékesített értékpapírokhoz és értékpapír alapú termékekhez (vagyis elsősorban befektetési tevékenységhez) kapcsolódó kiegészítő szolgáltatásra. Ezzel szemben a szűkebb értelemben vett, professzionális letétkezelőknek azon intézményeket (elsősorban bankokat) tekinthetjük, amelyek az intézményen belül elkülönült letétkezelői üzletággal rendelkeznek és az alábbiakban felsorolt szolgáltatások többségét nyújtják (többnyire intézményi) ügyfeleik számára:²⁷

- Külföldi székhellyel rendelkező ügyfeleknek nyújtott (inflow) szolgáltatások: a letétkezelő a külföldi ügyfelek belföldre irányuló befektetéseit elszámolja, gondoskodik a kiegyenlítésről és az értékpapírhoz kötődő egyéb feladatok ellátásáról.
- Helyi intézményi ügyfeleknek (befektetési alapoknak, nyugdíjpénztáraknak stb.) nyújtott szolgáltatások (pl. nettó eszközérték, elszámolóegység-számítás).

²⁶ Rights issues: új értékpapír-kibocsátás régi részvényeseknek a tőzsdei jegyzésnél alacsonyabb áron.

²⁷ Részletesebben lásd a következő fejezetben.

- Határon átnyúló (cross-border) szolgáltatások: a helyi intézményi ügyfelek külföldre irányuló befektetéseinek (külföldön kibocsátott értékpapír-vásárlásnak) elszámolása, kiegyenlítése és tartása.
- Tőzsdei elszámolás és kiegyenlítés: a letétkezelők végzik az ügyfelek tőzsdei elszámolásból és kiegyenlítésből származó feladatainak egy jelentős részét is, az ehhez kötődő tranzakciós egyeztetésekkel és jelentésekkel. Ehhez kötődően a nagy letétkezelők külön szolgáltatásként sok esetben nyújtanak kisebb vagy az adott piacon közvetlen jelenléttel nem rendelkező intézmény számára általános klíringtagsági szolgáltatásokat is, valamint akár értékpapír- vagy pénzkölcsönzést. Ebben az esetben ügyfelek felé hitelkockázatot is vállalnak, ugyanis ha az ügyfelek közül valamely nem teljesíti kötelezettségeit, a letétkezelőnek kell elszemnie az ebből fakadó veszteséget.
- Külföldi kibocsátású, illetve tőzsdei bevezetésű értékpapírokra szóló letéti igazolások kibocsátása, amelyek a külföldi értékpapírokra szóló követelést testesítenek meg (DR, ADR, GDR). A külföldi piacon e szolgáltatáshoz kötődik az erre kiválasztott alletétkezelő szolgáltatása, amely a mögöttes eredeti értékpapírokat tartja a kibocsátó letétkezelő nevében.

Természetesen nem húzható ilyen szigorú választóvonal a lakossági és a szűkebb értelemben vett intézményi letétkezelő bankok közé, ugyanis vannak olyan lakossági bankok is, melyek végeznek önálló profitcentrumként intézményi letétkezelést.

Letétkezelésről nemcsak bankok esetében beszélhetünk, jelenleg több bróker cég is kínál letétkezelési szolgáltatásokat bróker tevékenységét kiegészítve ügyfelei számára.

4.2. A LETÉTKEZELŐI IPARÁG ÁTALAKULÁSA

A fizikai értékpapírok immobilizációjával vagy dematerializációjával egyre inkább visszaszorult a letétkezelőknél, illetve brókereknél tartott fizikai értékpapírok letéti őrzésének igénye. A letétkezelők szerepe azonban továbbra sem csökkent, ugyanis vannak olyan befektetők vagy piaci szereplők, amelyek nem válhatnak közvetlenül egy központi értéktár számlavezetett ügyfelévé²⁸. Az európai értéktárak többségének általában olyan ügyfelei lehetnek, akik szigorúan szabályozott (felügyelt) környezetben működnek, pénzügyileg stabilak, valamint folyamatosan biztosítják az STP (straight-through processing – teljesen automatizált feldolgozás) fejlesztését. Ezen belépési kritériumok elsősorban az értéktárak egyenletes, zavartalan és szakadatlan működését hivatottak biztosítani.

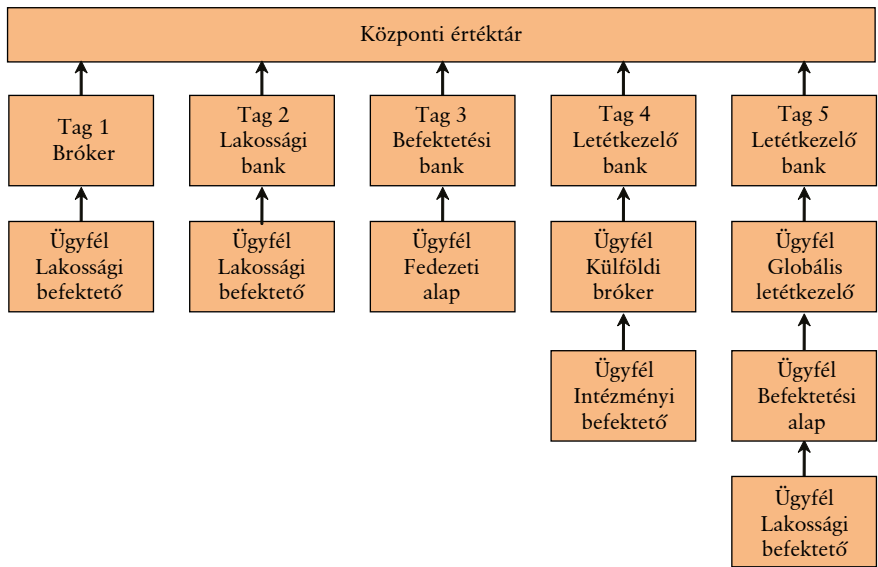
Annak a lehetősége, hogy a piaci szereplők eldönthetik, hogy egy értéktár közvetlen ügyfelévé válnak, vagy egy letétkezelő bank szolgáltatásait veszik igénybe, azt a benyomását keltheti, hogy az értéktárak és a letétkezelők versenyhelyzetben vannak egymással. Egy letétkezelőnek a szolgáltatásai nyújtásához (az elszámolási és kiegyenlítési szolgáltatások esetében) igénybe kell vennie a helyi piac központi értéktárát (kivéve azon elszámolásokat és kiegyenlítéseket, amelyeket internalizálni tud), tehát egy letétkezelő az ügyfeleinek nem tud annál sokkal versenyképesebb árat kínálni, mint amennyit maga az értéktárnak fizet. Ezenkívül egy letétkezelő és egy központi értéktár feladatait nem tekinthetjük azonosnak, ugyanis például más a kockázatvállalási hajlandóságuk mértéke, illetve a nyújtott szolgáltatások köre (a letétkezelők jellemzően több hozzáadott érték jellegű szolgáltatást kínálnak).

Ha gazdaságossági szempontok alapján alaposabban megvizsgáljuk a piacot, feltűnik, hogy a piaci szereplők (befektetők) elsősorban aközött dönthetnek, hogy az értékpapír tartásával kapcsolatos háttérfeladatok elvégzésére a saját háttérterületeket (back office) használják, vagy inkább egy letétkezelő bankot vegyenek igénybe, ha tranzakciószámuk vagy portfóliójuk mérete miatt egy erre szakosodott közvetítő alacsonyabb költséggel, hatékonyabban képes elvégezni ugyanazt a munkát (a volumenhozadékból adódóan). Az értékpapír tartásával kapcsolatos háttérfeladatok elsősorban az eszközközvetítési szolgáltatásokat, mint például a jövedelmek és osztalékok beszedését, az adó visszaigénylését, a közgyűléseken való részvételt és szavazást stb. foglalja magában. Ezen feladatokat a piaci szereplő a saját háttér területén, vagy egy letétkezelő bank megbízásával is elvégezheti. Tehát ezen szempontok alapján a piaci szereplők háttérterületét is tekinthetjük a letétkezelő bankok tényleges versenytársának.

²⁸ Kivéve az északi országokban, az Egyesült Királyságban és Görögországban, ahol a lakossági, illetve végbefektetők is közvetlenül, közvetítő igénybevétele nélkül nyithatnak értékpapírszámlát egy központi értéktárban (ez az úgynevezett direct holding intézménye).

13. ábra

Példák a letétkezelési szolgáltatások többszintű közvetítőrendszerére



Forrás: EKB.

Hasonló gazdaságossági megállapítás azonban számos pénzügyi piaci közvetítő esetében is tehető, így a letétkezelő bankokat a fenti módon helyezhetjük el a letétkezelői szolgáltatások többszintű közvetítői rendszerében.

A letétkezelő bankok az általuk kínált szolgáltatásokat sokkal hatékonyabban nyújthatják a versenytársaiknál, mivel a befektetők és más pénzügyi közvetítők általánosságban náluk tartják az értékpapírokat.

14. ábra

Az értékpapír-szolgáltatások értéklánca

	Értékpapír létrehozása	Fizetőügyműk szolgáltatások	Vizsgálat	Végrehajtás	Elszámolás	Kiegyenlítés	Letéti műveletek és fedezetkezelés	Értékpapírral végzett pénzügyi alapoknak nyújtott szolgáltatások	Befektetési alapoknak nyújtott szolgáltatások
	Kibocsátás		Üzletkötés		Üzletkötés utáni folyamatok				
Értékpapír-kibocsátók (vállalatok, pénzügyintézetek, állami szervezetek)	■	■							
Lakossági és vállalati befektetők			■	■	■	■	■	■	
Intézményi befektetők (kollektív befektetési alapok, fedezeti alapok, nyugdíjalapok, biztosítótársaságok)			■	■	■	■	■	■	■
Közvetítők									
Befektetési bankok	●		●	■	●	■	●	■	●
Brókerek			●	■	●	■	●	■	●
Nemzeti és nemzetközi letétkezelők		●		■	■	■	■	■	●
Központi értéktárak	●				●	●	●		

■ Szolgáltatást igénybe vevő ● Szolgáltató

Forrás: EKB.

2. táblázat

A letétkezelő bankok által nyújtott szolgáltatások csoportosítása

Letéti őrzés (Safekeeping)	A letétkezelő könyveiben nyilvántartják az ügyfél tulajdonában lévő értékpapírok mennyiségét.
Kiegyenlítés, tranzakciók lebonyolítása (Settlement)	Az ügyfél értékpapírjainak átutalását és fogadását lebonyolítják, továbbá teljesítik és/vagy ellenőrzik a kapcsolódó kifizetéseket.
Eszközkezelési szolgáltatások (Asset servicing)	A letétbe helyezett értékpapírokkal kapcsolatos jogok és kötelezettségek kezelése, amely általában magában foglalja a jövedelmek és osztalékok beszedését, az adók levonását és befizetését, illetve visszaigénylését, a megbízotti szavazást, a társasági eseményekről szóló tájékoztatást, valamint az értékpapír-állományi jelentést.
Alapoknak nyújtott szolgáltatások (Fund services)	A befektetési alapoknak (és nyugdíjpénztáraknak) nyújtott speciális szolgáltatások, amelyek általában magukban foglalják a befektetések elszámolását, a nettó eszközérték (elszámoló egység) megállapítását, a teljesítmény mérését, a teljesítés ellenőrzését, illetve a szabályozói nyilvántartás vezetését. Magában foglalhat még befektetési-jegy-nyilvántartási, -jegyzési és -visszavásárlási szolgáltatásokat is.
Banki szolgáltatások (Banking)	Betétek gyűjtése és olyan jellegű szolgáltatások nyújtása, amely hitelkockázati kitettséget eredményez, általánosságban napon belüli likviditásnyújtás, pénzkölcsönzés, illetve a kölcsönző garanciavállalása mellett értékpapír-kölcsönzés megbízóként vagy meghatalmazottként. A fedezetkezelés is általában a nyújtott szolgáltatások körét gyarapítja. Egy piacon, amelyen központi szerződő fél is működik, a letétkezelő bankok közvetítői szolgáltatásokat nyújthatnak olyan kereskedő cégeknek, amelyek nem akarnak vagy tudnak a központi szerződő félhez közvetlenül csatlakozni. Ezen szolgáltatást általános klíringtagnak nevezik, amely magában foglalja a kötelezettségek átvállalását a központi szerződő féllel szemben.
Kibocsátóknak nyújtott szolgáltatások (Issuer services)	<i>Fizető ügynök:</i> A letétkezelő a kibocsátó nevében kifizeti az osztalékokat, a kamatokat vagy a tőketörlesztéseket az értékpapír-tulajdonosok, illetve a pénzügyi közvetítők képviselői részére. <i>Letéti igazolások:</i> A letétkezelő az általa letétben tartott (zárolt) részvényekről letéti igazolást állít ki, amelyek külföldön kerülnek forgalomba hozatalra.
Globális letétkezelés (Global custody)	Olyan jelentős súlyú letétkezelők nyújtják, akik számos piacot lefedő alletétkezelői hálózatot (vagy leánybankokat) hoztak létre és működtetnek, melyeken keresztül szinte bármilyen értékpapírt bárhol el tudnak érni.

Forrás: EKB, MNB.

A 2. táblázat röviden bemutatja 6 főcsoportba sorolva, hogy a letétkezelő bankok jellemzően milyen szolgáltatásokat kínálnak az ügyfelek számára.

4.3. A LETÉTKEZELŐK CSOPORTOSÍTÁSA

A legtöbb bank letétkezelő is egyben: igyekeznek az ügyfelek igényeit mind hazai, mind pedig nemzetközi téren kielégíteni. A külföldi kibocsátású értékpapírok esetében a legtöbb bank azonban közvetítők, további letétkezelők közbeiktatásával elégíti ki ügyfelei igényeit.

Az így fellépő közvetítők általában letétkezelő bankok, melyek letétkezelői szolgáltatásaikat annak megfelelően alakították ki, hogy a külföldi ügyfelek igényeinek minél versenyképesebb módon tegyenek eleget. Az első ilyen, kifejezetten a letétkezelésre, mint piaci szolgáltatásra fókuszáló bankok az amerikai piacon jöttek létre.

Amikor a befektetők a külföldi piacokon kibocsátott értékpapírokkal kezdtek kereskedni, a letétkezelő bankok és a központi értéktárak előtt egy új lehetőség nyílt meg. A szakirodalom alábbiaknak megfelelően csoportosítja a letétkezelő bankokat azok üzleti stratégiája szempontjából:

– Lokális letétkezelők

A lokális letétkezelők, más néven „single-market” letétkezelők, ügynök bankok vagy alletétkezelők, üzleti tevékenységüket elsősorban a saját hazai piacukra specializálják, vagyis elsősorban a hazai ügyfelek igényeit és a külföldi befektetők beáramló befektetéseit szolgálják ki (a külföldi befektetők az adott piac értékpapírjaiban fennálló portfólióit letétkezelik). A globális letétkezelők jellemzően ilyen „alletétkezelők”-ből építik ki nemzetközi letétkezelői hálózatukat.²⁹

²⁹ Az alletétkezelők világa gyakran ismeretlen a letétkezelési szolgáltatás végfelhasználói számára, de a globális befektetések szempontjából kulcsfontosságú.

– Globális letétkezelők

A globális letétkezelők szolgáltatásaikkal nagyon sok (akár 70-100) piacot is egyszerre lefednek azáltal, hogy a helyi saját leánybankjukon vagy egy másik lokális letétkezelőn (mint „alletétkezelőn”) keresztül érik el az egyes piacokat (a központi értéktárakat). A globális letétkezelők tehát végeredményben hálózatukat kínálják, mint terméket a nemzetközi befektetésekben érdekelt intézményi befektetők, vagy saját alletétkezelői hálózat kiépítésére nem vállalkozó (helyi) letétkezelők számára.

– Hibrid letétkezelők

A hibrid letétkezelők ügyfeleik részére egyaránt nyújtanak lokális és globális letétkezelői szolgáltatásokat.

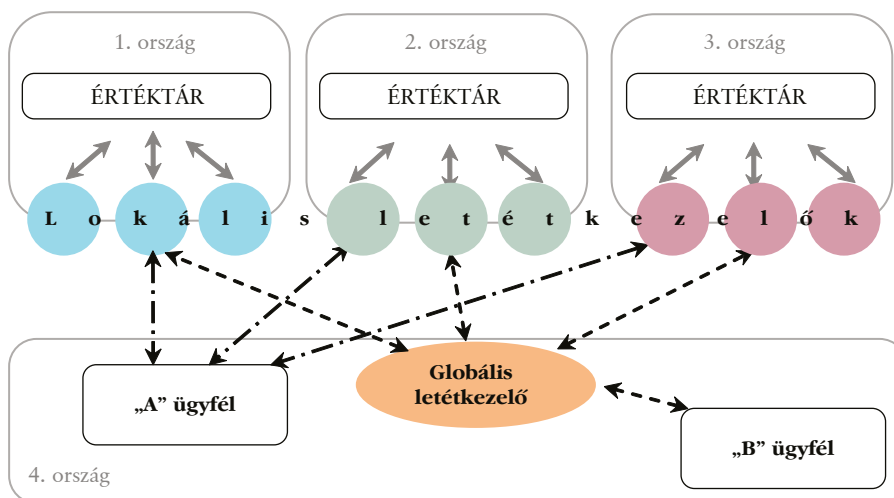
A lokális letétkezelők általában csak egy adott piacra helyezik üzleti fókuszukat, az adott piac ügyfeleinek igényeit próbálják kielégíteni mind a versenyképesség, mind pedig a technikai fejlődés terén. A legtöbb lokális letétkezelő sikerességének titka elsősorban annak tudható be, hogy időben megértették és megismerték a helyi piac működését, helyesen felmérték az ügyfelek igényét, megfelelően alkalmazkodnak a helyi hitelkockázatokhoz, a helyi adózási szabályokhoz, illetve likviditáshoz jutnak a helyi piaci eszközökből. A lokális letétkezelők ügyfelei ezenkívül elvárják, hogy a helyi piac/ország specialitásaihoz teljes mértékben alkalmazkodó, személyre szabott szolgáltatásokat kapjanak. Azonban sokan vitatják, hogy a helyi letétkezelők sikeressége csupán a fenti tényezőkön múlna, azt állítva, hogy a nemzeti jogrendszerek különbözőségei valójában arra szolgálnak, hogy a helyi szolgáltatók versenyelőnyét és fennmaradását szolgálják.

A fizikai értékpapírok korából az elektronikus rendszerek világába történő áttérés során fokozatosan emelkedik a tranzakciók száma és növekszik a nyújtott szolgáltatások minősége, kifinomultsága. Ezáltal az ügyfelek egyre inkább elvárják, hogy biztosított legyen a folyamatos elérhetőség, illetve az elektronikus értékpapír-átutalás és a kontrollrendszerek megbízható, valamint pontos működésének feltételei. A technikai fejlődés előrehaladtával a világ számos országában lesznek olyan lokális letétkezelők, akik a fennálló technikai és fejlesztési korlátaik miatt az ügyfelek pótlólagos igényeinek egyre kevésbé tudnak majd eleget tenni, ezáltal a kisebb piaci szereplők akár áldozatul is eshetnek az egyre fokozódó versenynek.

A globális letétkezelők az általános szemlélettel ellentétben a szó szoros értelmében nem tekinthetők a lokális letétkezelők vetélytársainak, mivel a globális letétkezelők csak ritka esetben csatlakoznak közvetlenül egy ország értéktárához, helyette egy, az adott értéktárban tag, helyi letétkezelő (vagy a saját leánybankjuk) szolgáltatásait veszik igénybe, tehát a globális letétkezelők a lokális letétkezelők ügyfelei. (A globális letétkezelő leánybankja is lokális letétkezelőnek tekintendő.)

15. ábra

A lokális és globális letétkezelők viszonya



Forrás: MNB.

A 15. ábra két ügyfélen (A és B) keresztül mutatja be, hogy a külföldi kibocsátású értékpapírok megvásárlása esetén az ügyletek milyen módon számolhatók el. Az „A” ügyfél (nem feltétlenül végbefektető, lehet egy letétkezelői bank is) minden piacon leszerződött a helyi letétkezelővel, saját alletétkezelői hálózatot kialakítva. Ezzel szemben a „B” ügyfél (aki lehet egy nagy intézményi befektető, de egy helyi letétkezelő is) egy közvetítő, globális letétkezelőt vett igénybe külföldi kibocsátású értékpapír-tranzakcióinak elszámolásához és tartásához. Így a „B” ügyfél esetében a globális letétkezelő az, aki minden piacon leszerződött egy lokális letétkezelővel vagy a saját (csoportjához tartozó) leánybankkal. A globális letétkezelő bank tehát jellemzően nem a célország központi értéktárához csatlakozik közvetlenül, hanem minden piacon egy-egy helyi letétkezelőt vesz igénybe, ezáltal a helyi letétkezelő ügyfelévé válik és nem pedig versenytársává.

A hibrid letétkezelők a lokális és globális letétkezelők közötti átmenetet testesítik meg, ugyanis a verseny fokozódásával rákényszerültek a kínált szolgáltatásaik palettájának szélesítésére (elsősorban a személyre szabott szolgáltatások terén), illetve földrajzi terjeszkedésre is (regionális lefedettséggel rendelkező szolgáltatókká váltak). A lokális letétkezelőkhöz hasonlóan a hibrid letétkezelők is rá vannak kényszerítve, hogy az ügyfélkörük megtartása érdekében a meglévő infrastruktúrájukat folyamatosan az ügyféligényekhez, a nagyobb földrajzi lefedettséghez és a csökkentett költségekhez igazodóan jelentős mértékben fejlesszék.

5. Letétkezelés, értékpapír-elszámolás és -kiegyenlítés Magyarországon

A modern értelemben vett értékpapírpiacok és a hozzájuk kapcsolódó letétkezelői szolgáltatások a fejlett piacokhoz képest rövid múlttal rendelkeznek Magyarországon, hiszen számos piacgazdasághoz és szabad tőkeáramláshoz kapcsolódó piaci intézmény csak a '80-es évek végén és a '90-es évek elején megvalósult piacgazdaságra való áttérés kapcsán jött létre hazánkban. A rövid múlthoz képest azonban a hazai infrastruktúra és szolgáltatók látványosan „ledolgozták” az ebből fakadó hátrányt. Ebből következően Magyarország a piac méretéhez és fejlődési szakaszához képest fejlett és színvonalas értékpapír-infrastuktúrával és kifinomult szolgáltatáspalettával rendelkezik. Ebben a fejezetben nagy vonalakban bemutatjuk a hazai piac fő jellegzetességeit és specialitásait.

5.1. A HAZAI ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI ÉS -KIEGYENLÍTÉSI INFRASTRUKTÚRA

A régió országaival való összevetésben a hazai értékpapír-infrastruktúra fejlettnak mondható, mivel Magyarországon minden, a fejlett országokban elérhető alapvető értékpapír-elszámolásra és -kiegyenlítésre vonatkozó szolgáltatás a piaci szereplők rendelkezésére áll.³⁰

5.1.1. Központi értéktári szolgáltatások

A hazai értékpapír-infrastruktúra központja a KELER Zrt., illetve az ennek többségi tulajdonában álló KELER KSZF Kft. A KELER Zrt. jelenleg Magyarországon az egyetlen központi értéktár és egyben a HU-val kezdődő ISIN-kódok kiadásáért felelős szervezet.³¹ A KELER Zrt. szakosított hitelintézetként működik és vezeti az értékpapír-számlákat a bankok, brókercégek, illetve hasonló külföldi intézmények számára. A KELER Zrt. nem vezet értékpapír-számlát magánszemélyek számára, tehát a KELER-ben kibocsátott értékpapírokhoz (hasonlóan a leggyakoribb nemzetközi modellhez) a nem pénzügyi szektor, beleértve a háztartásokat is, a pénzügyi közvetítőkön (letétkezelőkön) keresztül fér hozzá („indirect holding” modell).

A KELER valós idejű értékpapír-kiegyenlítési rendszere kezeli a DvP-, DvD- és FoP-műveleteket is. A DvP értékpapír-kiegyenlítéshez kapcsolódóan a KELER Zrt. vezeti a brókercégek pénzszámláit, a VIBER- (RTGS)-tagsággal rendelkező hitelintézetek esetében pedig felhatalmazással bír azok MNB-nél vezetett pénzszámláinak VIBER-ben történő megterhelésére. Így Magyarországon a hitelintézetek esetében a DvP-kiegyenlítés összekapcsolt modellje, míg a brókerek esetében az integrált modellje működik. A KELER valós idejű rendszerében történik a KELER-ben kibocsátott értékpapírok vonatkozásában a tőzsdén kívül megkötött ügyletek („bruttó”) könyvelése, valamint itt történik a KSZF-szolgáltatás keretében kiszámított nettó tőzsdei pozíciók kiegyenlítése is.

A KELER Zrt. SWIFT-en, valamint saját maga által fejlesztett hálózaton és eszközön (KID, KELER Interface Device) kommunikál ügyfeleivel.

A KELER-nek több külföldi értéktárral létesített kölcsönös számlakapcsolata is van, ezek közül a leginkább használt a KELER és a Clearstream nemzetközi központi értéktár közötti számlakapcsolat. A KELER Zrt. az alapvető értéktári funkciók ellátása mellett számos kiegészítő szolgáltatást nyújt a letétkezelők, valamint a kibocsátók számára (pl. értékpapír-kölcsönzés, részvénykönyv-vezetés stb.).

³⁰ Ez a kelet-közép-európai régió többi országára nem mondható el.

³¹ A KELER Zrt. többségi tulajdonosa a Magyar Nemzeti Bank, kisebbségi tulajdonosa pedig a BÉT Zrt.

5.1.2. KSZF-elszámolási szolgáltatások

A KELER Zrt. többségi tulajdonában lévő KELER KSZF Kft.³² végzi a Budapesti Értéktőzsdén kötött azonnali és derivatív tőzsdei ügyletek elszámolását és központi szerződő félként garantálja azok kiegyenlítését.³³ A KELER KSZF Kft. elszámolási szolgáltatásán keresztül a BÉT-en megkötött azonnali ügyletek többoldalú (multilaterális) nettózása is megtörténik a KSZF klíringtagjai között, jelentősen csökkentve a tényleges kiegyenlítések számát és értékpapír-, valamint pénzügyi likviditást megtakarítva a tőzsdei ügyletek lebonyolításában. A BÉT-en kötött és a KELER KSZF Kft. által elszámolt ügyletek kiegyenlítésére részvények esetében T+3 napon, hitelpapírok esetében T+2 napon kerül sor.³⁴

A KELER KSZF Kft. klíringtagsági rendszere a fejlett piacokhoz hasonlóan megkülönböztet általános, egyéni és alkíringtagokat. Az általános klíringtag alá tartozhatnak alkíringtagok, míg az egyéni klíringtagok alá nem. Az alkíringtag pozícióért a hozzá tartozó általános klíringtag korlátlanul felel. A klíringtagok jellemzően saját maguk (illetve alkíringtag esetében a hozzá tartozó általános klíringtag) végzik elszámolási és kiegyenlítésből rájuk háruló feladatokat, de lehetőség van saját maguktól (vagy alkíringtagság esetén a hozzájuk tartozó általános klíringtagtól) teljesen független kiegyenlítési megbízott („settlement agent”) igénybevételére is (pl. egy letétkezelő bank személyében). Így a KSZF klíringtagság független a KELER Zrt.-vel, vagy az MNB-vel létesített számla-kapcsolatok meglététől.

A KELER KSZF Kft. mindehhez fejlett és többelemű kockázatkezelési rendszert működtet, amelynek védelmi elemei megfelelnek Európa vezető KSZF-jei által alkalmazott rendszer elemeinek:

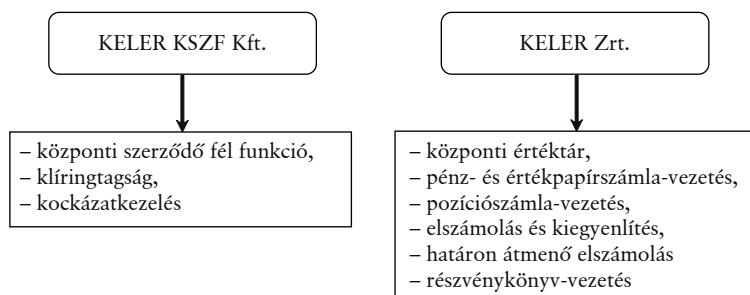
- **Tagsági követelmények:** az általános klíringtagoknak bizonyos pénzügyi mutatóknak (pl. saját tőke) folyamatosan meg kell felelni tagságuk fenntartásához, valamint felügyelt pénzügyi intézményeknek kell lenniük.
- **Alapszintű pénzügyi fedezet:** az adott klíringtag időszaki forgalmával arányos fix összegű elvárt fedezeti követelmény, amely teljesíthető akár pénzben, akár likvid értékpapírokban.
- **Alapbiztosíték:** minden klíringtag köteles pozíciófüggő, naponta változó fedezetet is elhelyezni, amely a szokásos egy-napi árelmozdulás alapján kerül kiszámításra.
- **Kiegészítő pénzügyi fedezet:** a KELER KSZF Kft.-nek jogában áll többletfedezetet bekérni egy klíringtagtól, amennyiben annak forgalma, illetve szokásosnál nagyobb pozíciófelvétele ezt indokolja, illetve amennyiben a klíringtag tevékenységét általában a KSZF kockázatosabbnak ítéli valamilyen egyéb körülmény miatt (pl. elfogadott pénzügyi beszámoló hiánya).
- **Kollektív garanciaalapok:** a klíringtagok kötelesek hozzájárulni az azonnali és a derivatív tőzsdei piacra külön-külön létrehozott garanciaalapokhoz (TEA és KGA). Ezen alapok a tagok tulajdonában állnak, de azokat a KELER KSZF Kft. kezeli. Az alapok összege felhasználható egy klíringtagi fizetéseketelenség esetén a teljesítés garantálására.
- **A KELER KSZF Kft. saját tőkéje, illetve a KELER Zrt.-től kapott garanciája:** a jelentős saját tőkével rendelkező KELER Zrt. az értéktár biztonságos és zavartalan működéséhez szükséges tőkén felüli saját tőkéje erejéig, egy meghatározott garanciaavállalási díj ellenében garantálja a KELER KSZF Kft. piaci garanciaavállalásból fakadó esetleges kötelezettségeit.

A KELER KSZF Kft. elszámolási tevékenységének lebonyolítási, valamint informatikai feladatait kiszervezi az ezen kapacitásokkal a hagyományokból fakadóan rendelkező KELER Zrt. számára, amely szolgáltatásért a KELER KSZF Kft. a KELER Zrt. részére díjat fizet. A tőzsdei elszámolásokkal kapcsolatos klíringtagokkal való kommunikációt a KELER KSZF Kft. ugyanúgy SWIFT-en, illetve a KELER Zrt. által működtetett saját kommunikációs hálózaton (KIS/KID rendszer) végzi, mint a KELER Zrt.

³² A KELER KSZF Kft. kisebbségi tulajdonosai a BÉT Zrt., valamint a Magyar Nemzeti Bank.

³³ A régióban Magyarország az egyetlen ország, ahol valódi központi szerződő fél általi garancia érvényesül a tőzsdei ügyletek vonatkozásában, Csehországban, Lengyelországban, illetve Szlovéniában is csak kollektív garanciaalapok nyújtanak biztosítékot a tőzsdei nem teljesítésekre, nincs azonban központi szerződő fél, illetve az általa nyújtott garancia.

³⁴ A tőzsdén kívül kötött (OTC), kétoldalúan elszámolt és kiegyenlített ügyletek esetében a két fél egyezik meg az ügyletkötéskor a teljesítés napjáról, a piaci szokvány azonban ezekben az esetekben is jellemzően a T+3, illetve T+2-es teljesítés (T az ügyletkötés napja).

16. ábra**A KELER Zrt. és a KELER KSZF Kft. által ellátott funkciók**

Forrás: MNB.

5.2. A HAZAI LETÉTKEZELŐK KIALAKULÁSA ÉS FELADATAI

A magyar letétkezelői iparág az 1990-es évek elején indult útnak, először inkább külföldi befektetők igényeire fókuszálva, majd a nyugdíjpénztárak, a befektetési alapok, biztosítók hazai megjelenését követően a belföldi ügyfelek mind színvonalasabb kiszolgálására is. Bár a kezdetektől jelen volt a verseny, a 2000-es évek eleje óta a piac „éretté” válásával ez még intenzívebben hatott a szolgáltatások áráira és színvonalára mind a külföldi, mind a hazai ügyfelek szegmenségben. A piac érettségét jelzi, hogy a hazai piacon számos olyan letétkezelő van jelen, akik mind magas színvonalú szolgáltatásokat nyújtanak. A magyar értékpapírpiac már nem számít egzotikus piacnak, amelyen a külföldi ügyfeleknek extra díjakat kellene fizetni, továbbá a piac fejlődése következtében egyszerűsödtek és csökkentek a letétkezeléshez kapcsolódó díjak.

A letétkezelő bankok szerepe a '90-es évekhez képest az elmúlt 10 évben lényegesen átalakult. A letétkezelő ma már nem csupán az értékpapírokat őrzi, és a hozzájuk kapcsolódó gazdasági eseményeket látja el, hanem a hazai szabályozási felfogásban feladata az ügyfél és annak vagyonkezelését végző befektetési szolgáltató prudens működésének érvényre juttatása, az ügyfél érdekeinek teljes körű védelme is. Vagyis a letétkezelő mindennapi feladatainak elvégzése során elsődlegesen az ügyfél érdekében jár el a jogszabályok és az adott befektetési politikák keretein belül, azokat mindig figyelembe véve. A letétkezelő tevékenységével a lehető legkisebb mértékűre csökkenti annak kockázatát, hogy az ügyfeleinek, azaz az értékpapírok tulajdonosainak érdekei sérelmet szenvedjenek a kibocsátók, a befektetési szolgáltatók vagy bármely más piaci szereplő esetleges ellenérdekeltsége következtében.

A letétkezelők a befektetéskezelés folyamatában kiemelten fontos ellenőrző funkcióval bírnak, tehát állandóan figyelemmel kísérik az ügyfél befektetéseire vonatkozó jogszabályi előírások folyamatosan betartását, valamint fel is hívják az ügyfél, illetve az alapkezelő figyelmét arra, ha a befektetési megbízás vagy más utasítás sért(het)i vagy veszélyeztet(het)i az ügyfél érdekeit.

Ezen ellenőrző funkció hibátlan ellátása nagy felelősséget helyez a letétkezelők vállára, akiknek ebből kifolyólag számos követelménynek kell eleget tenniük:

- körültekintően kell ismerniük ügyfeleiket (tevékenységük, pénzügyi szokásaik, belföldi, illetve nemzetközi piaci gyakorlatuk, alkalmazott pénznemeik stb. terén),
- pontos és naprakész ügyfél-dokumentációt kell vezetniük,
- szegregálniuk³⁵ kell a saját és ügyfélszámláikat (központi értéktári alszámlák esetében is),
- az ügyfeleket a lehető legpontosabb, legkörültekintőbb és leggyorsabb módon kell értesíteniük,

³⁵ Szegregációnak azt az eljárást tekintjük, mely során az ügyfelek védelme érdekében a letétkezelő (klíringtag) és az ügyfelei eszközeit és pozícióit egymástól különülten tartják nyilván.

- ellenőrizniük kell a megbízások hitelességét és kondícióit,
- a fedezetellenőrzést ügyletenként el kell végezniük,
- a limiteket (egyes eszköztípusok hányadára vagy abszolút összegére vonatkozó korlát egy portfólió vagy alapkezelő esetében) folyamatosan figyelniük és ellenőrizniük kell,
- a központi értéktár, elszámolóház, illetve külső letéti hely, valamint a saját nyilvántartó rendszerében szereplő pozíciókat legalább naponta egyszer össze kell vetniük,
- a külföldi kibocsátású pénz- és tőkepiaci eszközök esetében megfelelő alletétkezelőt kell választaniuk,
- az ügyfeleket rendszeresen kell tájékoztatniuk (letétállomány összetétele, mennyisége stb.),
- kiemelt figyelmet kell fordítaniuk az ügyfelek kérdéseire, reklamációira és jelzéseire.

A letétkezelés több hazai bankban is jelentős profitcentrumnak számít, hiszen a leginkább e tevékenységre fókuszáló szereplőknél e speciális üzletág a banki alkalmazottak átlagosan 1-2%-ával a bank profitjának akár 10%-át is adja.

5.3. A LETÉTKEZELÉSI TEVÉKENYSÉG SZABÁLYOZÁSA

A hazai jogszabályok (Tpt., Bszt.) értelmében a letétkezelés a pénzügyi eszköz letéti őrzése³⁶, a kamat, az osztalék, a hozam, illetőleg a törlesztés beszedése és egyéb kapcsolódó szolgáltatás együttes nyújtása, ideértve az óvadék kezelésével összefüggő szolgáltatásokat. A letétkezelői tevékenység sokszínűsége miatt a szabályozása is kellően bonyolult és specifikus. A befektetési alapok és a nyugdíjpénztárak esetében a jogalkotó pótlólagos követelményeket támaszt a letétkezelők felé.

Befektetési alapok

A letétkezelő tevékenysége során független módon, kizárólag a befektetők érdekében jár el. Vagyis a letétkezelő tevékenysége végzése során köteles visszautasítani a befektetési alap-kezelő által adott minden olyan megbízást, amely ellentétes a jogszabályokkal, illetve az alapkezelési szabályzattal, és – amennyiben szükséges – a befektetési alapkezelőt köteles a törvényes állapot helyreállítására felszólítani.

Az értékpapírszámla és a befektetéshez kapcsolódó pénzmozgások lebonyolítására szolgáló számla vezetését az egyes alapok és portfóliók tekintetében kizárólag ugyanaz a letétkezelő végezheti.

A befektetési alap részére végzett letétkezelés esetén a letétkezelő az alábbi feladatokat végzi:

- meghatározza a befektetési alap összesített és egy jegyre jutó nettó eszközértékét,
- gondoskodik a befektetési alap összesített és egy jegyre jutó nettó eszközértékének közzétételéről, illetve a befektetők részére történő közléséről,
- ellenőrzi, hogy a befektetési alap-kezelő megfelel-e a jogszabályokban és az alapkezelési szabályzatban foglalt befektetési szabályoknak,
- biztosítja, hogy az alap eszközeit érintő ügyletekből, valamint a befektetési jegyek forgalmazásából származó valamennyi az alapot illető pénzügyi eszköz az elvárt határidőn belül az alaphoz kerüljön.

³⁶ A letéti őrzés a pénzügyi eszköz megőrzésre történő átvétele, a tulajdonos megbízásából való nyilvántartása és kiadása.

Nyugdíjpénztárak

Jogszába alapján a nyugdíjpénztár a letétkezeléssel kapcsolatos feladatai ellátásával olyan hitelintézetet köteles megbízni, amely a Bszt.³⁷ szerinti letétkezelés szolgáltatás nyújtására jogosult. Egy nyugdíjpénztár csak egy letétkezelőt bízhat meg az elszámoló egységek, illetve az eszközérték konzisztens számítása miatt. A nyugdíjpénztár köteles minden befektetési tevékenységet olyan módon végezni, hogy a pénztár tulajdonában lévő és a vagyongazdálkodást végző szervezet vagy szervezetek rendelkezésére bocsátott eszközök teljes egészében és folyamatosan a letétkezelő birtokában maradjanak.

A letétkezelő a nyugdíjpénztár megbízása alapján végzett befektetési szolgáltatások tekintetében megbízásának ellátásához szükséges mértékben ellenőrzi a pénztári szolgáltatót, valamint a pénzforgalmi számlát vezető szervezetet.³⁸ A letétkezelő a nyugdíjpénztár nevében eljárva tevékenységét a nyugdíjpénztár érdekében a letétkezelésre vonatkozó megbízásnak megfelelően köteles végezni, továbbá fel kell hívnia a nyugdíjpénztár, illetve a vagyongazdálkodó figyelmét arra, ha a befektetési megbízás végrehajtása sért(het) vagy veszélyeztet(het) a pénztár érdekeit. A letétkezelőnek vissza kell utasítani minden olyan rendelkezést, amely a pénztári befektetésekre vonatkozó jogszabályi előírásokkal ellentétes.

A nyugdíjpénztárak részére végzett speciális letétkezelés keretében a letétkezelő állapítja meg az elszámoló egységek³⁹ árfolyamát munkanapokra és a hónap utolsó napjára vonatkozóan.

A letétkezelő tevékenysége végzése során közreműködőt, így különösen alletétkezelőt vehet igénybe, amelynek a cselekedeteiért és mulasztásáért mint sajátjaként felel. Alletétkezelőként kizárólag a Tpt. előírásainak megfelelő másik hazai, illetve külföldi letétkezelő vehető igénybe.

5.4. TRADICIONÁLIS LETÉTKEZELŐI SZOLGÁLTATÁSOK MAGYARORSZÁGON:

1. Értékpapírszámla-vezetés

Az ügyfelek számára nyitott a dematerializált értékpapírról és hozzá kapcsolódó jogokról az értékpapír-tulajdonos javára vezetett nyilvántartás kezelése.

2. Tőzsdei és nem tőzsdei értékpapír-tranzakciók végzése

- DvP-, FoP-tranzakciók végrehajtása (kiegyenlítése), az ehhez kapcsolódó könyvelések és egyeztetések elvégzése.
- Nemzetközi elszámolások (saját hálózaton vagy a KELER-en keresztül).
- Nemzetközi, határon átnyúló elszámolások alatt azon ügyletek elszámolását értjük, amelynek az egyik szereplője belföldi, míg a másik szereplője külföldi.
- Tranzakciók visszaigazolása.
- Tranzakciós listák küldése (naponta, hetente, havonta).

3. Társasági események kezelése

- Hírfigyelés és jelentés.
- Közgyűléseken ügyfélszóló.

³⁷ A befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatásokról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. CXXXVIII. törvény (Bszt.) 5. § (2) bekezdésének b) pontja.

³⁸ A nyugdíjpénztárak pénzforgalmukat hitelintézetnél nyitott pénzforgalmi számlán kötelesek lebonyolítani.

³⁹ Az elszámoló egység a nyugdíjpénztári tagok felhalmozási időszakban fennálló követelésének, valamint a függő tételeknek a kimutatására, nyilvántartására szolgáló, napi árfolyammal rendelkező egység. A magánnyugdíjpénztárak és az önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak elszámolóegységekre épülő nyilvántartási rendszereiket 2008. január 1-jét követően eltérő időpontban indították el.

- Hozamok, törlesztések, osztalékok, kamatok beszedése.
- Adók beszedése, visszaigénylése, adózási információk nyújtása.
- Tájékoztatási kötelezettség minden társasági eseményről.

A letétkezelők tájékoztatási kötelezettsége általában 3-4 szintű (például előzetes tájékoztatás, üzenetküldés, dokumentáció megadása, visszaigazolás a végrehajtásról).

4. Nettó eszközérték-számítás

Jogsabály alapján minden befektetési alapnak egy letétkezelője lehet, aki napi szinten megállapítja a befektetési alap tulajdonában lévő eszközök nettó értékét befektetési jegy sorozatonként, az alap eszközeire vonatkozó lehető legfrissebb árfolyam-információk, valamint az alap kezelési szabályzatának megfelelően. A nyílt végű befektetési alap nettó eszközértékét és az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértékét minden forgalmazási napra, a zárt végű befektetési alapok esetében legalább hetente, míg a zárt végű ingatlanalapok esetében legalább havonta kell megállapítani. A nyugdíjpénztárak esetében napi szinten meghatározandó elszámolóegységek számítása is hasonló módon történik, mint a nettó eszközérték kalkulációja.

A nettó eszközérték meghatározása esetén a letétkezelőnek különösen gondos odafigyeléssel kell eljárnia, ugyanis egy rosszul meghatározott eszközértékkel akár napokig is kereskedhetnek, és az ebből származó veszteségek a letétkezelőt terhelik.

5. Átfogó piac- és jogszabályfigyelés, tájékoztatás

A gyorsan változó jogszabályi környezetben a letétkezelő egyik fontos feladata, hogy naprakész legyen, és a változásokról tájékoztassa ügyfeleit. Ez a külföldi ügyfelek esetében kiemelten fontos, hiszen ezeknek a letétkezelő lehet az elsődleges információforrásuk az őket is érintő szabályozási és piaci kérdésekben.

5.5. A LETÉTKEZELÉS SZERVEZETI STRUKTÚRÁJA

A hazai közbeszédben több piaci szereplő a professzionális „letétkezelési szolgáltatások” alatt kizárólag az intézményi ügyfeleknek, kifejezetten, külön letétkezelésre vonatkozó szerződés alapján nyújtott szolgáltatásokat érti, azaz nem érti bele a háztartások vagy hazai nem pénzügyi vállalatok számára végzett egyszerűbb letéti őrzési és értékpapír-tranzakciós szolgáltatásokat. Mindazonáltal, mivel a háztartási szektor igen jelentős értékpapír-állománnyal rendelkezik Magyarországon, jelen tanulmányban a háztartásokra vonatkozó piaci adatokat is vizsgáljuk.

Ezért mielőtt a letétkezelés szervezeti struktúráját bemutatjuk, először érdemes kitérni a letétkezelők lehetséges csoportosítási módjaira is. A letétkezelőket csoportosíthatjuk egyrészt intézménytípusok szerint, másrészt üzletágak szerint.

Intézményi típusok szerint beszélhetünk:

- **lakossági bankokról:** jellemzően nagyobb fiókhálózatú (betétgyűjtő) bankok, amelyek elsősorban a háztartások részére, a banki szolgáltatások mellett különféle befektetési szolgáltatásokat is nyújtanak. Ezen bankoknál a letétkezelés jellemzően a befektetési szolgáltatásokhoz kapcsolódóan jelenik meg. Természetesen attól, hogy egy intézmény lakossági bank is, ugyanúgy végezhet professzionális, intézmények számára nyújtott letétkezelői szolgáltatásokat is külön üzletágként (lásd lejjebb).
- **brókercégekről:** a brókercégek jellemzően a brókertevékenységüket kiegészítve nyújtanak letétkezelési szolgáltatásokat.
- **professzionális intézményi letétkezelőkről:** professzionális intézményi letétkezelőnek tekinthető az a letétkezelő, amelynek elkülönült letétkezelői üzletága van a bankon belül, és amely intézményi ügyfeleknek nyújt alap és hozzáadott érték jellegű letétkezelési szolgáltatásokat. Intézményi ügyfeleknek tekintjük a belföldi vagy külföldi székhellyel rendelkező befektetési bankokat (investment banks), nemzetközi értéktárakat (international central securities depository),

brókercégeket (brokerage firms), letétkezelő bankokat (custodian banks), biztosítókat (insurance company), befektetési alapokat (investment funds), nyugdíjpénztárakat (pension funds) és vállalatokat (elsősorban stratégiai értékpapír-állománnyal rendelkező vállalatokat).

Üzletágak szerint elkülöníthető egymástól:

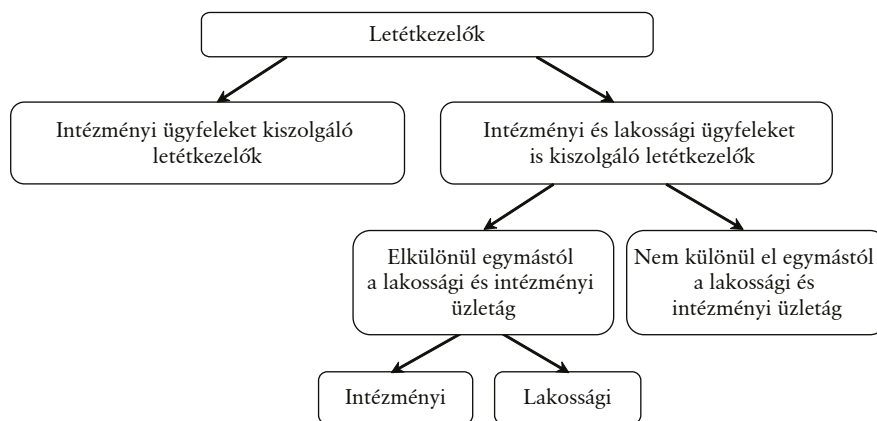
- a brókertevékenységekhez kapcsolódó,
- a befektetési tevékenységhez kapcsolódó,
- az intézményi ügyfeleknek nyújtott letétkezelési szolgáltatás.

A magyar letétkezelők esetében nem húzható meg teljesen pontosan a határvonal a fent vázolt letétkezelő típusok között, mivel ugyan a magyar piacon beszélhetünk vállalati és lakossági bankokról, azonban ennek alapján nem különíthetők el a professzionális intézményi letétkezelők, ugyanis több olyan lakossági bank van, melyben a többi üzletágtól elkülönülten működik intézményi letétkezelői üzletág. Vagyis ezen letétkezelők ügyfelei elsősorban (hazai és külföldi) intézményi ügyfelek, azonban a bank más tevékenységéből (befektetési, brókertevékenységéből) adódóan a letétkezelési üzletágon csapódnak le lakossági állományok is. Ezen bankokban a lakossági ügyfelekkel az intézmények ügyfél-kapcsolattartási (front office) területe, illetve az ügyfélreferensek vannak kapcsolatban, és nem pedig a letétkezelők.⁴⁰ A lakossági ügyfelek számára az egyébként intézményi üzletággal rendelkező letétkezelő is jellemzően csak az alapvető szolgáltatásokat nyújtja (letéti őrzés, alapvető tranzakciók, jövedelmek beszedése).

A lakossági bankok másik csoportjánál, amelyek nem vagy csak minimális mennyiségű intézményi ügyféllel rendelkeznek (főként a saját csoportjukhoz tartozó nyugdíjpénztárakat, befektetési alapokat szolgálják ki), jellemzően nem különül el szervesen egymástól a lakossági és az intézményi letétkezelés.

17. ábra

A letétkezelők szervezeti struktúrája az ügyfélállományuk alapján



Mindezek alapján a magyar letétkezelők két részre oszthatók, az egyikbe azok a letétkezelők tartoznak, amelyek csak intézményi befektetőket szolgálnak ki, míg a másikba a lakossági és intézményi ügyfelekkel egyaránt foglalkozó letétkezelők sorolhatók.

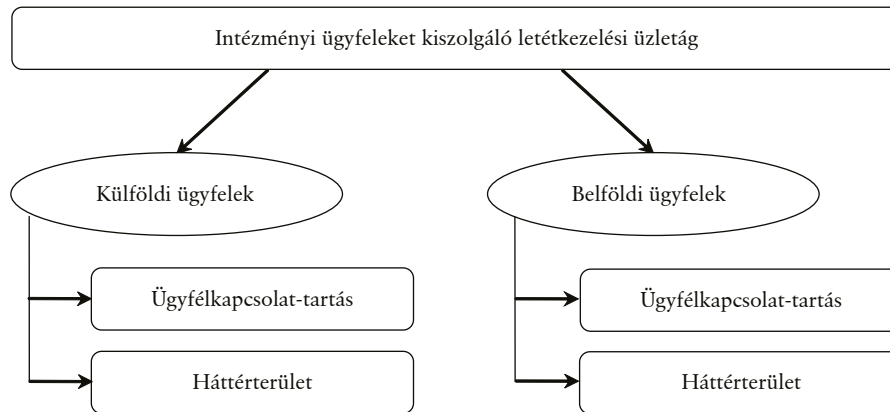
⁴⁰ Ha egy lakossági ügyfél befektetési céllal szeretne értékpapírokat vásárolni, és még nem rendelkezik értékpapírszámlával, akkor első lépésben egy letétkezelő banknál (vagy brókercégnél) értékpapírszámlát nyit. Majd a kívánt értékpapírokat megvásárolja számára a bank megfelelő területe (vagy a brókercég), majd az elszámolás után a papír(ok) az ügyfél értékpapírszámlájára kerülnek.

5.5.1. A letétkezelés helye a bankon belül

A letétkezelői működés szervezeti megoldásai tekintetében jelentős különbségek tapasztalhatók a letétkezelők között. A nagy külföldi ügyfélállománnyal rendelkező letétkezelőknél megkülönböztethetünk külföldi és belföldi ügyfelekkel foglalkozó, egymástól⁴¹ elkülönülő szervezeti egységeket, melyeken belül választják szét az ügyfélkapcsolat-tartást és a háttér területet.

18. ábra

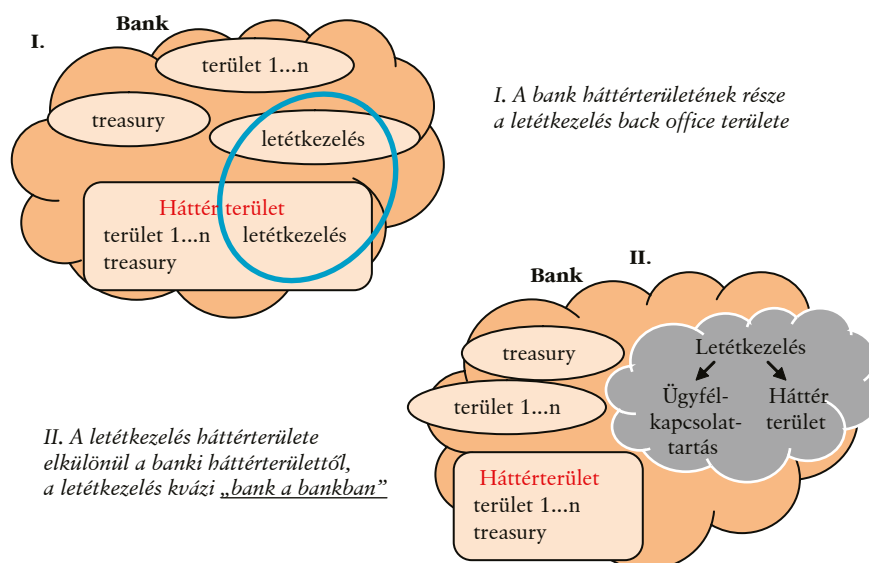
A letétkezelés mint üzletág szervezeti felépítése



A kisebb külföldi ügyfélállománnyal rendelkező letétkezelőknél előfordulhat, hogy a szervezeti struktúra nem úgy épül fel, mint a 18. ábrán, azaz nem különböztetnek meg csak külföldi, illetve csak belföldi ügyfelekkel foglalkozó csoportokat, szervezeti egységeket, hanem az ügyfelek igényeit egy szervezeti egységben belül szolgálják ki. Az ilyen típusú szervezeti struktúra is tovább szegregálható, vagyis az ügyfélkapcsolat-tartást és a háttérterületet elválasztják egymástól, és esetleg a háttérterületen belül hoznak létre külföldi és belföldi ügyfeleket kiszolgáló csoportokat, ugyanis más feladatokat kell elvégezni számukra, amely más szaktudást igényel.⁴²

19. ábra

A háttér- és az ügyfélkapcsolati területek viszonyának két modellje a letétkezelési funkció vonatkozásában



⁴¹ Egy külföldi és egy belföldi ügyfél igényeinek kielégítése más ismeretet kíván meg a letétkezelőktől.

⁴² Például egy külföldi székhellyel rendelkező ügyfél számára nem kell nettó eszközérték-, vagy elszámol egység-számítást végezni, szemben egy magyar székhellyel rendelkező befektetési alappal vagy nyugdíjpénztárral.

A háttér- (back office) és az ügyfélkapcsolati területek (front office) viszonyának szervezése tekintetében is vannak különbségek. A legtöbb letétkezelőnél a háttérterület nem válik el szervezeten a más banki funkciókat is kiszolgáló háttérterületről (lásd 19. ábra I. rész), azonban van olyan szervezeti megoldás is, ahol a letétkezelés kvázi bank a bankon belüliként működik, azaz a letétkezelés háttérterülete teljesen elkülönül a bank más feladatait kiszolgáló háttérterületről (lásd a 19. ábra II. rész).

5.5.2. Kommunikációs csatornák

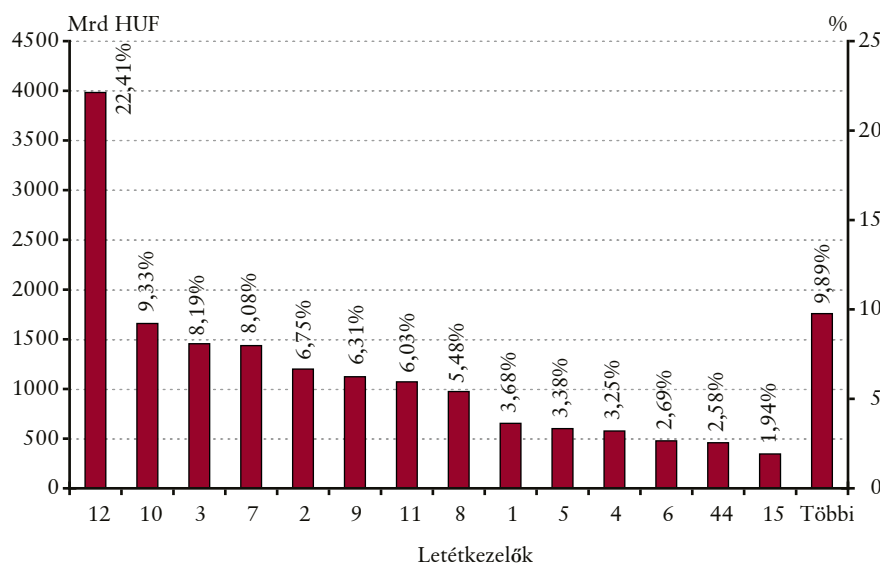
A letétkezelők és az ügyfelek közötti kommunikáció jelentősen eltér a belföldi és a külföldi ügyfélszegmensben. A külföldi ügyfelek és a letétkezelő közötti információáramlás elsősorban a SWIFT hálózaton keresztül szabványos üzenetekkel történik. A belföldi ügyfeleknél azonban nem jellemző, hogy rendelkeznek SWIFT-kapcsolattal, ezért köztük és a letétkezelő között a kommunikáció telefonon, e-mailen, faxon, vagy saját fejlesztésű internetes felületen keresztül zajlik. A letétkezelők egy része már teljesen automatizálta a kommunikációs csatornáit, azaz az értesítések, a visszaigazolások stb. már elektronikusan akár emberi beavatkozás nélkül áramlanak, de vannak olyanok is, ahol a kommunikáció még papíralapon, faxon keresztül folyik.

5.6. A HAZAI LETÉTKEZELŐI PIAC SZERKEZETE

A magyar letétkezelői piacon 2008. december 31-én 67 letétkezelő volt jelen, melyek közül 8-10 tekinthető professzionális intézményi letétkezelőnek. Ezen letétkezelők súlya elég erőteljesen megoszlik, a 10 legnagyobb piaci hányaddal rendelkező letétkezelő adta a letétkezelt értékpapír-állomány 79,6%-át (lásd 20. ábra).⁴³

20. ábra

A letétkezelők⁴⁴ részesedése a teljes hazai letétkezelt értékpapír-állományból (2008. 12. 31.)



Ahogy az ábrán is látható, a letétkezelői piac viszonylag koncentrált, egy piaci szereplő jelentősen kiemelkedik a 22,41%-os piaci részesedésével, majd az öt követő letétkezelők között már nem mutatkozik markáns különbség.

A magyar letétkezelői piac szerkezetét a letétkezelt állományok alapján számos szemszögből lehet elemezni, jelen tanulmányban az értékpapírtípusonkénti és a tulajdonosi szektoronkénti bontásra helyeztük a fő hangsúlyt. Az elemzés során

⁴³ Az adatok 2008. december 31-i piaci állapotot tükrözik, azonban torzítás mutatkozhat az eredményekben, ugyanis pontos ár csupán a hitelviszonyt megtestesítő értékpapíroknál, illetve a tőzsdéi részvényeknél állt a rendelkezésünkre. Míg a nem tőzsdéi részvények esetében és külföldi papíroknál csupán becsült árforrásokra tudunk hagyatkozni.

⁴⁴ A tanulmányban az egyes letétkezelőket nem jelenítjük meg név szerint, az ábrákon alkalmazott számozásuk véletlenszerű, azonban az egyes számok az elemzés során végig ugyanazon letétkezelőre vonatkoznak.

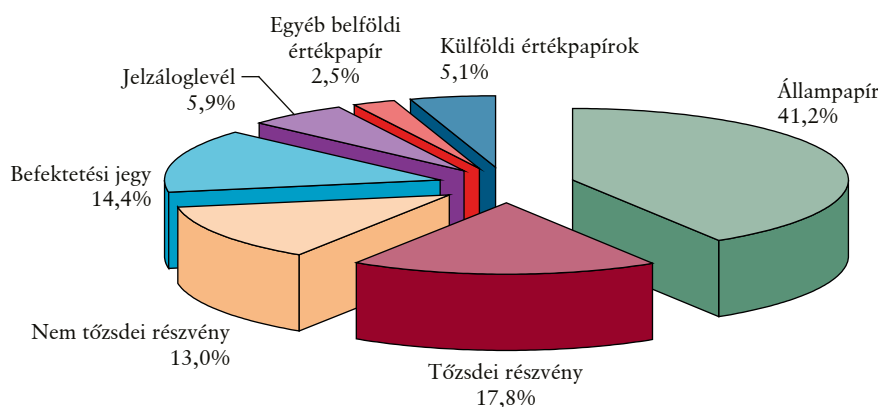
külön figyelmet szenteltünk a külföldi (székhellyel rendelkező) ügyfelek és a hazai befektetők külföldi kibocsátású értékpapírjainak letétkezelésére.

5.6.1. Értékpapírtípusonkénti megoszlás

Elemzésünkben belföldi kibocsátású⁴⁵ állampapírokat, tőzsdei részvényeket, nem tőzsdei részvényeket, befektetési jegyeket, jelzálogleveleket, egyéb belföldi kibocsátású értékpapírokat (pl. kötvény, tőkejegy) és külföldi kibocsátású értékpapírokat különböztetünk meg egymástól.

21. ábra

A hazai letétkezelők által letétkezelt értékpapír-állomány értékpapírtípusonkénti megoszlása (2008.12.31.)



2008. december 31-én 17 773,2 Mrd Ft értékű értékpapír-állományt letétkezelt Magyarországon, amelynek a jelentős része állampapírból (7327 Mrd HUF) és tőzsdei részvényekből (3170,9 Mrd HUF) állt. Érdeemes megfigyelni, hogy a belföldön kibocsátott értékpapírok mellett egyre növekvő arányban vannak jelen a piacon külföldi kibocsátású értékpapírok is, melyek letétkezelt állománya 2008. december 31-én (a hivatalos MNB-középárfolyamon) átszámítva 904,9 Mrd Ft-ra rúgott, ez az érték azonban a hazai pénzügyi szektor fejlődésével együtt folyamatosan növekszik.

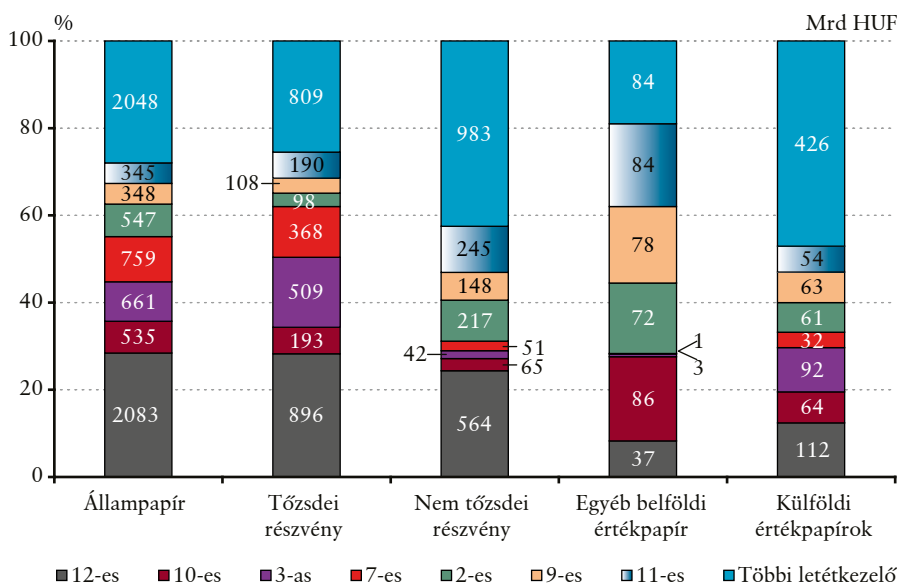
A továbbiakban vizsgáljuk meg, hogy az egyes értékpapírtípusok hogyan oszlanak meg a letétkezelők között, látható-e számottevő eltérés, hasonló összetételű portfóliókat kezelnek-e átlagosan a letétkezelők, vagy az egyes letétkezelőket inkább speciálisan azonos típusú értékpapír tartásával bízzák meg ügyfeleik.

A 22. ábra a 7 legnagyobb piaci részesedéssel rendelkező, valamint a többi letétkezelő összesített állományait veti össze értékpapírtípusonként. Az állampapírok, a tőzsdei részvények, a nem tőzsdei részvények, az egyéb belföldi kibocsátású értékpapírok és a külföldi kibocsátású értékpapírok esetében elmondható, hogy nincs szignifikáns különbség a tekintetben, hogy az ügyfelek mely letétkezelőt választják ki értékpapírjaik kezeléséhez. Tehát a legnagyobb piaci hányaddal rendelkező letétkezelők arányosan nagy hányadát fedik le az egyes értékpapírtípusok állományának, vagyis a befektetési jegyeiktől és a jelzáloglevelektől eltekintve mondhatjuk, hogy a különböző értékpapírtípusok letétkezelői piacait nagyrészt ugyanaz a 7 szereplő „uralja” eltérő súlyokkal. Elmondható tehát, hogy a likvidebb értékpapírok, az állampapírok és a tőzsdei részvények letétkezelői szerkezetében nem tapasztalható jelentősebb különbség, a kevésbé likvid és nagyobb hányadban belföldiek tulajdonában álló értékpapírok esetében azonban jelentős eltérések mutatkoznak.

⁴⁵ Belföldi kibocsátású értékpapírnak tekintjük azt az értékpapírt, amelyet egy belföldi székhellyel rendelkező vállalat (kibocsátó) bocsátott ki a KELER-ben és az ISIN-kódja „HU” azonosítóval kezdődik.

22. ábra

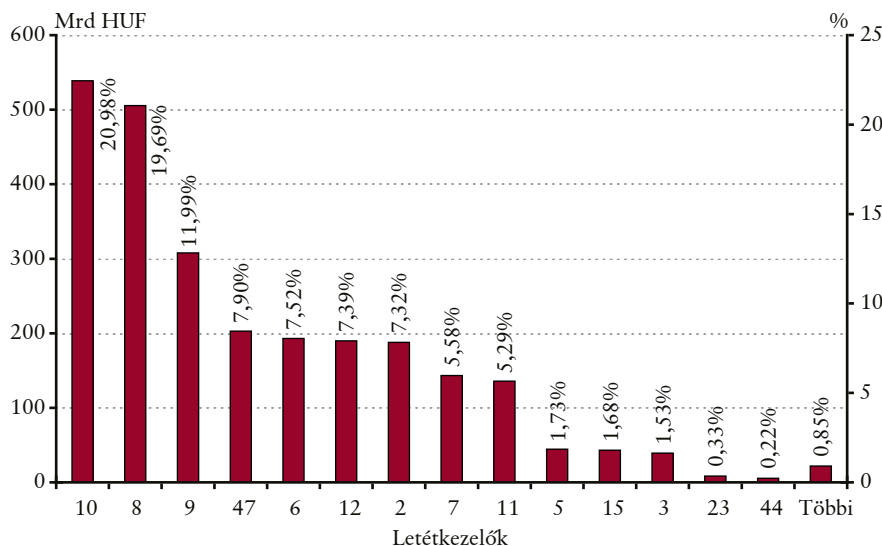
A Magyarországon letétkezelt értékpapír-állományok megoszlása letétkezelők között értékpapírtípusonként⁴⁶ (2008. 12. 31.)



A külföldön kibocsátott értékpapírokat elsősorban hazai intézményi befektetők tartják a hazai letétkezelőknél, ezért ezen értékpapírtípus esetében a letétkezelői megoszlás jól láthatóan tükrözi, hogy a hazai intézményi befektetők letétkezelése, mint piaci szegmens tekintetében eltérnek a piaci részesedések a beföldi kibocsátású likvid értékpapíroktól. A hazai befektetők tulajdonában lévő beföldön letétkezelt⁴⁷, külföldön kibocsátott értékpapírok aránya a hazai letétkezelt értékpapír-állomány 5,1%-a.

23. ábra

A Magyarországon letétkezelt befektetési jegyek állományának megoszlása letétkezelők szerint (2008. 12. 31.)



⁴⁶ Az ábra nem tartalmazza a befektetési jegyek és jelzáloglevelek állományát.

⁴⁷ Arról nincs információ, hogy a hazai befektetők mekkora nagyságú külföldi kibocsátású értékpapír-állománnyal rendelkeznek, amelyet közvetlenül külföldi letétkezelőknél tartanak letétben.

A befektetési jegyek letétkezelési piaca⁴⁸ más, mint a fent említett értékpapírtípusok piaca, ugyanis a befektetési jegyek jelentős része (66,07%) a lakossági befektetők kezében van. A háztartások mellett még a biztosítók és nyugdíjpénztárak rendelkeznek nagyobb mennyiségű befektetési jegy-állománnyal (19,17%).

A befektetési jegyek letétkezelői piacán a 9 legnagyobb súlyú letétkezelő a teljes állomány 93,66%-át fedi le. Ezen letétkezelők szinte mindegyike széles fiókhálózattal rendelkező univerzális lakossági bank.

A jelzáloglevelek letétkezelési piaca is a befektetési jegyekhez hasonlóan eltér a többi értékpapírtípusétól. A jelzálogleveleket elsősorban külföldi befektetők (65,77%) vásárolják meg, azonban nem elhanyagolható a biztosítók és nyugdíjpénztárak (16,59%), valamint a háztartások (12,79%) állománya sem. Érdekes, hogy az értékpapírtípusok közül egyedül itt jelentős a KELER és egy nemzetközi központi értéktár közötti számlakapcsolaton keresztül közvetlenül külföldről tartott értékpapír-mennyiség aránya.

5.6.2. Tulajdonosi szektor szerinti megoszlás

A tulajdonosi szektor vizsgálatakor az MNB adatszolgáltatási útmutatóban szereplő szektorokat vettük alapul, így a tanulmányban is az alábbi 11 kategóriát különböztethetjük meg egymástól:

- *Nem pénzügyi vállalatok*: azok a gazdasági szervezetek, amelyek fő tevékenységként piaci értékesítésre szánt javakat állítanak elő, illetve nem pénzügyi szolgáltatásokat nyújtanak.
- *Egyéb monetáris pénzügyi intézmények*: a betétgyűjtő pénzügyi intézmények, azaz a bankok, a szakosított hitelintézetek, a szövetkezeti hitelintézetek, valamint a befektetési alapok közül a pénzügyi alapok.
- *Egyéb pénzügyi közvetítők*: azon pénzügyi intézmények, amelyek nem végeznek betétgyűjtést, de főtevékenységként jelentős mennyiségű egyéb forrást gyűjtenek, amelyet kihelyeznek a pénz- és tőkepiacon: pénzügyi vállalkozások jelentős része, befektetési alapok a pénzügyi alapok kivételével, a befektetési alapkezelő társaságok, a kockázattitőke-társaságok és -alapok, valamint a befektetési vállalkozások közül az értékpapír-befektetési társaságok és az értékpapír-kereskedők.
- *Pénzügyi kiegészítő tevékenységet végzők*: azon intézmények, amelyek fő tevékenysége olyan pénzügyi kiegészítő szolgáltatás nyújtása, amely szorosan kapcsolódik valamilyen pénzügyi közvetítési tevékenységhez, például a tőzsde, a központi értéktár, a betétbiztosítási, intézményvédelmi és befektetésvédelmi alapok, egyéb pénzügyi kiegészítő szolgáltatást végző intézmények, és a befektetési vállalkozások közül az értékpapír-bizományosok.
- *Biztosítók és nyugdíjpénztárak*: biztosítótársaságok, biztosítási egyesületek, magánnyugdíjpénztárak, önkéntes kölcsönös nyugdíj-, egészség- és öngélyező pénztárak.
- *Központi kormányzat*: magában foglalja a központi költségvetést, annak intézményeit, az elkülönített állami pénzalapokat, továbbá azon nonprofit szervezeteket, amelyeket elsősorban a központi kormányzat finanszíroz, és amelyek felett a központi kormányzat gyakorolja az irányítást.
- *Helyi önkormányzatok*: magukban foglalják a megyei és a települési önkormányzatokat és azok intézményeit, valamint a helyi kisebbségi önkormányzatokat és azok intézményeit, továbbá azon nonprofit szervezeteket, amelyeket elsősorban a helyi önkormányzatok finanszíroznak, és amelyek felett a helyi önkormányzatok gyakorolják az irányítást.
- *Társadalombiztosítási alapok*: Nyugdíjbiztosítási Alap, Egészségbiztosítási Alap, valamint ezek intézményei.
- *Háztartások*: természetes személyek és egyéni vállalkozók.

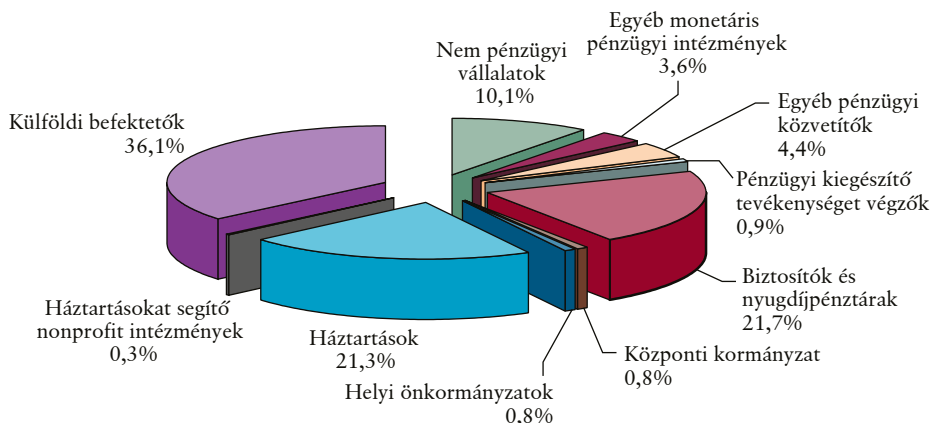
⁴⁸ Fontos látni a különbséget a befektetési jegyek letétkezelői és a befektetési alapok letétkezelői között. Előbbiek azok a bankok, illetve brókercégek, ahol a (túlnyomórészt lakossági, illetve nem pénzügyi vállalati) ügyfelek a befektetési jegyeket tartják, utóbbiak pedig azok, amelyek a befektetési jegyeket kibocsátó befektetési alapok tulajdonában lévő értékpapírokat letétkezelik és nyújtanak az alapkezelő számára további ehhez kapcsolódó professzionális intézményi szolgáltatásokat (pl. nettó eszközérték-számítás).

– *Háztartásokat segítő nonprofit intézmények*: azon nonprofit szervezetek, amelyek elsősorban a háztartásoktól kapják forrásaikat vagy nincsenek az állam vagy gazdálkodószervezetek irányítása alatt.

– *Külföld*: nem Magyarország területén bejegyzett és székhellyel nem rendelkező vállalat, intézmény vagy háztartás.

24. ábra

A Magyarországon letétkezelt értékpapírok szektorok szerinti megoszlása (2008. 12. 31.)

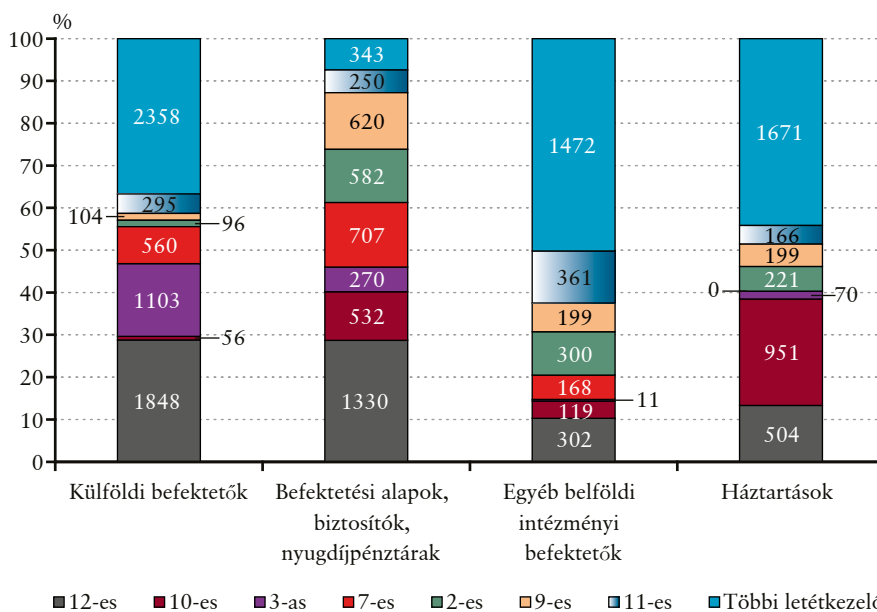


Ahogy az ábrából is látszik, a hazai letétkezelői piac legnagyobb ügyfelei a külföldi befektetők, akik 6421,7 Mrd HUF értékű értékpapírral rendelkeznek, míg a háztartások és a biztosítók és nyugdíjpénztárak közel azonos súllyal (3783,4 Mrd HUF és 3858,6 Mrd HUF) bírnak. Az egyéb monetáris pénzügyi intézmények, azaz a hitelintézetek állományából kiszűrtük a saját tulajdonú értékpapírjaikat, hiszen azok esetében nem beszélhetünk tényleges letétkezelési szolgáltatásról, mivel azt nem ügyfeleknek nyújtják, így az ő súlyuk 3,6%-ra csökkent.

25. ábra

A hét legnagyobb piaci részesedéssel rendelkező letétkezelő ügyfélköre (2008. 12. 31.)

(Mrd Ft)



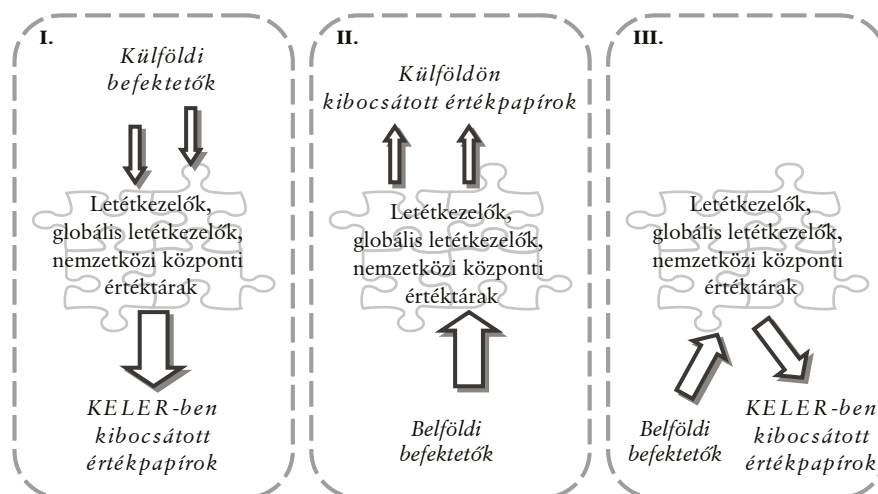
Az értékpapír-tulajdonosokat 4 csoportra bontottunk: külföldi ügyfelek, hazai befektetési alapok, biztosítók és nyugdíjpénztárok, egyéb belföldi intézményi befektető (minden egyéb belföldi székhellyel rendelkező intézményi befektető, például nem pénzügyi vállalatok, pénzügyi kiegészítő tevékenységet végzők stb.) és a háztartások. Az értékpapír-tulajdonosi kör elemzéséhez jelen esetben is a 7 legnagyobb piaci részesedéssel rendelkező letétkezelő ügyfélállományát vettük alapul, míg a többi letétkezelő állományát aggregát szinten néztük. A fenti ábrán látható, hogy a kiszolgált tulajdonosi szektorok szerint már látható egyfajta piaci szegmentáció, hiszen az egyes tulajdonostípusok esetében nagyon eltér a piaci szerkezet, a letétkezelt állományban való egyedi részesedéseket tekintve. Jelentős külföldi ügyfélállománnyal elsősorban azon letétkezelők rendelkeznek, akik a magyar letétkezelői iparág korai szakaszában már piacra léptek, amikor a hazai befektetési alapok és nyugdíjpénztárok még csak szerveződtek. A tevékenységüket később kezdő letétkezelők már csak nehezebben tudtak külföldi befektetőket megszerezni, mivel az újonnan bejövő külföldi ügyfelek száma fokozatosan csökkent és a már ittlévők általában 4-5 évre elkötelezték magukat egy kiválasztott letétkezelő mellett, akitől általában csak komolyabb hiba vagy jóval kedvezőbb ajánlat esetén váltak meg. Ezért a később piacra lépő letétkezelők fókuszukat inkább az egyre inkább fejlődő befektetési alapokra, nyugdíjpénztárakra és biztosítókra összpontosították.

A háztartások esetében elsősorban az általános lakossági bankpiacon, valamint a befektetésijegy-forgalmazásban betöltött aktivitás határozza meg a rangsort, amely nagyon eltér az intézmények számára végzett szolgáltatások szegmensének piaci szerkezetétől.

A tulajdonosi szektorokat figyelembe véve a letétkezelés három irányát különböztethetjük meg, az első esetben külföldi befektetők tartanak KELER-ben (belföldön) kibocsátott értékpapírokat, a második esetben a belföldi (intézményi) befektetők külföldön kibocsátott értékpapírokat tartanak itthon letétkezelésben, míg a harmadik esetben a belföldi (intézményi) ügyfelek belföldön kibocsátott értékpapírokat tartanak. Ezen irányok üzletileg, munkaigényességben és szaktudás tekintetében is eltérnek egymástól.

26. ábra

Letétkezelés lehetséges irányai



5.6.2.1. Külföldi befektetők belföldi kibocsátású értékpapírai⁴⁹

Egy külföldi ügyfél, ha magyar kibocsátású értékpapírral szeretné színesíteni a portfólióját, akkor ezt többféle módon is megteheti:

- közvetlenül választ ki az adott piacon egy független lokális letétkezelőt
- globális alletétkezelői hálózattal rendelkező nemzetközi értéktár szolgáltatását veszi igénybe

⁴⁹ Nem jellemző, hogy egy külföldi befektető hazai letétkezelőnél tartsa a külföldi kibocsátású értékpapírait letétben, ezért ezen esetet nem vesszük figyelembe.

- globális letétkezelőt vesz igénybe
- saját bankcsoportjának hálózatát (a helyi leánybankokat) használja
- hazai kibocsátású értékpapírokra szóló letéti igazolások formájában

1. Közvetlenül választ ki az adott piacon egy lokális letétkezelőt

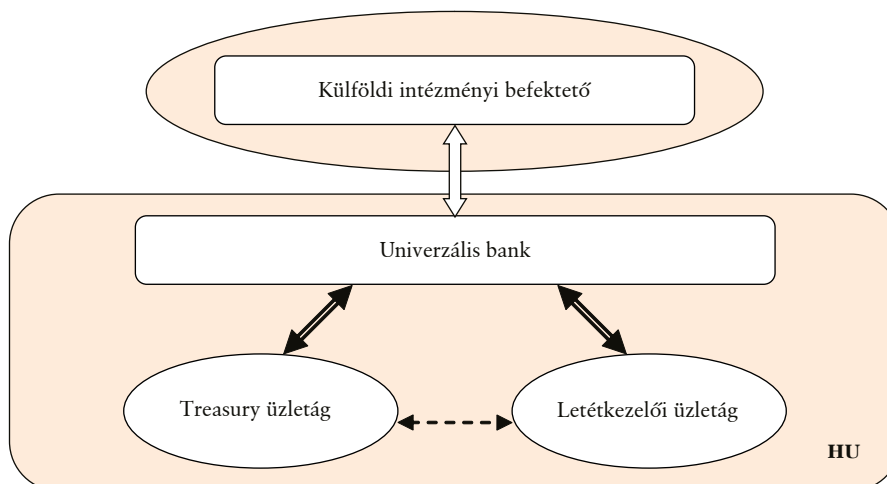
Ha egy külföldi befektető közvetlenül akar egy másik ország értékpapírpiacára belépni, mindenképpen szüksége lesz egy bróker dealerre, aki a tőzsdén⁵⁰ vagy az OTC-piacon megvásárolja számára a kívánt értékpapírt és egy letétkezelőre, aki az értékpapírt tartja, és minden hozzá kapcsolódó feladatot ellát. A megfelelő lokális letétkezelő kiválasztása azonban nem könnyű és nem olcsó feladat, ezért egy külföldi befektetőnek csak abban az esetben éri meg közvetlenül belépnie a magyar értékpapírpiacra, ha megfelelően nagy portfólióval rendelkezik, ellenkező esetben sokkal kifizetődőbb számára a saját letétkezelőjén vagy egy globális letétkezelőn keresztül elérni a magyar piacot.

A külföldi befektető a hazai infrastruktúrához kétféle módon csatlakozhat:

- a) egy intézménytől (pl. univerzális banktól) veszi igénybe mind a brókeri, mind a letétkezelési szolgáltatást.

27. ábra

Egy külföldi befektető közvetlenül az adott piacon bíz meg egy lokális letétkezelőt



- b) külön szerződik le egy brókeri szolgáltatást nyújtó intézménnyel és egy lokális letétkezelővel.

2. Nemzetközi értéktár szolgáltatását veszi igénybe

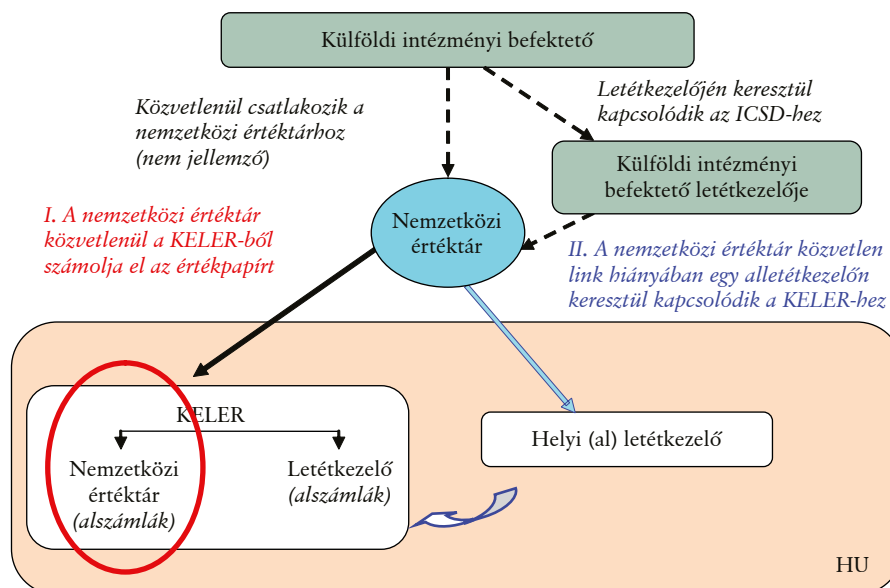
A külföldi befektetők egy magyar értékpapír beszerzéséhez választhatnak egy kiterjedt alletétkezelői hálózattal rendelkező nemzetközi értéktárat is (Clearstream, Euroclear), azonban gyakran őket sem közvetlenül, hanem az elszámolási lánc egy láncszemeként közvetten a saját letétkezelőjükön keresztül veszik igénybe. A nemzetközi értéktár kétféle módon tudja elszámolni a magyar értékpapírt, egyrészt közvetlen számlakapcsolaton keresztül a KELER-ből (I.), másrészt egy (helyi) alletétkezelőn keresztül (II.).⁵¹

⁵⁰ Egy tőzsdei értékpapír-vásárláshoz szekciótagság, illetve kereskedési jog szükséges.

⁵¹ A 28. ábrán csak a magyar értékpapír elszámolásának lehetséges módjait tüntettük fel, a beszerzését a bróker dealer segítségével nem.

28. ábra

Egy nemzetközi központi értéktár igénybevétele az értékpapír elszámolásához



Az I. esetben a külföldi befektető (vagy letétkezelője) a magyar értékpapír-elszámoláshoz a Clearstreamet választja, amely rendelkezik közvetlen KEELER értékpapírszámlával. A befektető (vagy letétkezelője) jelzi a Clearstreamnek, hogy magyar értékpapírt vásárolt, amely a vételhez szükséges összeget elhelyezi a KEELER-es (vagy egy MNB-ben vezetett) pénzeszámlán. A KEELER a teljesítés napján jóváírja a Clearstream értékpapírszámláját és megterheli a pénzeszámláját, majd értesítést küld a sikeres teljesítésről, amelyet a Clearstream továbbít a befektetőnek (vagy letétkezelőjének).

A II. esetben a külföldi befektető (vagy letétkezelője) a beföldön kibocsátott értékpapír elszámolásával a Eurocleart bízza meg, amely nem rendelkezik közvetlen KEELER-értékpapírszámlával. Ezért a Euroclear egy lokális letétkezelőt bíz meg, amelynek a tranzakcióval kapcsolatos minden információt megad és a teljesítéshez szükséges pénzeszeget a rendelkezésére bocsát. A helyi alletétkezelő lesz az, amelynek a KEELER-ben vezetett értékpapírszámláján az értékpapír meg fog jelenni a teljesítést követően. Ebben a második esetben az elsőhöz képest egy további szereplő, a helyi alletétkezelő élkeződik be az elszámolási láncba.

3. Globális letétkezelőt vesz igénybe

Egy külföldi befektető a legkönnyebben a saját (globális) letétkezelőjén keresztül tudja elérni a magyar értékpapírpiacot, mivel a kifejezetten erre szakosodott globális letétkezelők kiterjedt alletétkezelői hálózatukon keresztül gyakorlatilag bármely értékpapírt el tudják érni.

Megfigyelhető a letétkezelői piacon, hogy azok a globális letétkezelők, akik bár nem vesznek részt közvetlenül a hazai letétkezelésben, elsősorban olyan lokális, azaz magyar értékpapírpiacra tevékenykedő alletétkezelőt vesznek igénybe befektetések alaptermékéül szolgáló értékpapírok elszámolásához és tartásához, amelyek anyabankjával a külföldi piacokon sem komoly versenytársak. Továbbá előnyben részesítik az olyan letétkezelőket, amelyek semlegesek, vagyis nincs saját nyugdíjpénztárjuk, biztosítójuk, amellyel a külföldi befektető vagy leányvállalata versenyhelyzetben lenne. Természetesen egy alletétkezelő kiválasztásánál a nyújtott szolgáltatások minősége, a bank mérete és a regionális lefedettsége⁵² is kulcsfontosságú, de egy olyan piacon, ahol sok és jó minőségű munkát végző letétkezelő van, mint a magyar piacon, a döntésben a reciprocitásnak is komoly szerep jut.

⁵² A globális letétkezelők az egész világra kiterjedő alletétkezelői hálózatot építenek ki, azonban a nagy lefedettség miatt igyekeznek elkerülni a túlzott mértékű elaprózódást, ezért elsősorban régiókban gondolkodnak. Tehát a kiválasztásnál azokat a lokális/regionális letétkezelőket részesítik előnyben, amelyek egyszerre több piacon/országban is képesek őket kiszolgálni.

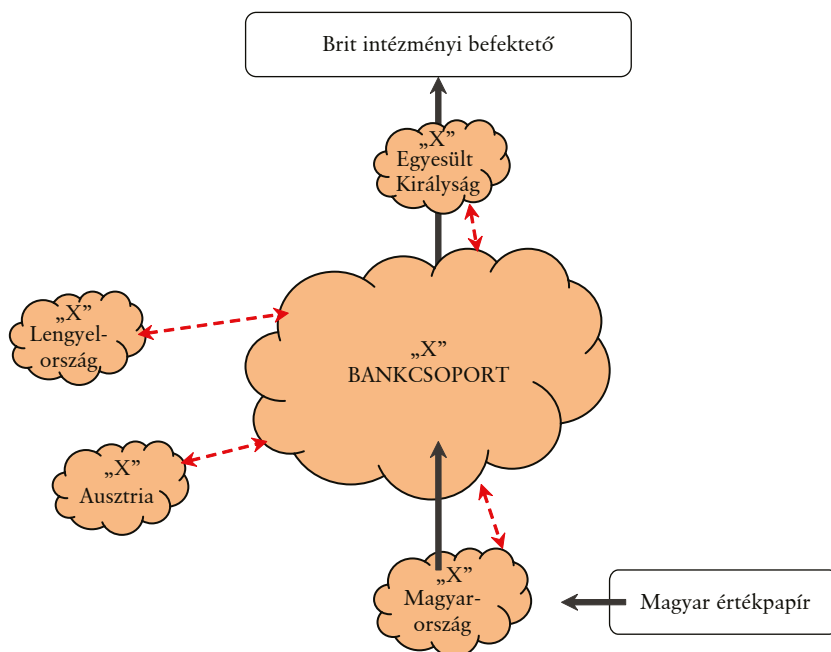
Egy alletékezelő kiválasztása tehát többnyire tenderek útján történik, melyeket a legnagyobb 5-6 lokális letékezelőnek küldenek ki.

4. Bankcsoporton belüli letékezelői kapcsolatokat vesz igénybe

A nagy regionális, illetve nemzetközi lefedettséggel rendelkező bankcsoport esetében jellemző, hogy a saját anya-, illetve leányvállalataikat veszik igénybe az értékpapírok letékezeléséhez azokon a piacokon, ahol jelen vannak, így kihasználva a csoport nyújtotta előnyöket és kedvezményeket. Így minden piacon egy csoporttag az alletékezelő, amelyet a többi csoporttag közvetlenül, vagy a csoport egy erre kijelölt tagján (mint központi szereplőn) keresztül ér el.

29. ábra

A bankcsoporton belüli letékezelés



Tegyük fel, hogy egy brit intézményi befektető az „X” bankot bízta meg értékpapírjainak letékezelésével. Az „X” bank egy bankcsoport tagja vagy anyabankja. A brit befektető egy magyar értékpapírt szeretne megvenni, melynek letékezelésével a saját „X” bankját bízta meg. Az elszámolás során az „X” bank a magyar piacot, így a KELER-t is az „X” Magyarország tag- vagy leánybankján keresztül éri el.

5. Hazai kibocsátású értékpapírokra szóló letéti igazolások (ADR/DR/GDR)

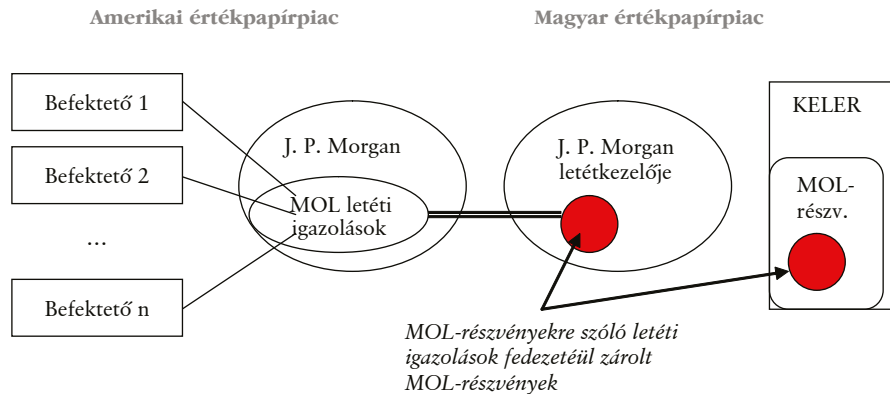
Egy külföldi befektető saját országában úgynevezett másodlagos értékpapírok (letéti igazolások) megvásárlásával is hozzáférhet egyes hazai értékpapírokhoz (jellemzően tőzsdei részvényekhez). Az ADR/DR/GDR⁵³ a letékezelő által letétben tartott (zárolt) részvényekről kiállított letéti igazolások, amelyek külföldön, a megcélzott befektetők országaiban kerülnek forgalomba hozatalra. A letékezelői igazolások olyan másodlagos értékpapírok, amelyeket egy nagy külföldi letékezelő bank bocsát ki, és amelyek az elsődleges értékpapírra vonatkozó követelést testesítenek meg. A letékezelő bank az általa kibocsátott letéti igazolások mennyiségének megfelelő értékpapír tartására köteles az alapul szolgáló értékpapírból, amely portfóliót egy hazai letékezelőnél mint alletékezelőnél elkülönítve (zárolva) tartja.

Ez ideig 5 hazai vállalat részvényére bocsátottak ki külföldi piacokon letéti igazolásokat: a MOL, a MTELEKOM, az OTP, a RICHTER és a TVK. A letéti igazolásokkal jellemzően külföldi szabályozott piacokon, valamint OTC-piacokon kereskednek, a hazai kibocsátók szempontjából azonban jelentőségük a hazai piac éretté válásával egyre kisebb.

⁵³ ADR = „american depositary receipt”, DR = „depositary receipt”, GDR = „global depositary receipt”.

30. ábra

A letéti igazolások működési modellje



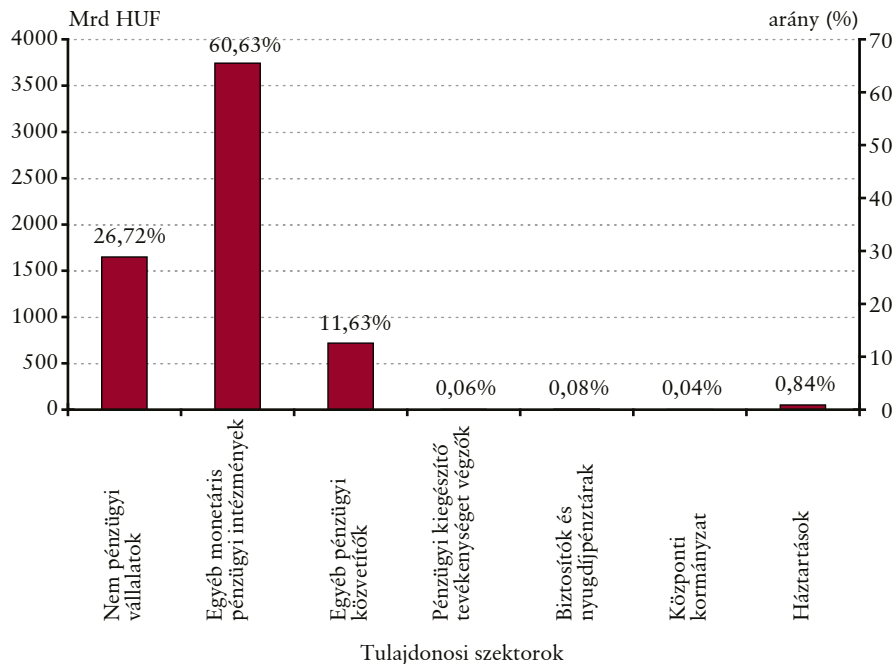
2008. december 31-én az 5 részvényből összesen 102,5 Mrd Ft értékben 42,3 millió db forgott letéti igazolás (másodlagos értékpapír) formájában a külföldi tőzsdéken, amely összesen 3,8%-os arányt jelent ezen 5 részvény teljes állományértékéből.

5.6.2.1.1. Külföldi intézményi ügyfelek szektor szerinti megoszlása⁵⁴

A külföldi nyugdíjpénztárak, biztosítók, befektetési alapok, és más intézményi befektetők elsősorban közvetítők (bróker dealerek, letétközvetítők) szolgáltatásait veszik igénybe egy másik piacon (országban) kibocsátott értékpapír megvásárlásához, elszámolásához és tartásához. Ennek megfelelően a külföldi befektetői kört alapvetően két részre lehet bontani a külföldi piacokon tevékenykedő letétközvetítő bankokra (J. P. Morgan, Bank of New York stb.) és a bróker dealerekre (Goldman Sachs, Morgan Stanley stb.).

31. ábra

Külföldi befektetők megoszlása szektorok szerint (2008. 12. 31.)



⁵⁴ A rendelkezésünkre álló statisztikák alapján azt nem látjuk, hogy ki a végbefektető, tehát ki az értékpapír tényleges tulajdonosa, csupán arról van információnk, hogy a KELER-ben, illetve a helyi letétközvetítőnél közvetlenül értékpapírszámlát vezető külföldi székhelyű intézmény (amely az értékpapírt birtokolja), mely szektorhoz tartozik.

A magyar piacon befektetők, amelyek közvetlenül nyitottak értékpapírszámlát a KELER-nél vagy egy lokális letétkezelőnél, szektor szerinti megoszlását mutatja a 31. ábra, amelyből látszik, hogy a legnagyobb részesedéssel (60,63%) az egyéb monetáris pénzügyi intézmények, azaz a külföldi székhelyű letétkezelő bankok, valamint az egyéb pénzügyi közvetítők (11,63%), azaz az értékpapírcégek rendelkeznek. Ezen arány is azt igazolja, hogy a külföldi végbefektetők nem közvetlenül csatlakoznak a magyar értékpapírhoz, hanem közvetítők szolgáltatásait veszik igénybe.

Ehhez képest mégis jelentős a nem pénzügyi vállalatok 26,72%-os részesedése, amelyek egy jó része valószínűsíthetően kezező adózási rendszerrel rendelkező országban bejegyzett és nem pénzügyi vállalkozásként kategorizált speciális befektetési céllal létrehozott cég. A tény, hogy e vállalatok nem vesznek igénybe külföldi pénzügyi közvetítőt a hazai piacon letétkezelt értékpapírokhoz való hozzáféréshez, arra utal, hogy nem elhanyagolható hányaduk mögött a hazai piacot jól ismerő hazai vagy külföldi intézményi vagy egyéni befektetők állhatnak.

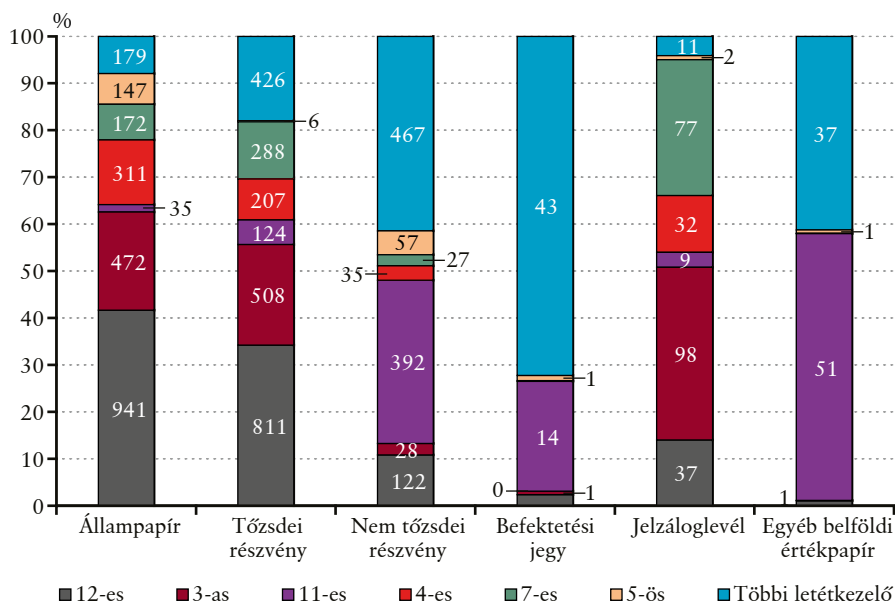
5.6.2.1.2. Külföldi intézményi ügyfelek értékpapírtípusonkénti megoszlása

A külföldi befektetők által tartott értékpapírok letétkezelői szerkezete az állampapírok és a tőzsdei részvények esetében hasonló, a legnagyobb súlyú letétkezelők a legnagyobb külföldi ügyfélállománnyal rendelkező letétkezelők. A nem tőzsdei részvények, befektetési jegyek és az egyéb belföldi kibocsátású értékpapírok (pl. önkormányzati kötvények) esetében a letétkezelői piaci részesedések nagyon eltérnek a likvid értékpapírok esetében láthatótól.

32. ábra

Külföldi ügyfelek helyi letétkezelőinek értékpapírtípus szerinti megoszlása (2008. 12. 31.)

(Mrd Ft)

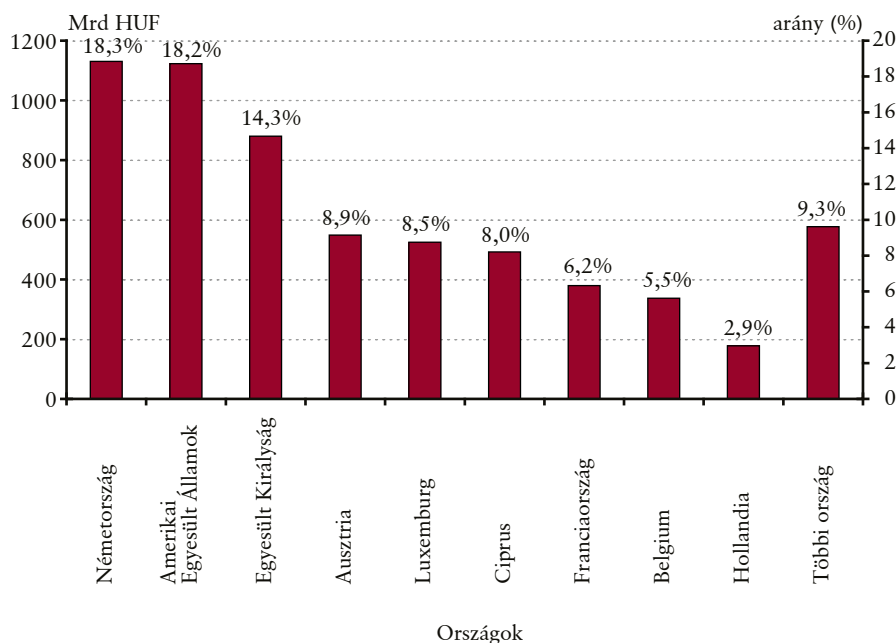


5.6.2.1.3. Külföldi intézményi ügyfelek megoszlása országonként

A külföldi intézményi ügyfelek országmegoszlásán itt nem teljes mértékben a végbefektetők származási országait szemlél-tetjük, hanem közel háromnegyed részben azon közvetítőik országát, amelyek magyar értékpapírpiacon beléptek. A külföldi befektetők jellemzően a bankcsoporton belül maradnak az ügyfelek, illetve globális letétkezelők szolgáltatásait veszik igénybe. A külföldi ügyfelek többsége a legnagyobb nyugat-európai országokból (Németország, Egyesült Királyság) és az USA-ból érkezik, azonban a tőkebefektetéseknek kedvező adózási rendszerekkel rendelkező országok (pl. Luxemburg, Ciprus) is előkelő helyet foglalnak el.

33. ábra

A külföldi intézményi ügyfelek országonkénti megoszlása (2008.12. 31.)

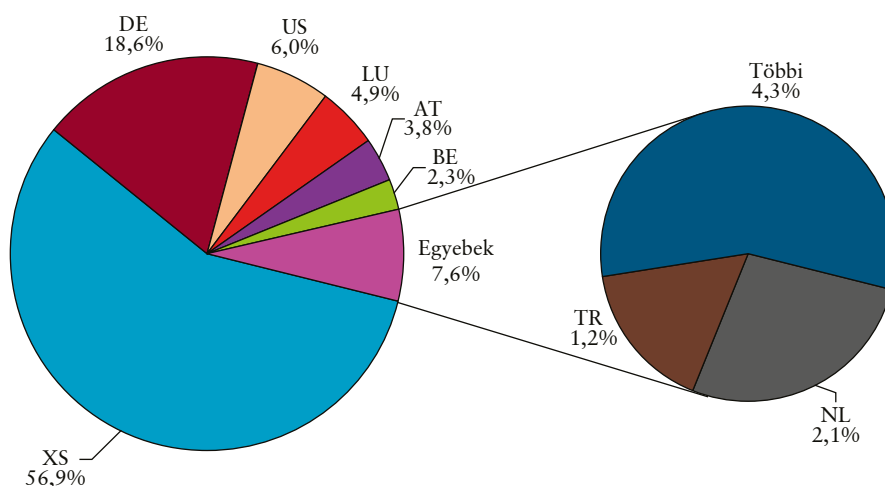


5.6.2.2. Belföldi intézményi befektetők külföldi kibocsátású értékpapírai

A belföldi ügyfelek (befektetési alapok, nyugdíjpénztárak) portfóliójában döntően a KELER-ben kibocsátott értékpapírok szerepelnek, azonban az elmúlt években érzékelhetően megnőtt a külföldön kibocsátott értékpapírok iránti kereslet is. A külföldi kibocsátású értékpapírokon belül érezhető egy trend mind az egzotikus értékpapírok irányába, mind az összetettebb értékpapír-alapú termékek (warrantok, certifikátok) felé történő elmozdulásban⁵⁵, bár a 2008-ban kibontakozó pénzügyi válság ezen termékek keresletét visszavetette, de a piaci turbulencia lecsengésével és a befektetői bizalom helyreállításával várható a termékek újbóli felfutása.

34. ábra

A belföldi intézményi befektetők által hazai letétkezelőnél tartott, külföldön kibocsátott értékpapírok kibocsátási helye (2008.12. 31.)



⁵⁵ A belföldi intézményi befektetők külföldi kibocsátású értékpapírajainak 53,35%-át az egyéb külföldi értékpapírok (commercial paper, kötvények), 30,37%-át az állampapírok, részvények és a befektetési jegyek és 21,32%-át a certifikátok és a warrantok teszik ki.

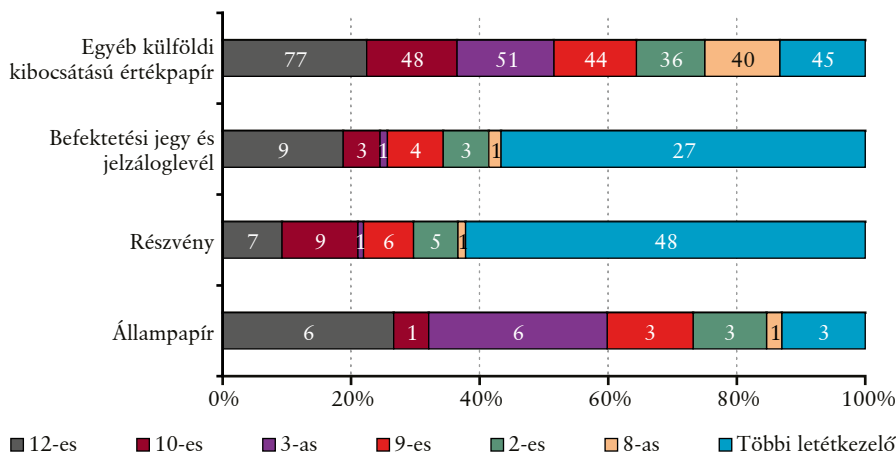
A 34. ábrán látható, hogy a hazai intézményi befektetők elsősorban az XS⁵⁶ kiterjesztésű ISIN-kóddal rendelkező értékpapírokat (56,9%), a Németországban kibocsátott értékpapírokat (18,6%) és az USA-ban kibocsátott értékpapírokat (6,0%) részesítik előnyben, amelyek a hazai befektetők által tartott 63 külföldi országban kibocsátott értékpapírok 81,5%-át teszik ki. A belföldi intézményi ügyfelek azonban nemcsak a fejlett piacok értékpapírjait keresik, hanem a magasabb hozamokat és velük egyaránt nagyobb kockázatokat rejtő egzotikus papírokat (török, bolgár, kínai, brazil stb.) is tartanak.

A belföldi intézményi befektetők esetében az egyes letétkezelők piaci részesedése eltér a külföldi befektetők kiszolgálását jelentő piaci szegmensétől. Ennek magyarázata részben az, hogy a belföldi csoporthoz tartozó intézményi befektetők jellemzően a csoporton belül választanak maguknak letétkezelőt, míg a külföldi befektetők esetében sokkal inkább az árverseny és a szolgáltatások minősége dönt a letétkezelő személyéről.

35. ábra

A belföldi intézményi befektetők részére letétkezelt külföldi kibocsátású értékpapírok hazai letétkezelőinek megoszlása (2008. 12. 31.)

(Mrd HUF)



A belföldi intézményi befektetők közül elsősorban a biztosítók és nyugdíjpénztárak (54,7%), a nem pénzügyi vállalatok (24,7%) és az egyéb pénzügyi közvetítők (20,0%) választanak külföldi kibocsátású értékpapírokat. Tehát összességében a nagyobb befektetési alapok és nyugdíjpénztárak letétkezelői uralják ezen szektort.

A külföldön kibocsátott értékpapírok elszámolásához, tartásához a befektetők szinte teljes mértékben a saját hazai letétkezelőjük és közvetve az ő alletétkezelőik⁵⁷ szolgáltatásait veszik igénybe, ugyanis közvetlenül nehezebb és drágább lenne megkeresni egy külföldi letétkezelőt. A hazai letétkezelők többsége egy külföldi (globális) letétkezelő bank leányvállalata, amelyek az anyavállalat regionális kapcsolatait könnyebben ki tudják használni az egyes piacok elérésében, illetve az árképzésben egyaránt. Továbbá rendelkeznek az adott piachoz kapcsolódó speciális tudással is.

Tegyük fel, hogy egy hazai intézményi befektető portfóliója diverzifikálásához befektetési céllal például egy görög értékpapírt vásárolt. Ezen értékpapír tartásához igénybe vett letétkezelő a görög értékpapírt alapvetően kétféle módon tudja elszámolni, illetve őrizni. Egyrészt közvetlenül csatlakozhat az adott piac központi értéktárához, jelen esetben az ADECH-hez⁵⁸, másrészt alletétkezelőket vehet igénybe. Az alletétkezelők alkalmazása további kétféle módon történhet: ha a letétkezelő kellően nagy külföldi értékpapír-állománnyal rendelkezik, kifizetődő lehet számára egy saját alletétkezelői

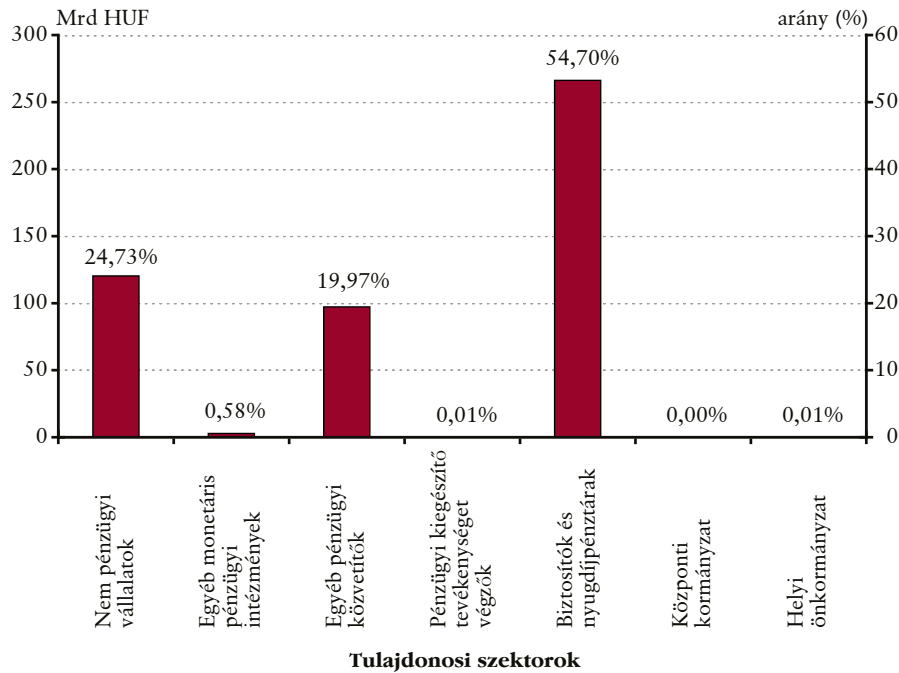
⁵⁶ Az „XS” Clearstream és Euroclearben történő „közös” kibocsátású értékpapírokat jelöli, így ezek kibocsátásának „földrajzi” helye együttesen Belgium és Luxemburg.

⁵⁷ Alletétkezelő lehet a bankcsoport regionális, illetve globális hálózata, egy nemzetközi értéktár (Clearstream, Euroclear) és az EU-n kívüli piacok elérésére kétoldalúan szerződött letétkezelő bank.

⁵⁸ A központi értéktárhoz, elszámolóházhoz történő csatlakozás általában alacsonyabb költséggel jár, de a kapcsolódó szolgáltatások korántsem teljes körűek. Míg egy globális letétkezelő vagy nemzetközi értéktár szolgáltatásai általában sokkal szélesebb körűek, személyre szabottabbak, de áraik is általában drágábbak.

36. ábra

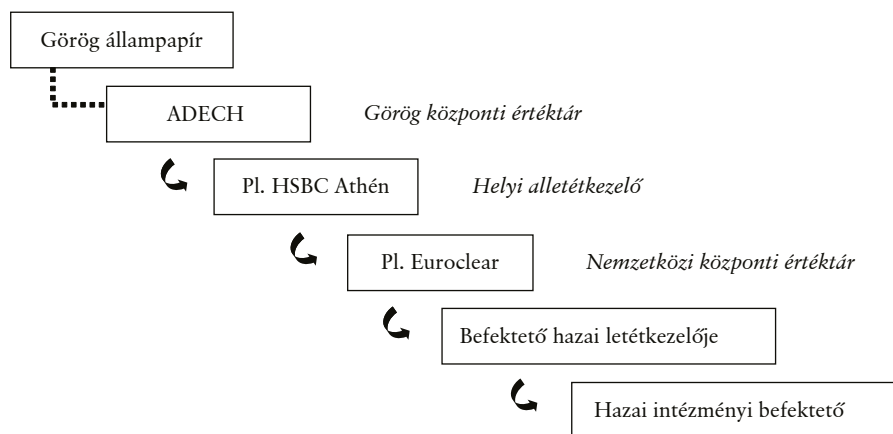
A külföldi kibocsátású értékpapírokat hazai letétkezelőknél tartó belföldi intézményi befektetők tulajdonosi szektor szerinti megoszlása (2008. 12. 31.)



hálózatot fenntartani⁵⁹, vagy egy globális letétkezelőn vagy egy nemzetközi értéktáron (Clearstream, Euroclear) keresztül éri el az adott piacot. Ez utóbbi esetben több szereplő ékelődik be az elszámolási láncba, mint ahogy ezt a 37. ábra is szemlélteti:

37. ábra

A görög értékpapír egy lehetséges elszámolási lánc



Tehát egy görög értékpapír elszámolásához, amikor a letétkezelő nem rendelkezik akkora nagyságú görög értékpapír-állománnyal, hogy megérje számára közvetlenül csatlakozni a görög értéktárhoz (ADECH), vagy egy görög alletétkezelővel leszerződni, az elszámolásba további két láncszem, például a HSBC Athén és a Euroclear is közbeiktatódik.

⁵⁹ A letétkezelő minden egyes piacot, vagy régiót külön-külön megvizsgál, és kiválasztja a lehető legjobb letétkezelőket. Ez azonban kellő üzemgazdaságos méret hiányában túlságosan drága megoldás, ugyanis a hazai letétkezelő kis adott piacon kibocsátott értékpapír-állomány esetén nem számítana kiemelt ügyfélnek.

A hazai intézményi befektető bróker dealere megvásárolta a görög értékpapírt, amelyet a letétkezelő közvetlen csatlakozási pont hiányában a Euroclearen keresztül számolhat el, azonban a Euroclearnek is igénybe kell venni egy lokális letétkezelőt, például a HSBC Athént, aki hozzáfér a görög értéktárban kibocsátott és tartott értékpapírhoz. Minél hosszabb elszámolási lánc többletköltséget és többletidőt eredményez a végbefektető számára, amelyet szintén figyelembe kellene venni a befektetési döntés meghozatalakor.

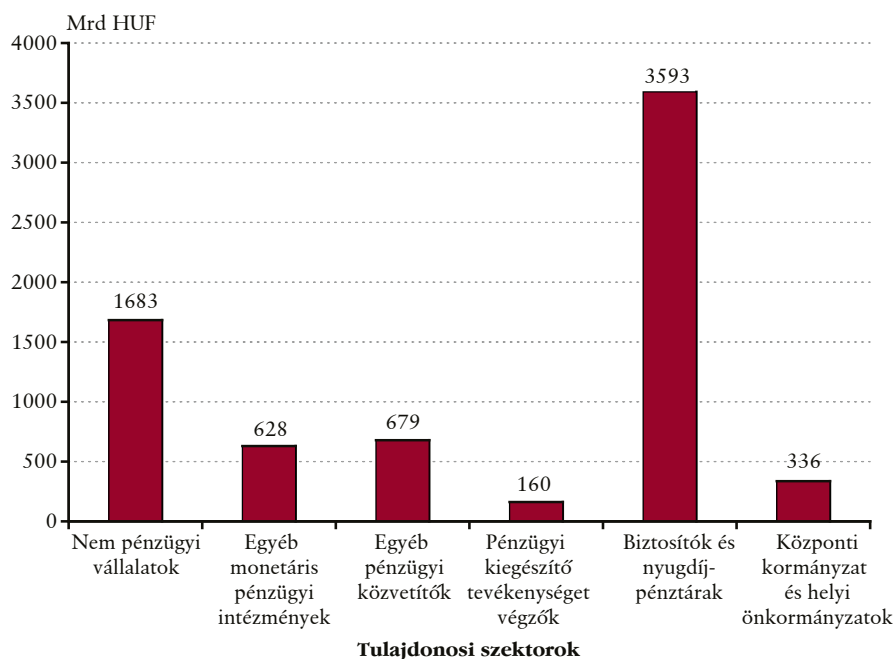
5.6.2.3. Belföldi intézményi befektetők belföldi kibocsátású értékpapírai

A belföldi intézményi befektetők összességében 7031,4 Mrd HUF értékű belföldi kibocsátású értékpapírral rendelkeznek, melynek jelentős részét, 60,7%-át a hazai kibocsátású állampapír-állomány (például államkötvény, diszkont kincstárjegy, kamatozó kincstárjegy, kincstári takarékjegy) és az MNB-kötvény teszi ki. Az állampapíron kívül a tőzsdei részvény 6,6%-os, a nem tőzsdei részvény 15,8%-os, a befektetési jegy 11,4%-os, a jelzáloglevél 3,2%-os és az egyéb belföldi kibocsátású értékpapír (például kötvény, tőkejegy) 2,2%-os arányt képvisel.

A belföldi intézményi befektetők többsége biztosító és nyugdíjpénztár (50,76%), ezért a belföldi intézményi befektetők letétkezelőinek megoszlását elsősorban az határozza meg, hogy kik rendelkeznek több, illetve nagyobb piaci súlyú biztosítóval és nyugdíjpénztárral. Ahogy a lenti ábrán is látszik a nyugdíjpénztáraktól jelentősen lemaradva a nem pénzügyi vállalatok (23,77%), az egyéb pénzügyi közvetítők (például befektetési alapok, 9,59%) stb. következnek.

38. ábra

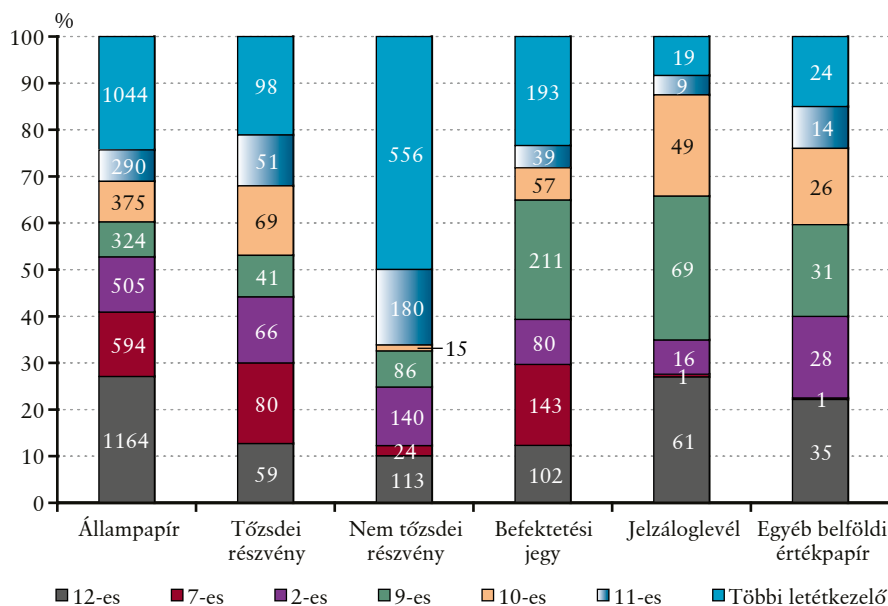
A belföldi intézményi befektetők tulajdonosi szektor szerinti megoszlása (2008. 12. 31.)



A belföldi intézményi befektetők 6 legnagyobb letétkezelőjénél elmondható (elsősorban a nyugdíjpénztárak letétkezelésének köszönhetően), hogy az állampapírok, a tőzsdei részvények és a befektetési jegyek esetében hasonló arányú megoszlás tapasztalható köztük. A nem tőzsdei részvények esetében a legnagyobb letétkezelők kisebb súlyt fednek le, amely elsősorban annak tudható be, hogy a nem szabványosított piacra bevezetett részvények többségében a nem pénzügyi vállalatok és a központi kormányzat (beleértve a helyi önkormányzatokat is) tulajdonában vannak.

A jelzáloglevelek és az egyéb belföldi értékpapírok tulajdonosai által választott letétkezelők megoszlása is hasonlít egymáshoz, amely inkább a véletlennek tudható be, mint valamilyen szabályszerűségnek, ugyanis míg az egyéb kibocsátású belföldi értékpapír szinte az összes szektorban azonos (relatív) aránnyal szerepel, addig a jelzálogleveleket szinte kizárólagosan az egyéb pénzügyi közvetítők és a biztosítók és nyugdíjpénztárak birtokolják.

39. ábra

Belföldi intézményi befektetők részére letétkezelt belföldi kibocsátású értékpapírok letétkezelői megoszlása (2008. 12. 31.)

Egy intézményi befektető portfóliójának átlagos mérete 10–400 Mrd Ft között alakul, a legkisebb (átlagosan 5-10 likvid magyar és külföldön kibocsátott állampapírt tartalmazó) portfólióval általában az öngélező pénztárak rendelkeznek, míg a legnagyobb (átlagosan 50-60 magyar és külföldön kibocsátott értékpapírokat tartalmazó) portfóliókat a nyugdíjpénztárak és biztosítók birtokolják.

5.6.2.4. Háztartások

A háztartások esetében más jellegű letétkezelésről beszélhetünk, mint az intézményi befektetők esetében, ugyanis a háztartások jellemzően megtakarításaikat helyezik el értékpapírok formájában, mivel a bankok számos olyan megtakarítási konstrukciót kínálnak számukra, melyek háttérben értékpapírok húzódnak meg. A háztartásoknak nyújtott letétkezelői szolgáltatások ezért túlnyomórészt csupán az alap letétkezelői szolgáltatások elvégzésére terjednek ki (pl. letéti őrzés, társasági események elszámolása stb.)

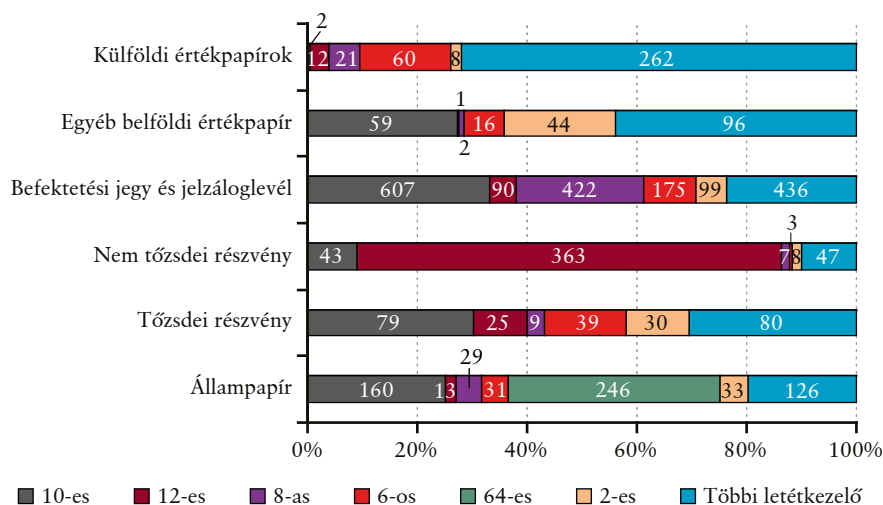
A háztartások a 3783 Mrd HUF értékű értékpapír-állományának jelentős részét a befektetési jegyek (48,4%), az állampapírok (16,9%) és a tőzsdei részvények (6,9%) teszik ki. A lakossági befektetők körében is jellemző, hogy külföldi kibocsátású értékpapírokat, vagy azokon alapuló megtakarítási konstrukciókat vásárolnak (9,6%). A háztartások külföldi kibocsátású értékpapír-portfóliójában főleg az összetettebb termékek találhatók meg.⁶⁰

A háztartások esetében a letétkezelőik jellemzően a nagy fiókhálózattal, országos lefedettséggel rendelkező bankok, valamint a nagyobb brókercégek. Ahogy a 40. ábrából is látszik, a háztartások esetében jelentősebb szabályszerűségeket nem tudunk levonni, mivel a háztartások az értékpapír(alapú) befektetéseikhez elsősorban általános szolgáltatást nyújtani képes szolgáltatót (bankot, brókerceget) választják ki, nem keresnek külön letétkezelőt.

⁶⁰ Ezen összetettebb termékek lehetnek például certifikátok, warrantok. A certifikát egy olyan bizonylat, mely arra vonatkozik, hogy a befektető, a certifikát megvásárlásakor egy mögöttes befektetési termék birtokosává válik. A certifikátok mögött álló alaptermékek – amelyek árfolyammozgását valamilyen módon követik az instrumentumok –, leggyakrabban részvényindexek, nyersanyagárak, devizák árfolyamai, vagy valamely ország kamatszintje. A warrant olyan opciós vagy részvény-utalvány, amely feljogosít meghatározott számú részvény megvásárlására adott időpontban/időpontig, előre rögzített árfolyamon.

40. ábra

A háztartások „tulajdonában” lévő értékpapírainak letétkezelői megoszlása (2008. 12. 31.)



5.7. DÍJAK

A megkérdezett letétkezelők válaszai alapján kiderül, hogy az intézményi ügyfeleket kiszolgáló piacon lassan eltűnt a külföldi és hazai befektetők számára ugyanazért a szolgáltatásért felszámított díjak közötti korábban tapasztalható rés.

A letétkezelőknél tapasztalt díjszámítás jelentősen különbözik egymástól, vannak olyan letétkezelők, akik csomagban kínálják a szolgáltatásaikat, azaz sem a letétkezelte állomány, sem a tranzakciók után, sem a többi letétkezelői feladat ellátása után nem kell külön-külön díjat fizetni, hanem a letétkezelő egy előre megállapított díjat számít fel a szolgáltatások összességéért. Ezen megoldás hátránya, hogy ha az intézményi ügyfél számára több egzotikus külföldi értékpapír kerül elszámolásra, mint ahogy elsődlegesen kalkulálták, annak a többletköltségét a letétkezelőnek kell elviselnie. A többség azonban külön díjakat számít fel minden egyes nyújtott szolgáltatása után, azonban olyat is tapasztaltuk, hogy a tranzakciós díjat elengedték azon ügyfelek számára, akik kevés tranzakciót hajtottak végre, vagy a letétkezelte állomány utáni díjat elengedték a kis állandó állománnyal rendelkező, sok tranzakciót végrehajtó ügyfelek számára.

A letétkezelők a transzparencia jegyében ügyfeleik részére ma már többnyire megbontva is megadják a díjaikat, azok hogyan is épülnek fel, és melyek azok az elemek (pl. KELER-díjak, többletcsős elszámolás esetén a közvetítők díjai), amelyek mindenképpen részei a felszámított árnak, és amelyre nekik nincs befolyásuk.

Az átlagos letétkezelési díj egy nagy intézményi befektető számára átlagosan a letétkezelte állomány piaci értékére vetített 3-10 bázispont között alakul (a 3 bp körüli értéket a nagyobb értékpapír-állománnyal rendelkező befektetők, míg a 10 bázispontot a kisebb letétkezelte állományú befektetők fizetik) természetesen attól függően, hogy az ügyfél milyen szolgáltatásokat vesz igénybe. A tranzakciós díj átlagosan beföldi értékpapír esetében 1500–5000 Ft (amely már tartalmazza a KELER – DvP: 900 Ft, RvP: 1160 Ft – díjait is) körül alakul, míg külföldi értékpapír esetében 6000–10 000 Ft-tól kezdődnek a letétkezelési díjak. (Egy ingatlanalapnak az igénybe vett szolgáltatások különbözősége miatt átlagosan többet kell fizetnie, mint egy biztosítónak.) Továbbá létezik a sávós díjszámítási konstrukció is, amelyben az őrzött értékpapír-állomány, illetve a tranzakciószám növekedésével bizonyos szint felett kedvezőbbé válnak a díjak.

Korábban a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok letétkezelési díjai olcsóbbak voltak, mint a tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapíroké, azonban ez az eltérés mára kezd kiegyenlítődni.

5.8. TRANZAKCIÓK

A külföldi befektetőkről szóló fejezetben már bemutattuk, hogy milyen csatornákon keresztül érhetik el és tarthatják a magyar értékpapírokat, most azonban azt nézzük meg két példán keresztül, hogy egy ilyen tranzakció hogyan is valósulhat meg a gyakorlatban:

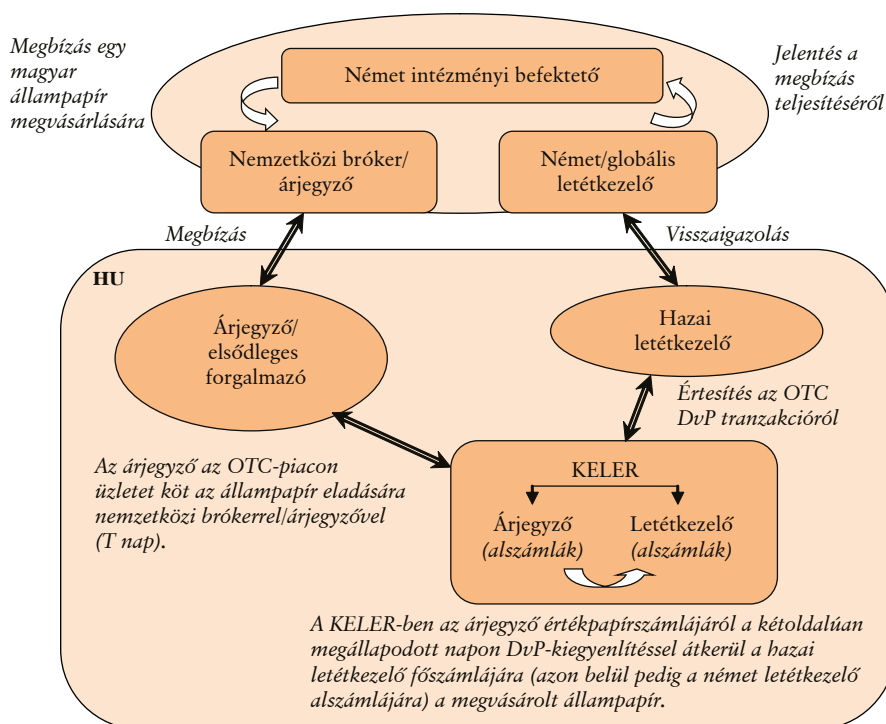
- külföldi intézményi befektető magyar állampapír OTC-piacon történő vásárlásának elszámolása,
- külföldi intézményi befektető magyar tőzsdére bevezetett részvényvásárlásának elszámolása.

5.8.1. Egy német intézményi befektető magyar állampapír-vásárlásának elszámolása

Tegyük fel, hogy egy német (intézményi) befektető egy magyar állampapírt kíván megvásárolni. A német befektető megadja a vételi megbízását egy árjegyzőnek vagy brókernek (bróker dealernek)⁶¹, akivel vagy közvetlenül szerződött le a magyar piacon, vagy közvetetten a saját árjegyzőjén, brókercégen keresztül, ebben az esetben a kereskedési szolgáltatást nyújtó itthoni intézmény nem is tudja, ki a végbefektető.

41. ábra

Egy német befektető magyar állampapír-vásárlásának és elszámolásának menete



Elszámolás és kiegyenlítés oldalról ezen értékpapír-tranzakció kicsit összetettebb. Abban az esetben, ha a befektető közvetlenül egy helyi letétkezelőnél nyitott számlát, az elszámolási körbe a 41. ábrán látható közvetítő réteg nem ékelődik be, hanem közvetlenül a lokális letétkezelővel egyeztetni le a tranzakciót. (A befektető értesíti a [lokális] letétkezelőt, hogy magyar állampapírt vásárolt, így a [lokális] letétkezelő várja a KELLER-es értékpapírszámláján a papírt, majd a teljesítés sikerességéről a [lokális] letétkezelő közvetlenül értesíti a befektetőt). Abban az esetben, ha a befektető nem szerződött közvetlenül egy lokális letétkezelővel, akkor közvetítő szereplő(k)et kell igénybe vennie, aki lehet a saját letétkezelője, egy

⁶¹ A bróker dealer a kereskedési szolgáltatást, illetve állampapírjegyzést nyújtó intézmény, amely a funkciót jelöli, nem konkrétan az intézményt. Ennek megfelelően a bróker dealer lehet brókercég is és bank is.

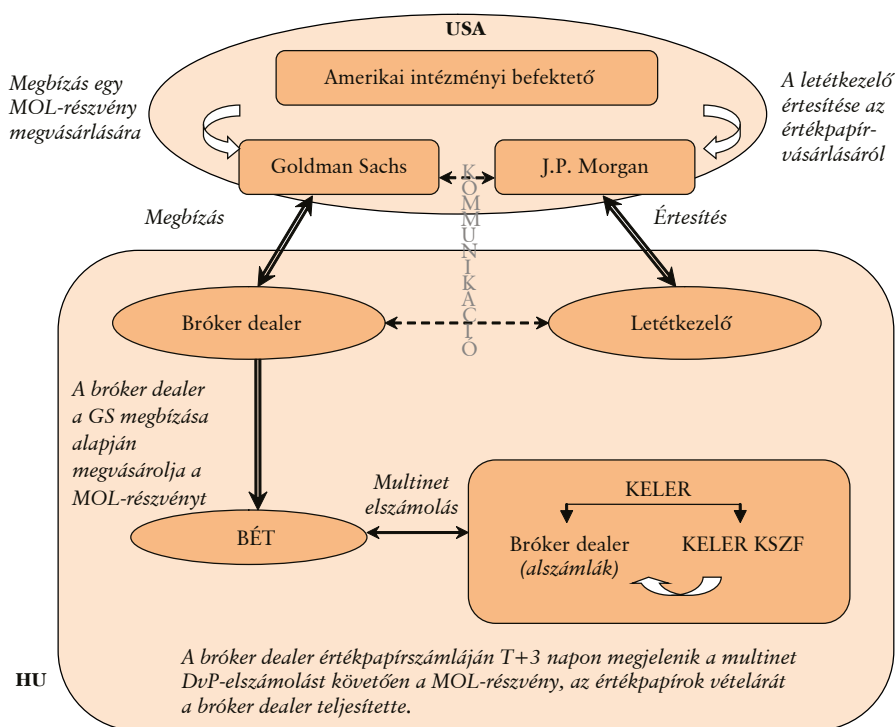
nemzetközi központi értéktár, egy globális letétkezelő stb. Elszámolás és kiegyenlítés oldalról a közvetítők azok, akik a befektető és a helyi központi értéktár vagy egy lokális letétkezelő között állnak (a befektető a közvetítőnek adja meg a tranzakcióval kapcsolatos információkat, aki felveszi a kapcsolatot az adott piacon tevékenykedő alletétkezelőjével, aki az elszámolást és teljesítést elvégzi, majd visszajelez a közvetítőnek a tranzakció sikerességéről, amit a közvetítő a végbefektetőnek továbbít). A közvetítők kiépített infrastruktúrával, alletétkezelői hálózattal rendelkeznek, melyen keresztül bármely értékpapírtípust bármely piacon könnyen elérhetik és elszámolhatják. Egy egzotikusabb értékpapír-tranzakció során az elszámolási láncba akár több közvetítő is beékelődhet, amely a folyamatot lassabbá és költségesebbé teszi.

5.8.2. Egy amerikai intézményi befektető tőzsdei részvényvásárlásának elszámolása

Tegyük fel, hogy amerikai befektető megbízza a Goldman Sachst, hogy vásároljon meg számára egy magyar A kategóriás, nagy forgalommal, illetve likviditással rendelkező (jellemzően: MOL, M-Telekom, OTP, Richter) részvényt.

42. ábra

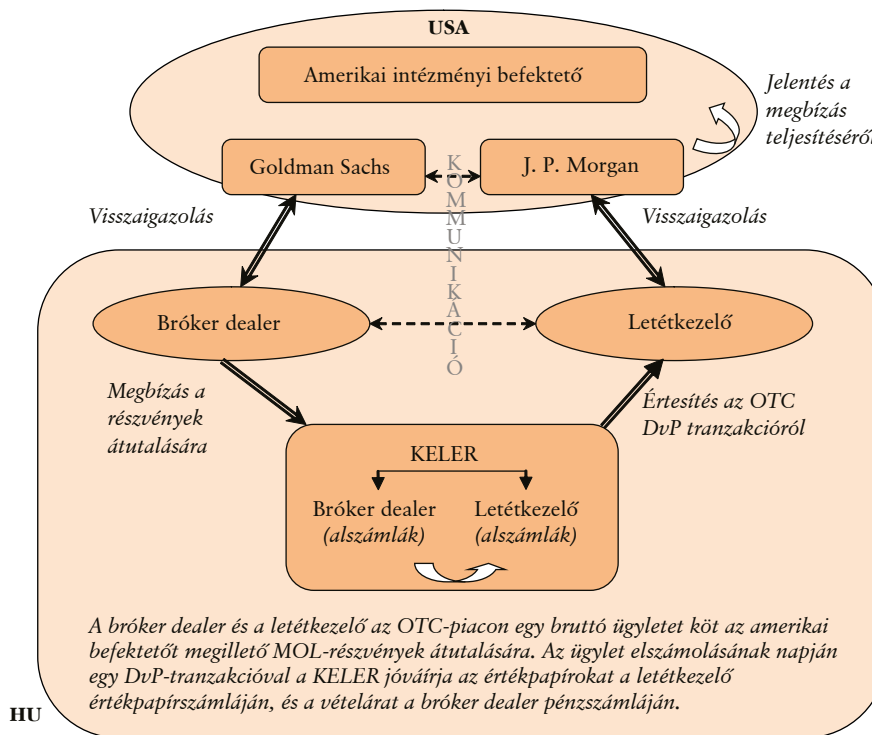
Egy magyar részvény (pl. MOL) megvásárlása



A nagy külföldi globális letétkezelőknél, illetve bróker dealereknél (mint például a Goldman Sachs, J. P. Morgan) gyakori, hogy külön szerződnek egy lokális bróker dealerrel, aki az ügyletkötéseket végrehajtja, valamint egy alletétkezelővel, aki az értékpapírhoz kapcsolódó feladatokat (pl. társasági események) ellátja. Ennek megfelelően a Goldman Sachs megbízza a lokális bróker dealerét, hogy vásárolja meg számára az adott mennyiségű, például MOL-részvényt a tőzsdén. Az amerikai befektető a letétkezelőjét, a J. P. Morgant is értesíti a tranzakcióról és a szükséges pénzeszközzel is ellátja. (A befektetői értesítésen kívül a letétkezelő és a bróker dealer között is van kommunikáció.) A tranzakció teljesülését követően a lokális bróker dealer T+3 napon megkapja az amerikai befektetőt megillető MOL-részvényállományt és kifizeti érte a vételárát.

43. ábra

Egy magyar részvény (pl. MOL) megvásárlásának elszámolása



Mivel a tőzsdei elszámolást követően a bróker dealer fizette ki és az ő értékpapírszámlájára kerültek az amerikai befektetőt megillető MOL-részvények, a bróker dealer és a J. P. Morgan helyi letétkezelője az OTC-piacon egy bruttó elszámolási DvP ügyletet köt az értékpapírok átutalására. Az elszámolási napon (az OTC-piacon a felek állapodnak meg egymással az elszámolás napjáról, de jellemzően a tőzsdei elszámolásokhoz hasonló elszámolási időt alkalmaznak) a KELLER egy időben megterheli a bróker dealer értékpapírszámláját és a letétkezelő pénzeszámláját, majd az (amerikai befektető) MOL részvényeit jóváírja a letétkezelő értékpapírszámláján és a vételárat a bróker dealer pénzeszámláján.

5.8.3. A tranzakciók alakulása 2008-ban

A 44. ábrán látható, hogy a BÉT azonnali szekciójának forgalmi értéke jelentősen ingadozott és a 2008-as piaci turbulencia hatására vissza is esett, azonban a forgalom (kötések száma) jelentősen megugrott.

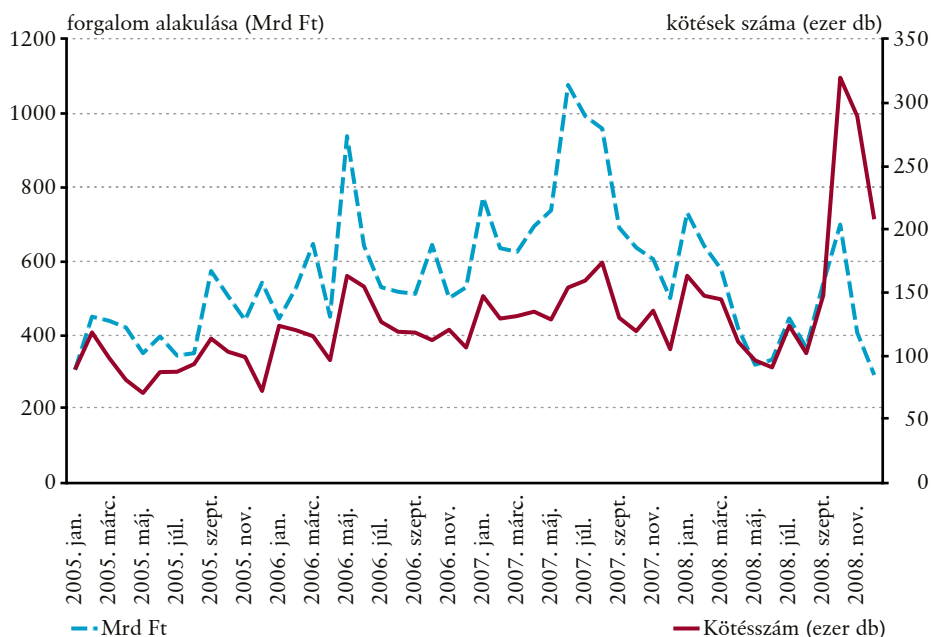
Az OTC-piac értéke⁶² a 2008-as forgalmi adatok alapján csökkent, azonban a kötések száma a turbulencia idején a korábbiakhoz képest számottevő mértékben megnőtt, amely annak köszönhető, hogy az értékpapírok ára jelentős mértékben lecsökkent, így a korábban nem kereskedő befektetők is piacra léptek. 2008-ban az OTC piacon összesen 109 699 Mrd Ft értékben 158,4 ezer db DvP-ügyletet, és 296,9 ezer db fizetés nélküli (FoP-) ügyletet kötöttek meg.

A legnagyobb letétkezelők jelentése alapján évente nagyon kevés (átlagosan 1-2%) olyan internalizált tranzakció jelentkezik a letétkezelőknél, amelyeket a saját rendszereiken belül számolnak el, illetve egyenlítenek ki, vagyis a KELLER rendszerein belül nem jelennek meg külön tranzakcióként.

⁶² A bruttó elszámolási ügyletek jelentős része OTC-ügylet.

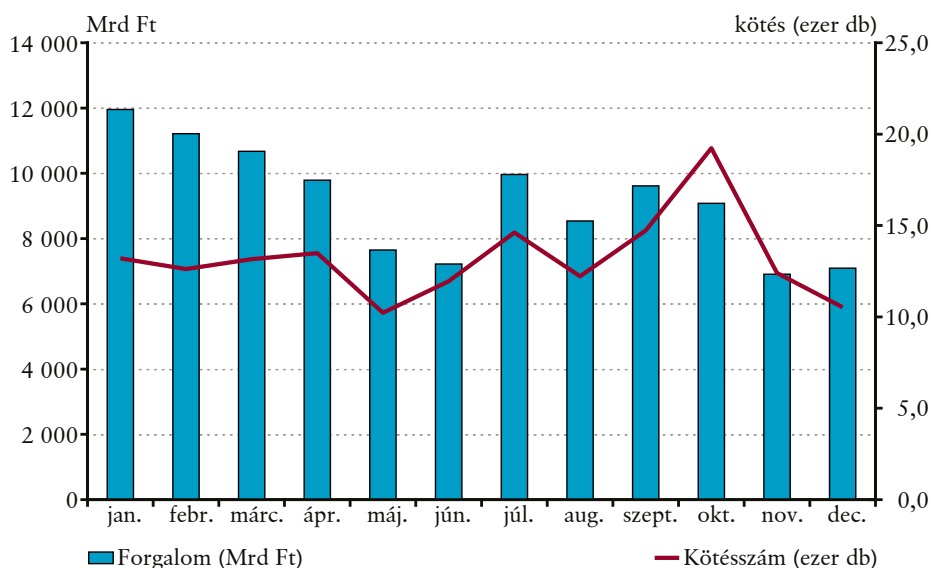
44. ábra

A BÉT azonnali piac forgalmának alakulása 2005. január 1-jétől 2008. december 31-ig



45. ábra

DvP-elszámolású ügyletek forgalma és kötősszáma 2008-ban



5.9. VÁLSÁG HATÁSA

A 2008-ban kibontakozó piaci turbulencia hatására a befektetők visszavonultak a kockázatosnak hitt vagy ítélt értékpapírokból és összetettebb termékekből, a portfóliók átlagos mérete, a tartott értékpapírtípusok száma lecsökkent, azonban a befektetők száma nem változott, továbbá a tőzsdai tranzakciók száma megnövekedett. A portfóliók méretének csökkenése többféle módon is magyarázható. Egyrészt a külföldi befektetők a hazai értékpapírpiacon kivonták befektetéseiket, s kevés-

bé kockázatos befektetésekbe áramoltatták őket, másrészt a magas betéti kamatok hatására a hazai ügyfelek befektetési szerkezete a részvényekből és állampapírokból elmozdult a biztonságos alternatívát kínáló bankbetétek felé.

A külföldi ügyfelekre jellemző, hogy egy adott piacon csak egy letétkezelő szolgáltatásait veszik igénybe, azonban a 2008-as piaci turbulencia rávilágított arra, hogy eddig nem számoltak azzal, mi történik akkor, ha a letétkezelőjük bedől, így az adott piacon nem tudnak elszámolni. A külföldi befektetők ezért jelenleg egy árnyékhálózat (shadow-network) kiépítésén fáradoznak, mely keretében háttérszerződéseket kötnek egy vagy több hazai letétkezelővel, így a saját letétkezelőjük bajba kerülése esetén könnyedén átválthatnak az „árnyék-letétkezelőre”, mely szolgáltatásait addig nem vagy csak kismértékben vették igénybe. A bedőlés esetén az „árnyék-letétkezelő” igénybevétele a folyamatok a megkezdett elszámolások feltérképezése és végrehajtása, a letétkezelt értékpapírok FoP-tranzakció útján történő átvétele stb. után 1-2 napon belül helyreállíthatók. A belföldi ügyfeleknél egy letétkezelő esetleges bedőlése komoly gondot okozna, amelyre az árnyékhálózat kiépítése sem feltétlenül jelentene jó megoldást, ugyanis problémák adódhatnak a nettó eszközérték meghatározásnál, továbbá jogi szempontból sem lehetséges, mivel a hazai jogszabályok értelmében egy befektetési alapnak, nyugdíjpénztárnak csak egy letétkezelője lehet.

5.10. JÖVŐBELI KILÁTÁSOK

A T2S megosztotta a letétkezelőket, a jelentős külföldi befektető állománnyal rendelkező letétkezelőknél a szorosabb verseny hatására egyre nehezebbé válik a külföldi ügyfelek megszerzése, továbbá a T2S koncepció megvalósulása után a helyi letétkezelők ki is eshetnek az elszámolási láncból, ugyanis a befektetők egy magyar értékpapírt könnyedén és olcsón elszámolhatnak anélkül, hogy egy magyar letétkezelő szolgáltatásait igénybe vennék. Ezért a T2S valószínűsíthetően a hozzáadott érték jellegű szolgáltatások irányába tolja el a piacot. A kevés külföldi ügyféllel rendelkező, inkább hazai intézményi befektetők kiszolgálására berendezkedett letétkezelőket kevésbé fogja érinteni a T2S miatt bekövetkező ügyfélvesztés, sőt könnyebb és olcsóbb lesz az elszámolás, így ők sokkal pozitívabban állnak hozzá a kezdeményezéshez.

A magyar piac kisméretű piac, ahol sok jó minőségű szolgáltatást kínáló letétkezelő verseng egymással, ezért várható, hogy a kevésbé versenyképes kis letétkezelők középtávon kivonulnak az üzletágból. A külföldi piacokon általában 2-3 letétkezelő verseng egymással, míg a magyar piacon legalább 10 jelentős súlyú letétkezelő küzd egymással az egyre kevesebb ügyfél megszerzéséért.

A mind a bankcsoportokon belül, mind a piaci infrastruktúrák vonatkozásában erősödő európai pénzügyi integráció hatása az lehet, hogy a hazai szereplők bizonyos, nem erősen helyi specifikus feladatait egyre inkább központosítva látják el a bankcsoporton belül⁶³, illetve az ügyfél külföldi szolgáltatókat is igénybe tud venni ezen tevékenységekre. Ez azzal járhat, hogy a hazai szereplők tevékenységi köre szűkül, illetve specializálódik.

Egy további változást generáló tényező az alternatív kereskedési platformok megjelenése és ezen jelenség az OTC-piacokra, valamint tőzsdékre gyakorolt hatása. A MiFID 2007-es implementálása óta ezen platformok jelentősége nagyon megnőtt az európai piacokon (főként a részvénypiacokon). Ezen új piacok erőteljes hatást gyakorolnak a kereskedés utáni folyamatokra is, hiszen az instrumentumok helyétől teljesen függetlenül választanak elszámolóházat és központi szerződő felet maguknak, akár többet is egyszerre. Ezáltal a hazai instrumentumokban végzett tranzakciók egy jelentős részének lebonyolítása más országokban, más szolgáltatók igénybevételevel történhet meg.

⁶³ Előfordulhat, hogy az anyavállalat és leányvállalatai háttérterületeit összevonják, azaz egy helyen végzik el a szükséges háttérfeladatokat, és egyáltalán nem biztos, hogy ezen központ helyszínénél Magyarországot választják.

6. Összefoglalás

A tanulmány egyrészt az értékpapír-piaci infrastruktúrában európai viszonylatban végbemenő vagy épp elkezdődő változásokra, konszolidációs törekvésekre kívánta felhívni a figyelmet, másrészt a letétkezelők kevésbé ismert, viszont annál jelentősebb szerepét volt hivatott bemutatni. A tanulmányban a magyar letétkezelői piac szerkezeti sajátosságainak és a piac szerkezetének a minél pontosabb és részletesebb bemutatására törekedtünk.

Európában az értékpapír-piaci infrastruktúra töredezett és nemzeti alapon szerveződő, amely a határon átnyúló tranzakciók esetében bonyolult, költséges és hosszadalmas elszámolási folyamatot eredményez. Az első integrációs törekvések a kereskedés terén indultak el, a tőzsdekonszolidációk révén jelentősen lecsökkent az Európában működő tőzsdék száma, továbbá a MiFID 2007-es implementálása után megjelentek az alternatív kereskedési platformok (MTF) is. A kereskedés utáni folyamatok esetében nem beszélhetünk még hasonló mérvű konszolidációs eredményről, az elszámolóházak és értéktárak száma az elmúlt időszakban alig változott. Azonban összességében elmondható, hogy a konszolidáció a kereskedés utáni folyamatokat kiszolgáló intézmények körében is elindult. Az EKB jelenleg is több olyan projekten dolgozik, amely feléleszteni kívánja az egyes országok elszámolóházai és értéktárai közötti jelenleg nem létező versenyt, mely eredményeként az elkövetkező években az európai, beleértve a magyar értékpapír-piaci infrastruktúra képe át fog alakulni.

Az értékpapír-elszámolás elemeként a letétkezelés területét is érinteni fogják az európai piacokon tapasztalható integrációs hullámok, amelyek hosszú távon a globális alletétkezelői hálózatok irányába mozdítják el a letétkezelői piacot. A letétkezelés egy olyan sok és magas színvonalon nyújtott feladatokból felépülő komplex pénzügyi szolgáltatás, amely folyamatos és azonnali piaci alkalmazkodást követel meg, mivel az ügyfelek naprakész és pontos tájékoztatása elengedhetetlen azok elégedettségéhez, így egy késedelem vagy egy operációs hiba akár komoly hátrányt is jelenthet az éles piaci versenyben.

A magyar letétkezelői piac vizsgálatakor három irányt különböztethetünk meg egymástól, a külföldi befektetők által tartott, a KELER-ben kibocsátott értékpapírok letétkezelését, a belföldi (intézményi) befektetők által tartott külföldön kibocsátott értékpapírok letétkezelését és a belföldi (intézményi) befektetők által tartott belföldön, a KELER-ben kibocsátott értékpapírok letétkezelését.

A külföldi befektetők esetében elmondható, hogy nem közvetlenül jönnek a magyar értékpapírpiacon, hanem közvetítők (elsősorban globális letétkezelők és brókercégek) szolgáltatásait veszi igénybe, vagyis nagyon ritkán fordul elő, hogy egy külföldi befektetési alap közvetlenül egy magyar székhelyű letétkezelő bankot vagy brókercéget bízson meg az általa tartani kívánt értékpapírokkal kapcsolatos tranzakciók lebonyolításával és elszámolásával. Vagyis a külföldi intézményi befektetők a saját külföldi (globális) letétkezelői bankjának vagy brókercégének adja meg a magyar értékpapírokkal kapcsolatos megbízásait, és az ő globális letétkezelője vagy brókercége lesz az, aki közvetlenül/közvetetten egy hazai letétkezelőnél számlát nyit az értékpapírok tartására és a papírokkal kapcsolatos feladatok ellátására. A közvetlen megbízás esetében a külföldi letétkezelő a helyi piacról, esetünkben a magyar piacról választ ki egy letétkezelőt, aki az alletétkezelője lesz. A globális letétkezelő bankok a felépített és fenntartott alletétkezelői hálózatukon keresztül képesek bármely értékpapírt bármely piacról elszámolni. A közvetett megbízás esetében a külföldi letétkezelőnek nincs a magyar piacon saját alletétkezelője, ezért közvetítőket vesz igénybe a magyar értékpapír elszámolásához. A közvetítők lehetnek a globális letétkezelő bankok, a letétkezelő saját bankcsoportja vagy akár a nemzetközi központi értéktárak.

A letétkezelői piac elemzését az értékpapírok kétféle csoportosítása mentén végeztük el, vizsgáltuk a piac megoszlását az értékpapírok típusa szerint és az értékpapír-tulajdonosok szerint. Az értékpapírtípusokat tekintve elmondható, hogy az állampapírok és a tőzsdei részvények esetében nincs szignifikáns különbség aközött, hogy az ügyfelek mely letétkezelőt választják ki értékpapírjaik letétkezeléséhez, vagyis a piac legnagyobb hányadát a számottevő mértékű külföldi ügyfélállománnyal rendelkező jelentősebb piaci súlyú letétkezelők fedik le. A befektetési jegyek esetében pedig a széles fiókhálózattal rendelkező univerzális nagybankok dominálják a piac ezen szegmensét.

A tulajdonosi szektorok szerinti vizsgálat arra irányult, hogy az egyes tulajdonosi szektorok elsősorban mely letétkezelőket részesítik előnyben értékpapírjaik tartásához. A magyar értékpapírpiacon a legnagyobb értékpapír-tulajdonosoknak a külföldi befektetők (36,1%) tekinthetők, amelyeket szinte azonos súllyal (22%) a biztosítók és nyugdíjpénztárak, valamint a

lakossági szektor követ. Fontos megjegyezni, hogy a letétkezelők a lakossági tulajdonban lévő értékpapírok kezelését nem tartják ténylegesen a szó szoros értelemben vett letétkezelésnek, azonban a piaci hányadukra tekintettel lényegesnek tekintettük a lakossági szektort is megemlíteni.

A külföldi befektetők jelentős része (közel 73%-a) nem közvetlenül érkezik a magyar értékpapírpiacon, hanem globális letétkezelőkön, illetve brókercégeken keresztül. A külföldi befektetők többsége a nyugat-európai országokból és az USA-ból érkezik, azonban a kedvező adózási rendszerrel rendelkező országok is előkelő helyet foglalnak el.

A belföldi intézményi befektetők legnagyobb letétkezelőinél elmondható, hogy az állampapírok, a tőzsdei részvények és a befektetési jegyek esetében hasonló arányú megoszlás tapasztalható köztük. A belföldi intézményi befektetők a külföldön kibocsátott értékpapírok közül a nemzetközi központi értéktárakban, Németországban és az USA-ban kibocsátott értékpapírokat részesítik előnyben.

A háztartásoknál erősen különböző letétkezelői megoszlást figyeltünk meg, mint a külföldi vagy a belföldi intézményi befektetők esetében, ugyanis a háztartások által „választott” letétkezelők a nagy fiókhálózattal, országos lefedettséggel rendelkező bankok.

A magyar letétkezelői piac viszonylag koncentrált, 2008. december 31-én Magyarországon 67 db intézmény végzett letétkezelői szolgáltatásokat, melyek közül a 10 legnagyobb piaci hányaddal rendelkező intézmény fedte le a letétkezelt értékpapír-állomány 79,6%-át.

A letétkezelői üzletág egy nagyon jövedelmező üzletág, a letétkezelési szolgáltatást nyújtó bankok éves profitjának közel 10%-át termelik ki a viszonylag kis létszámmal működő letétkezelői osztályok. Az általuk alkalmazott díjak esetében elmondható, hogy a külföldi és belföldi ügyfeleknek felszámított díjak közötti különbség az elmúlt években fokozatosan eltűnt, bár teljesen más jellegű feladatokat kell elvégezni egy külföldi és belföldi ügyfél (biztosító, befektetési alap, nyugdíjpénztár, ingatlanalap) számára. A professzionális külföldi ügyfelek számára a hazai letétkezelők által jellemzően felszámított díjak mértéke 3 és 10 bázispont között mozog, a legnagyobb ügyfelek képesek elérni a 3 bázispont körüli árat.

Összességében magyar piac kisméretű piac, ahol sok jó minőségű szolgáltatást kínáló letétkezelő verseng egymással, ezért az Európában zajló konszolidációs folyamatok hatására középtávon várható, hogy a kevésbé versenyképes kis letétkezelők kivonulnak az üzletágból. A külföldi piacokon általában 2-3 letétkezelő verseng egymással, míg a magyar piacon legalább 10 jelentős súlyú, minőségi munkát végző letétkezelő küzd egymással az egyre kevesebb ügyfél megszerzéséért.

7. Szószedet

Állampapír: a magyar vagy külföldi állam, az MNB, az Európai Központi Bank vagy az Európai Unió más tagállamának jegybankja által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír.

Befektetési alap: befektetési jegyek nyilvános vagy zártkörű kibocsátásával létrehozott és működtetett, jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amelyet a befektetésialap-kezelő a befektetők általános megbízása alapján, azok érdekében kezel.

Befektetési jegy: befektetési alap nevében (javára és terhére) – a tőkepiacról szóló törvényben meghatározott módon és alakszerűséggel – sorozatban kibocsátott, vagyoni és egyéb jogokat biztosító, átruházható értékpapír.

Befektető: az a személy, aki a befektetésialap-kezelővel vagy más befektetővel kötött szerződés alapján saját vagy más pénzt, egyéb vagyontárgyát részben vagy egészben a tőkepiac, illetve a szabályozott piac, tőzsde hatásaitól teszi függővé, kockáztatja.

Dematerializált értékpapír: a tőkepiacról szóló törvényben és külön jogszabályban meghatározott módon, elektronikus úton létrehozott, rögzített, továbbított és nyilvántartott, az értékpapír tartalmi kellékeit azonosítható módon tartalmazó adatösszeg.

Elszámolási rendszer: pénz- és értékpapír-tranzakciók egységes rend és közös szabályok szerinti feldolgozására, pozícióvezetésre vonatkozó, a rendszer tagjai által kötött kölcsönös megállapodás.

Elszámolóház: a tőzsdén és tőzsdén kívül megkötött pénz- és tőkepiaci ügyletek elszámolásával és teljesítésével kapcsolatos szolgáltatásokat teljesítő szakosított hitelintézet.

Értékpapír: a forgalomba hozatal helyének joga szerint értékpapírnak minősülő pénzügyi eszköz.

Értékpapírkód: az értékpapír-sorozat azonosítására szolgáló ISIN-azonosító.

Értékpapír-sorozat: a tőkepiacról szóló törvény eltérő rendelkezése hiányában az azonos előállítású, azonos jogokat megtestesítő értékpapír egy meghatározott időpontban forgalomba hozott teljes mennyisége, illetve az eltérő időpontban forgalomba hozott értékpapírok valamely későbbi időpontban azonos jogokat megtestesítő teljes mennyisége.

Értékpapírszámla: a dematerializált értékpapírról és a hozzá kapcsolódó jogokról az értékpapír-tulajdonos javára vezetett nyilvántartás.

Forgalomba hozatal: az értékpapír tulajdonjogának első ízben történő keletkeztetésére irányuló eljárás.

Forgalmazó: az értékpapír forgalomba hozatalában közreműködő befektetési vállalkozás, hitelintézet.

Garanciaalap: tőkepiaci ügyletek elszámolásának a biztosítékeként az elszámolóház által kezelt olyan pénz-, illetve értékpapíralap, amely a teljesítéshez óvadékkul szolgál.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír: minden olyan értékpapír, amelyben a kibocsátó (az adós) meghatározott pénzügyösszegnek a rendelkezésre bocsátását elismerve arra kötelezi magát, hogy a pénz (kölcsön) összegét, valamint kamatozó értékpapír esetén annak meghatározott módon számított kamatát vagy egyéb hozamát, illetőleg az általa vállalt egyéb szolgáltatásokat az értékpapír birtokosának (a hitelezőnek) a megjelölt időben és módon megfizeti, illetve teljesíti.

Intézményi befektető: egyrészt a hitelintézet, a pénzügyi vállalkozás, a befektetési vállalkozás, a befektetési alap, a befektetésialap-kezelő, a kockázattitőke-alap, a kockázattitőke-alap-kezelő, a biztosító, az önkéntes kölcsönös biztosító pénz-

tár, a magánnyugdíjpénztár, az egészségbiztosítási szerv és a Nyugdíjbiztosítási Alap kezeléséért felelős nyugdíjbiztosítási szerv, másrészt mindazon devizakülföldi, amely a saját joga alapján ilyennek tekintendő.

ISIN-azonosító: a központi értéktár által kiadott, az azonos jogokat megtestesítő értékpapírok, illetőleg tőzsdei termékek azonosítására szolgáló betű vagy számjel összessége, illetve ezek kombinációja.

Kibocsátó: az a jogi személy, illetőleg jogi személyiség nélküli gazdasági társaság, amely az értékpapírban megtestesített kötelezettség teljesítését a maga nevében vállalja.

Központi értékpapír-nyilvántartás: a központi értéktár által vezetett, a belföldön kibocsátott értékpapírok adatait visszakereshető módon tartalmazó nyilvántartás.

Központi értékpapírszámla: a központi értéktár által a dematerializált értékpapírról sorozatonként vezetett összesített nyilvántartás.

Központi szerződő fél: a tőzsdeügylet és a tőzsdén kívüli tőkepiaci ügylet teljesítéséhez kapcsolódó kötelezettségvállalás végzésére jogosult gazdasági társaság.

Központi szerződő fél tevékenység: az elszámolóház, illetve a központi szerződő fél által a tőzsdeügylet és a tőzsdén kívüli tőkepiaci ügylet teljesítéséhez kapcsolódóan tett kötelezettségvállalás.

Másodlagos értékpapír: letétkezelő által a másodlagos értékpapír tulajdonosa (végső jogosult) részére kibocsátott, az elsődleges értékpapírra vonatkozó rendelkezési jogot, illetőleg az értékpapír által megtestesített jogok gyakorlását biztosító, sorozatban kibocsátott, névre szóló, átruházható értékpapír.

Nettó eszközérték: a befektetési alap portfóliójában szereplő eszközök – ideértve a kölcsönbe adásból származó követeléseket is – értéke, csökkentve a portfóliót terhelő összes kötelezettséggel, beleértve a passzív időbeli elhatárolásokat is

Tagsági jogokat megtestesítő értékpapír: minden olyan értékpapír, amelyben a kibocsátó meghatározott pénzösszeg, illetve pénzben meghatározott nem pénzbeli vagyoni érték tulajdonba vételét elismerve arra kötelezi magát, hogy az értékpapír birtokosának meghatározott szavazati, vagyoni és egyéb jogokat biztosít.

Felhasznált irodalom

1997. évi LXXXII. törvény – a magánnyugdíjról és a magánnyugdíjpénztárakról.

2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról (Tpt.).

2007. évi CXXXVIII. törvény a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól.

A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete Felügyeleti Tanácsának 2/2007. (III. 8.) számú ajánlása a letétkezelési tevékenységről.

CYNTHIA HIRTA DE CARVALHO (2004): Cross-Border Securities Clearing and Settlement Infrastructure in the European Union as a Pre-requisite to Financial Markets Integration: Challenges and Perspectives. *HWWA Discussion Paper*.

DEUTSCHE BÖRSE GROUP (2005): The European Post-Trade Market. *White Paper*.

ECB – BLUE BOOK (2007. augusztus): *Payment and securities settlement systems in the European Union*.

ELIAS KAZARIAN (2006): Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues. *IMF Working Paper*.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2007): The Securities Custody Industry. *Occasional Paper Series*, No 68/August 2007.

EUROPEAN CENTRAL BANK: *T2S dokumentáció*.

EUROPEAN COMMISSION COMPETITION DG (2004): Overview of EU25 securities trading, clearing, central counterparties, and securities settlement – an overview of current arrangements. *Final report by London Economics*.

EUROPEAN FINANCIAL SERVICES ROUND TABLE (2003): *Securities clearing and settlement in Europe*.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (2002): Securities Trading and Settlement in Europe: Issues and Outlook. *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 8 Number 4.

N. LINCIANO–G. SICILIANO–G. TROVATORE (2005): The Clearing and Settlement Industry: Structure, Competition and Regulatory Issues. *CONSOB Quaderni Di Finanza*, Studi E Ricerche.

PEDRO MATTHYNSSENS–GABRIEL SCHILD (2007): *The European custody industry – potential business strategies for future success*.

PETER NORMAN (2007): *Plumbers and Visionaries: Securities Settlement and Europe's Financial Market*. John Wiley & Sons, Ltd.

THE GIOVANNINI GROUP (2001): *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*.

THE GIOVANNINI GROUP (2003): *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*.

Letétkezelői interjúk: Citibank Zrt., ING Bank Zrt., Raiffeisen Bank Zrt., Unicredit Bank Hungary Zrt.

Melléklet

AZ ÉRTÉKPAPÍR-INFRASTRUKTÚRÁVAL KAPCSOLATOS MAGYAR SZAKKIFEJEZÉSEK KÖRÜLI ZAVAR

Sajnos jelenleg a hazai szakmai közbeszédben jelentős következetlenségek és félreértésekre lehetőséget adó különbözőségek fedezhetők fel az értékpapír-piaci infrastruktúra és letétkezelésben használt szakkifejezések tekintetében. Mivel jelen tanulmány természetéből fakadóan intenzíven használja e szakkifejezéseket, elengedhetetlen azok pontos definiálása a közérthetőség érdekében. E definiálás azonban lehetőséget ad arra is, hogy a szerzők az MNB álláspontját a szakkifejezések helyes használata tekintetében helyütt is bemutassák, annak érdekében, hogy az legalább vitára vagy gondolkodásra serkentse a kérdés iránt érdeklődőket.

Általánosan megfigyelhető jelenség nemcsak Magyarországon, hanem más országokban és más nyelvekben is, hogy a pénzügyi szakirodalom nyelve és a „piac” (piacon dolgozó gyakorlati szakemberek) nyelve eltér egymástól. Ez sokszor a pénzügyi piacok és infrastruktúra szerves és folyamatos fejlődésének eredménye, egyszerűen idő kell (nem is kevés) ahhoz, hogy egy új jelenség elnevezése egységesüljön a piacon és a szakirodalomban.⁶⁴ Az értékpapír-infrastruktúra (mint általában a pénzügyi kérdések) nemzetközi nyelve az angol. Bár a piaci gyakorlat és a szakirodalom definíciói között még angol nyelvben is voltak különbözőségek, mára már elmondható, hogy az angol szaknyelv letisztult e tekintetben. Ebben sokat segítettek a szakirodalmat is orientáló jegybankok, illetve nemzetközi szervezetek. A bázeli Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS), amely egy nemzetközi elemző és ajánlásokat tevő szervezet (az Európai Központi Bankkal együttműködésben) ezért ki is adott egy angol nyelvű szöveget, amelyben igyekszik pontosan definiálni, hogy melyik angol kifejezés mit jelent és hogyan (mire) érdemes használni.⁶⁵

Magyarországon azonban sajnos sokkal rosszabb a helyzet, ugyanis nemcsak a bevett angol szakkifejezések magyarra való fordításánál keletkezett zavar (megfelelő angolt más-más magyar szóval fordítják), hanem a koncepcionális zavar is hozzájárult a különböző szereplők által használt szaknyelvi kifejezések eltérő értelmezéséhez. E zavarhoz az is hozzájárulhatott, hogy a hazai értékpapír-infrastruktúra sajátos a tekintetben, hogy a kereskedés utáni folyamatok központi infrastruktúráját egyetlen intézménycsoport, a KELER csoport adja, amely egyben központi szerződő félként, elszámolóházként és központi értéktárként is funkcionál.⁶⁶ Ez, az egyébként hatékony működési forma a hazai szakmai köznyelvet abba az irányba lökte, hogy az összemosza az angol „clearing”-nek megfelelő folyamatokat és funkciókat az angol „settlement”-nek megfelelő folyamatokkal és funkciókkal.

A 3. táblázatban összefoglaljuk a különböző hazai szereplők által használt terminológiát azon magyar szakkifejezések esetében, amelyeket leginkább problémásnak érzünk.

A fentiek fényében érdemes néhány alapelvet rögzíteni, amelyeknek egy konzisztens és megfelelő magyar szókészletnek eleget kellene tennie annak érdekében, hogy egyértelmű, nemzetközileg megfeleltethető és a magyar nyelvet védő szakki-fejezés-rendszerrel rendelkezünk:

1. A hazai, magyar szakkifejezéseknek egyértelműen és egy az egyben megfeleltethetőeknek kell lenniük a nemzetközi szakirodalomban és piaci gyakorlatban már elfogadottá vált angol szakkifejezéseknek. Nem érdemes olyan hazai kifejezést gyártani, illetve használni, amely egyszerre jelent, illetve fed le két külön jelentéssel rendelkező folyamatot (amelyre az angol szaknyelvben ezért két külön szót használnak).

⁶⁴ Erre jó példa a pénzügyek egy másik területe, amelyet a nemzetközi tőkepiaci válság hozott a felszínre. A válság elemzését a szakirodalomban az is nehezítette, hogy a válság egyik kiindulási pontját jelentő értékpapírosítási és derivatív pénzügyi termékek piacán a termékek elnevezésében még az angol nyelvben sem volt összhang a tudósok, elemzők, piaci szakemberek körében. Két kiemelhető példa a „subprime” kifejezés, amelynek pontos jelentése körül még mindig vita van, és az „ABS” (eszközfedezettel rendelkező értékpapír), amelynek jelentése, kategorizálása, alfajtainak meghatározása annyiféle, ahányan megszólaltak e kérdésekben.

⁶⁵ „Glossary of terms used in payments and settlement systems”, 2003. március, BIS CPSS (letölthető a www.bis.org honlapról).

⁶⁶ A fejlett gazdaságokban ezzel szemben a központi értéktár („central securities depository”) és a „clearing”-et végző központi szerződő félként is eljáró „clearing house” két teljesen különálló intézménytípus és funkció.

3. táblázat

A hazai szereplők által használt terminológia

Szakkifejezés	Szabályozás (Tpt., Hpt., Bszt.)	Piaci szóhasználat	KELER	Probléma/megjegyzés
Elszámolás	A hazai jogalkotás sajnos általános „jolly joker” minőségében használja az „elszámolás” kifejezést. Mindent ért alatta, ami kereskedési utáni folyamat, vagy pénzforgalom, összemosva az angol „clearing” és „settlement” egymástól a nemzetközi szakirodalomban és szakmai közbeszédben élesen elkülönülő fogalmait.	A piaci gyakorlat hasonlóan a szabályozáshoz ernyőkifejezésként használja az „elszámolás” kifejezést, értve ezalatt a tranzakciókból eredő kötelezettségek és követelések kiszámitását, de a teljesítésükhöz kötődő könyveléseket is. Tehát ugyanúgy összemosza e kifejezésben a „clearing” és „settlement” angol szavak mögötti jelentést.	Idézet a KELER Zrt. Általános Üzletszabályzatából: „Elszámolás: A KELER által nyújtott klíring és teljesítés.” Tehát a szabályozás és a piaci szóhasználatnak megfelelően a KELER is általános, mindenre kiterjedő értelemben használja az „elszámolás” kifejezést.	Az „elszámolás” kifejezés jelenlegi használata mindhárom esetben összemos elviekben független folyamatokat, továbbá még ezen túlmenően is homályos. Az elszámolást ezért a hazai szereplők az angol „post trading” kifejezésnek megfelelő mindent átölelő értelemben használják, ami sok félreértés forrása mind a hazai gyakorlatban, mind a külfölddel való kommunikáció hazai lefordításában. Az angolban „clearing”, valamint „settlement”-tel jelölt folyamatok (pontos definíciót lásd a lenti táblázatban) összemosása jelentős zavarhoz vezet a szakmai kommunikációban. A két folyamat nem véletlenül kapott két különböző nevet az angol szakmai nyelvben.
Elszámolóház	A szabályozás a fent bemutatottnak megfelelően ambivalensen használt elszámolás kifejezés segítségével definiálja az elszámolóházat, ugyanakkor az erre vonatkozó tevékenységi szabályoknál már „érti” annak különbözőségét a „settlement”-ért felelős intézménytől, tehát az elszámolóházat és a központi értéktárat külön intézményként szabályozza, helyesen és a nemzetközi gyakorlatnak megfelelő módon.	A piac ernyőkifejezésként használja az „elszámolóház” kifejezést, és az „elszámolás”-nak megfelelően együtt ért alatta minden értékpapír-infrastruktúrát jelentő intézményt. Különösen itt szembeötlő a hazai piaci szaknyelv és az angol piaci és szakirodalmi nyelv ütközése. A „clearing house” angol szakkifejezés jóval konkretább és szűkebb tevékenységet végző intézményt jelöl, mint a hazai piaci szóhasználatban vett „elszámolóház”. A piac ideérti pl. az angol „central securities depository” kifejezés jelentését is, amit az angol nem véletlenül különböztet meg a „clearing house”-tól.	A KELER nem definiálja üzletszabályzatában e kifejezést helyette az „elszámoló fél” kifejezést használja. Ennek KELER általi definíciója hasonlít a nemzetközi szakirodalomban a „clearing house” fogalmára, mivel a rendszer résztvevői közötti kötelezettségek és követelések kiszámitása és nettózása a feladata.	A magyar piaci közbeszédben az elszámolóház jelenti a tényleges „clearing house”-nak megfelelő tevékenységet, de magában foglalja a központi értéktári („central securities depository”) tevékenységet is. Ez azt jelenti, hogy a közbeszédben összemosódik teljesítést vagy kiegyenlítést jelentő végső könyveléseket végző intézmény a nettó piaci pozíciókat, fedezeti követelményeket stb.-t kiszámitó intézménnyel.
Klíring	A Tpt. vezeti be ezt a fogalmat teljesen megegyező jelentéssel az angol „clearing” szakkifejezés fogalmával	A piac egyik fele az elszámolással szinonimaként használja, másik fele az angol „clearing”-szónak megfelelően	Tpt.-vel megegyezően használja	A „klíring” esetében tehát majdnem pontosan (a piaci gyakorlati szakemberek egy részét leszámítva) megfeleltethető a jelentés az angol „clearing” kifejezésének. A probléma, hogy ez nem magyar szó, és átvétele a magyar nyelvbe véleményünk szerint felesleges.

3. táblázat

A hazai szereplők által használt terminológia (folyt.)

Szakkifejezés	Szabályozás (Tpt., Hpt., Bszt.)	Piaci szóhasználat	KELER	Probléma/megjegyzés
Elszámolási rendszer	A Tpt. szerint „pénz- és értékpapír-átutalások egységes rend és közös szabályok szerinti feldolgozására, pozícióvezetésre vonatkozó, a rendszer tagjai által kötött kölcsönös megállapodás”. Itt már a jogszabály az elszámolás „settlement” értelmét veszi alapul és ebből kreálja az „elszámolási rendszer” kifejezést. Ez tehát még az elszámolás fent bemutatott mindenre kiterjedő és homályos használatával sem konzisztens, mert szűkítés ahhoz képest.	A piac „elszámolási rendszer” alatt is az egész kereskedési utáni értékpapír-infrastruktúrát érti, konzisztensen az „elszámolás” kifejezés mindenre kiterjedő alkalmazásával.	Tpt.-vel megegyezően használja	Az elszámolási rendszer fogalmának az elszámolás fogalmán kellene alapulnia a logika alapvető szabályai szerint. Ha azon alapul (lásd piaci szóhasználat) akkor az elszámolás fogalmi homályosságát örökli, ha viszont nem, akkor használata nem logikus és nem konzisztens. Az „elszámolás” fogalmának rendbe tétele után egyértelmű lenne, hogy ez egy kizárólag „elszámolás”-t („clearing”-et) végző rendszert jelöl.
Teljesítés	A teljesítés fogalmát a Tpt., Bszt, Hpt. nem használja, azt a Teljesítés véglegességéről szóló törvény vezeti be a hazai szabályozásba. E törvény az EU „Settlement finality” irányelvnek átültetése és nagyon nagy részben fordítása. Értelmezésében a teljesítés az angol „settlement” kifejezés jelentésének felel meg.	A piac nem használja sem a „teljesítés”, sem a „teljesítő fél” kifejezéseket.	A KELER a Teljesítés véglegességéről szóló törvény alapján használja a „teljesítő fél” fogalmát, de az e szereplő által végzett tevékenységet már „kiegyenlítésként” (lásd lent) fogalmazza meg.	Akár a teljesítés, akár a kiegyenlítés megfelelő magyar szó lehet az angol „settlement” helyett, azonban fontos lenne, hogy az egyiket válassza a hazai szakmai közbeszéd.
Kiegyenlítés	A hazai jogalkotásban kizárólag az MNB 10/2009-es rendelet használja a „kiegyenlítés” kifejezést, amikor az „értékpapír-kiegyenlítési” rendszer fogalmát meghatározza, egyéb jogszabály nem.	A piac nem használja a „kiegyenlítés” kifejezést a kereskedés utáni folyamatok leírásában.	A KELER a „teljesítő fél” fogalmának meghatározásában, valamint az értékpapír-kiegyenlítési rendszer fogalmának meghatározásában használja a kifejezést. Utóbbi esetben az MNB 10/2009-es rendeletére hivatkozva.	Akár a teljesítés, akár a kiegyenlítés megfelelő magyar szó lehet az angol „settlement” helyett, azonban fontos lenne, hogy az egyiket válassza a hazai szakmai közbeszéd.
(Központi) értéktár	Mind a Tpt., mind egyéb jogszabályok (pl. vonatkozó MNB-rendeletek) szerinti központi értéktár fogalma megegyezik az angol „central securities depository” (CSD) fogalmával.	A piac az „értéktár” kifejezést kizárólag a fizikai értéktár (gondosan őrzött helység vagyontárgyak, vagy fizikai értékpapírok tárolására és őrzésére) értelemben használja.	A KELER használja a „központi értéktár”, az „általános értéktár”, valamint az „értéktár” kifejezéseket is. Előbbit a Tpt.-vel megegyező értelemben, utóbbi kettőt pedig a fizikai értéktár jelölésére.	Az angol „central securities depository” kifejezés jelentésére szükség van a hazai nyelvben egy önálló szakkifejezésre, ami csak ezt jelenti és mást nem. Erre a célra alkalmas a „központi értéktár” kifejezés, a probléma az, hogy a piac ezt gyakorlatilag egyáltalán nem használja, helyette a több dolgot összemósó „elszámolóház” kifejezést alkalmazza (lásd fent).

2. A hazai szakkifejezéseknek lehetőség szerint magyar szavaknak kell lenniük, nincs értelme angol szavakat átvenni, amikor nem feltétlenül szükséges, sem a szakirodalom, sem a szabályozás vagy a piaci gyakorlat terén. A magyar nyelv képes az értékpapír-infrastruktúra folyamatait leírni.

3. Egy fogalom tekintetében egy magyar szakkifejezést kell találni és annak egységes használatában konszenzust elérni. Ne legyen több magyar kifejezés ugyanarra a tevékenységre a szabályozásban, illetve a piaci gyakorlatban.

Ezen alapelvek figyelembevételével az MNB a 4. táblázatban összefoglalt szókészletet javasolja használni, és ennek megfelelően használjuk ezeket e tanulmányban is.

4. táblázat

Javaslat egy konzisztens és magyar szókészlet használatára az értékpapír-infrastruktúra főbb fogalmainak leírására

Angol szakkifejezés	BIS-definíció	Javasolt magyar szakkifejezés
Clearing	the process of transmitting, reconciling and, in some cases, confirming payment orders or security transfer instructions prior to settlement, possibly including the netting of instructions and the establishment of final positions for settlement. Sometimes the term is used (imprecisely) to include settlement.	elszámolás
Settlement	the completion of a transaction, wherein the seller transfers securities or financial instruments to the buyer and the buyer transfers money to the seller. A settlement may be final or provisional.	kiegyenlítés
Clearing house	a central location or central processing mechanism through which financial institutions agree to exchange payment instructions or other financial obligations (eg securities). The institutions settle for items exchanged at a designated time based on the rules and procedures of the clearing house. In some cases, the clearing house may assume significant counterparty, financial or risk management responsibilities for the clearing system.	elszámolóház
Central counterparty (CCP)	an entity that is the buyer to every seller and seller to every buyer of a specified set of contracts, eg those executed on a particular exchange or exchanges.	központi szerződő fél
Central securities depository (CSD)	a facility (or an institution) for holding securities, which enables securities transactions to be processed by book entry. Physical securities may be immobilised by the depository or securities may be dematerialised (ie so that they exist only as electronic records). In addition to safekeeping, a central securities depository may incorporate comparison, clearing and settlement functions.	központi értéktár
Securities settlement system (SSS)	a system which permits the transfer of securities: either free of payment (free delivery), for example in the case of pledge; or against payment. Settlement of securities occurs on securities deposit accounts held with the CSD (both private CSDs or a national central bank acting as a CSD) or with the central bank (safe custody operational accounts). In the latter case, the central bank acts as the intermediate custodian of the securities. The final custodian is normally a CSD. Settlement of cash occurs in an interbank funds transfer system (IFTS), through a settlement agent.	értékpapír-kiegyenlítési rendszer
Clearing system	a set of procedures whereby financial institutions present and exchange data and/or documents relating to funds or securities transfers to other financial institutions at a single location (clearing house). The procedures often also include a mechanism for the calculation of participants' bilateral and/or multilateral net positions with a view to facilitating the settlement of their obligations on a net or net net basis.	elszámolási rendszer

MNB-tanulmányok 86.
Értékpapír-elszámolás és letétkezelés Magyarországon

2010. május

Nyomda: D-Plus
H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

