

Tőzsdék

2015. december 9.

MAGYAR NEMZETI BANK

Készítették:

Látta:

Jóváhagyta:

Vezetői összefoglaló

A válság nyomán a tőkepiacok szerepe felértékelődött mind a nagyvállalatok, mind pedig a kis- és középvállalkozások (KKV-k) finanszírozásában, hiszen a banki kitettségek mérséklődése, a tőkeáttétel csökkenése (deleveraging), a szigorúbb tőkemegfelelési és likviditási szabályok (Bázel III átültetése világszerte) csökkentették a bankok hitelezési kapacitását és kockázatvállalási kedvét. A tőkepiaci finanszírozás jelentősége megnőtt a közelmúltban az Európai Unión belül, amit az Európai Bizottság tőkepiaci uniós javaslata is tükröz.

Az elemzés áttekinti a nemzetközi irodák relációiban található tőzsdék működését, külön figyelmet szentelve annak, hogy azok milyen belépési feltételeket biztosítanak a kkv-szektor számára. A vizsgált tőzsdék közül 4 a világ 15 legnagyobb kapitalizációjú börzéje között található. Az amerikai NYSE és a Nasdaq teljes kapitalizációja önmagában a világ teljes tőzsdei piaci értékének csaknem felét adja.

Általánosságban elmondható, hogy a vizsgált tőzsdék többsége kialakított olyan piaci szegmenst, amelyben a kkv-k egyszerűbb feltételekkel bocsáthatnak ki részvényeket.

Argentína

Az argentin tőzsdepiac a gazdaság méretéhez viszonyítva és regionális viszonylatban is kicsinek számít. Hat börze működik az országban, közülük a legjelentősebb a Buenos Aires-i Tőzsde, amely a nagyvállalatok mellett kiemelt figyelmet fordít a kkv-k tőzsdei megjelenésére is. Jelenleg négy finanszírozási mód közül választhatnak a kkv-k, valamint tavaly elindult egy ún. inkubátor program is a startup vállalkozások segítésére. Az argentin kormány idén nyáron jelentette be, hogy további eszközökkel fogja ösztönözni a kkv-k tőzsdei finanszírozásának bővítését.

Franciaország

A francia tőzsde jelenleg az Euronext páneurópai finanszírozási platform része, melynek székhelye Párizsban található. 2014 júniusában az Euronext különvált a NYSE-től – mellyel korábban, 2007-ben egyesült –, így jelenleg önálló részvénytársaságként működik.

Az Euronext a jegyzett cégek számának (több mint 1 300 db) tekintetében, valamint a részvények, a kötvények, a strukturált termékek és az ETF-ek¹ kereskedelmi volumenében (utóbbi a bevétel majdnem 40 százalékát adja) első a kontinentális Európában. Emellett második a származtatott termékekkel folytatott kereskedés terén. Az Euronext kapitalizációja nagyságrendileg 2 800 milliárd euro, ezzel Európában a második helyen áll a londoni tőzsde mögött.

Az Euronext külön leányvállalatán, az EnterNexten keresztül segíti a kkv-k finanszírozását Belgiumban, Franciaországban, Hollandiában és Portugáliában. 2014-ben összesen 9 milliárd euro értékben jutottak forráshoz a kis- és középvállalatok az Euronext piacain, s 34 új kkv-t vezettek be a tőzsdére.

¹ Exchange Traded Funds – tőzsdén kereskedett alapok

Közel-Kelet

A közel-keleti országok nemcsak politikai és vallási téren rivalizálnak egymással, hanem a gazdaság és a pénzügyek területén, ezen belül a tőzsde világában is. Az Egyesült Arab Emírátsokat (Dubai) mára a nagy regionális pénzpiacok egyikének tartják. A területi nagyhatalmi ambíciók mellett Isztambul is a régió pénzügyi központjává szeretne válni. Ugyanakkor a kis területű Libanon fejlett bankrendszerével és nyugati típusú pénzügyi szemléletével mintaként szolgál a közel-keleti arab államok pénzügyi fejlődéséhez és reformjaihoz.

Mindazonáltal a legmodernebb nyugati banki és tőzsdei technikák mellett is megtalálhatjuk az iszlám hagyományos értékeit figyelembe vevő, ugyanakkor széles körben alkalmazott iszlám pénzügyi rendszert.

Németország

A német pénzügyi közvetítőrendszer hagyományosan bankalapú, ugyanakkor a részvénytőzsde jelentősége is nőtt az utóbbi évtizedben. A frankfurti Deutsche Börse ma már a világ 10. legnagyobb tőzsdéje. A frankfurti mellett – a történelmi és a földrajzi hagyományok miatt - öt regionális tőzsde is működik, amelyek elsősorban (leginkább a magánbefektetőket vonzó) speciális szolgáltatásokat kínálnak.

A frankfurti tőzsdét, az elektronikus XETRA kereskedési rendszert és a berlini, szintén elektronikus Tradegate kereskedési platformot a Deutsche Börse AG üzemelteti. A cég tőzsdei kereskedelemmel kapcsolatos egyéb szolgáltatásokat is nyújt világszerte. A szabályozott piacon kialakított két szegmens (prime standard és general standard) mellett a szabadpiacon is létrehoztak egy, a Deutsche Börse által szabályozott entry standard szegmenst, amely legfőképpen a kkv-k tőzsdére lépésének elősegítésére alkalmas. Szintén a kkv-k finanszírozásának diverzifikációjára szolgálnak a regionális tőzsdéken 2010-ben kialakított kkv kötvénypiacok. A változás ugyanakkor a befektetői bizalom megrendülésével járt az utóbbi években, mivel – a magasabb hozammal járó magasabb kockázatok okán – a kibocsátó kkv-k bedőlési aránya meglehetősen nagy (17 %) volt. 2010 óta megközelítőleg 200 kkv kötvényt jegyeztek a német kkv kötvénypiacokon.

A frankfurti tőzsde GEX indexe követi a prime standard szegmensben működő kkv-k teljesítményét, az entry standard index pedig az entry standard szegmensben jegyzett 166 vállalatból a legnagyobb forgalmú 30 vállalat teljesítményét mutatja.

Olaszország

Olaszországban 1992 óta csak a milánói székhelyű Borsa Italiana tőzsde működik, melyet 1808-ban, még Olaszország egyesítése előtt alapítottak. 1997-ben privatizálták és részvénytársasággá alakították, így a hivatalos neve Borsa Italiana S.p.A. (Società per Azioni) lett. 2007-ben fuzionált a Londoni Értéktőzsdével (London Stock Exchange), azóta az LSE csoport tagja.

Az olasz tőzsde fénykorát a 2006-2008-as időszakban élte. Az éves összforgalom 2006-ban lépte át először az 1 milliárd eurós küszöböt, majd 2007-ben már meghaladta a 1,5 milliárd eurós szintet is. Még 2008-ban, a válság kezdetekor is tartotta az 1 milliárd euro feletti összforgalmat. A válság hatására azonban a Borsa Italiana éves forgalma jelentősen visszaesett, 2009-ben, már az előző évi forgalom 70 százalékát sem érte el, és ezt a hatalmas visszaesést azóta sem tudta kiheverni, 2013-ig

folyamatosan csökkent az éves összfordalma. 2014 volt az első olyan év, amikor újra növekedni kezdett, az ügyletek összértéke meghaladta a 700 millió eurót (723 754 millió euro).

Az olasz tőzsde kkv-kra szakosodott piaca az AIM Italia, amelyet 2009-ben hoztak létre, majd 2012. március 1-jén összeolvadt a korábbi MAC-kal (Mercato Alternativo del Capitale – Alternatív Tőzsdepiac). Azóta önálló, egységes, a kkv-kra szakosodott tőzsdepiacként működik. Az AIM Italián jegyzett kkv-k száma évről évre folyamatosan növekszik, a kezdeti 5 darabról, 2014-ben már 57 darab jegyzett kkv értékpapíraival folyt a kereskedés.

USA

Az Egyesült Államok rendelkezik a világ legnagyobb piaci kapitalizációjú részvénytőzsdéjével. 17 tőzsde működik az USA-ban, többségük New York-i vagy chicagói központtal. A világ két legnagyobb tőzsdéjének, a New York Stock Exchange-nek és a Nasdaqnak a teljes piaci kapitalizációja megközelíti a 30 000 milliárd dollárt. Az amerikai tőzsdék felügyeletét a U.S. Security Exchange Commission (SEC) látja el.

A kis- és középvállalkozások jelentős szerepet töltenek be a gazdaságban: az innováció és a munkahelyteremtés motorjai. Kis méretüknél fogva jellemzően kénytelenek banki finanszírozásra támaszkodni, noha a gazdasági válság óta a forrásokhoz történő hozzáférés nehezebb és drágább lett. A kkv-k növekedésének „elnyomása” hosszú távon a gazdasági fejlődés gátja lehet. A hagyományos banki finanszírozást számos kkv értékpapírok kibocsátásával, a tőzsdén keresztül igyekezik „megkerülni”.

Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék.....	5
1. Argentína.....	7
1.1. Általános áttekintés: Az argentin tőzsdék.....	7
1.1.1. Buenos Aires-i Tőzsde.....	8
1.2. A kkv-k tőzsdei finanszírozása.....	9
1.2.1. Kkv-k a Buenos Aires-i Tőzsdén.....	9
1.2.2. Regionális kitekintés: latin-amerikai példák.....	11
2. Franciaország.....	12
2.1. A tőzsde története.....	12
2.2. Euronext.....	12
2.2.1. Az Euronext üzleti modelljének legfontosabb elemei.....	13
2.2.2. Az Euronext üzleti szegmensei és azok eredményessége.....	14
2.2.3. Az Euronext tulajdonosi szerkezete és vezetése.....	17
2.2.4. EnterNext: A kis- és középvállalatok növekedésének támogatója.....	18
2.2.5. Alternext - egyszerűsített út a befektetők felé.....	20
3. Közel-Kelet.....	21
3.1. Általános bevezetés.....	21
3.2. LIBANON - BEIRUT STOCK EXCHANGE (BSE).....	24
3.3. EGYESÜLT ARAB EMIRÁTUSOK.....	25
3.3.1. Dubai Financial Market (DFM).....	25
3.3.2. Abu Dhabi Securities Exchange (ADX).....	26
3.3.3. NASDAQ Dubai.....	27
3.4. TÖRÖKORSZÁG – BORSA ISTANBUL.....	28
4. Németország.....	30
4.1. A tőkepiac általános áttekintése.....	30
4.2. Kis- és középvállalkozások a német tőkepiacon.....	31
4.3. A Börse Frankfurt.....	32
4.3.1. Piaci szegmensek.....	33
4.3.2. Forgalmi adatok.....	34
4.3.3. Részvénytőzsdék.....	34
4.3.4. A kkv-k részvétele a frankfurti tőzsdén.....	36
4.4. Regionális tőzsdék és a Tradegate.....	39
4.4.1. Börse Stuttgart.....	39
4.4.2. Berliner Börse.....	41
4.4.3. Börse Düsseldorf.....	42
4.4.4. Hamburg & Hannover Börse.....	42
4.4.5. Börse München.....	43

4.4.6. Tradegate,	43
5. Olaszország.....	45
5.1. Általános áttekintés a Borsa Italianáról.....	45
5.2. Az olasz tőzsdék története	46
5.3. La Borsa Italiana S.p.A.	48
5.3.1. Tulajdonosi háttér.....	48
5.3.2. Célkitűzések, feladatok.....	48
5.3.3. Vezetőség - szervezeti modell	49
5.4. AIM Italia – Az olasz kkv-k tőzsdéje	50
6. USA	52
6.1. Általános áttekintés.....	52
6.2. Tőzsdék.....	52
6.2.1. New York Stock Exchange (NYSE)	52
Tulajdonosi háttér	53
A kereskedés	53
NYSE MKT LLC.....	54
6.2.2. NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations).....	55
Tulajdonosi háttér	55
A kereskedés	56
A tőzsde szolgáltatásai	56
NASDAQ Enterprenurial Center	57
6.2.3. Chicago Stock Exchange (CHX).....	57
6.3. A kisvállalati finanszírozás helyzete az USA-ban.....	58

1. ARGENTÍNA

1.1. Általános áttekintés: Az argentin tőzsdék

Argentínában jelenleg összesen hat tőzsde² működik:

- Bolsa de Cereales (Buenos Aires-i Gabonatőzsde)
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (Buenos Aires-i Tőzsde – BCBA)
- Bolsa de Comercio de Córdoba (Córdobai Tőzsde)
- Bolsa de Comercio de Mar del Plata (Mar del Plata-i Tőzsde)
- Bolsa de Comercio de Rosario (Rosariói Tőzsde)
- Bolsa de Comercio de Santa Fe (Santa Fe-i Tőzsde)

Az argentin tőzsdék³ kapitalizációját az 1. táblázat mutatja. A piac a tulajdonosi szerkezetet tekintve nem diverzifikált, mivel a teljes piaci kapitalizáció 90 százaléka felett csupán tíz vállalat rendelkezik. Ezek a cégek többnyire az energia- és bankszektorban vannak jelen és nagyrészüket külföldi tulajdonban van, ugyanis a hazai vállalatok tőzsdén való megjelenési hajlandósága igen kicsi. Az argentin gazdaság méretéhez képest a tőzsdei tranzakciók értéke a devizák és derivatívák piacán alacsony.

	2010 ^a	2011 ^a	2012 ^a	2013 ^a	2014 ^b
Tőzsdei kapitalizáció (befektetési alapok nélkül) (Mrd USD)	64	44	34	53	60
Tőzsdei kapitalizáció (GDP %-ában)	13,8	7,7	5,6	8,5	11,1

Jelmagyarázat: a=tényleges, b=EIU becslése

1. táblázat: A tőzsdei kapitalizáció alakulása Argentínában 2010 és 2014 között⁴

Exchange	2015					% change / Sep 14 (in USD)
	May	June	July	August	September	
Bermuda Stock Exchange	1 395.4	1 529.4	1 536.4	1 519.9	1 214.5	-26.0%
BM&FBOVESPA	740 484.8	760 225.8	684 777.9	590 105.6	496 194.3	-50.0%
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	66 828.5	67 116.2	65 510.7	64 524.4	58 126.4	-29.5%
Bolsa de Comercio de Santiago	230 598.1	221 006.7	208 059.8	200 283.0	191 510.9	-20.9%
Bolsa de Valores de Colombia	124 544.1	122 812.0	108 558.0	94 883.7	93 490.4	-52.1%
Bolsa de Valores de Lima	72 806.9	73 238.5	69 635.0	60 518.8	59 792.6	-21.4%
Bolsa Mexicana de Valores	473 111.0	463 544.8	452 674.2	434 567.5	422 631.4	-22.3%

2. táblázat: Az egyes latin-amerikai piacok kapitalizációjának alakulása 2015. május-szeptember között

² <http://www.world-stock-exchanges.net/latin.html> és <http://www.proyectosparainvertir.com/bolsa-de-valores/los-mercados-bursatiles-en-america-latina-y-el-caribe>

³ Economist Intelligence Unit (2015): Financial Services Report Argentina June 2015

⁴ Forrás: EIU, 2015

Az argentin tőzsde a gazdaság méretét tekintve regionális⁵ viszonylatban is kicsinek számít.⁶ A helyi valuták 2015. évi gyengülése miatt valamennyi kiemelt latin-amerikai tőzsde jelentős csökkenést könyvelhetett el a piaci kapitalizáció tekintetében 2014-hez képest.⁷ (2. táblázat)

A **Buenos Aires-i Gabonatőzsde**⁸ az egyik legrégebbi argentin vállalkozásnak számít. A mezőgazdaság exportbeli magas részarányának köszönhetően már a XIX. század közepe óta kiemelt szerepet tulajdonítanak ennek a szakosított árutőzsdének. Jelenleg nonprofit egyesületként működik azzal a céllal, hogy közvetítő szolgáltatásaival segítse az agrárszektor fejlődését. Társult tagként több mezőgazdasági szövetkezet, kamara és egyéb egyesület alkotja a tőzsdét, ahol alapvetően határidős és prompt ügyleteket bonyolítanak le.

A **Córdobai Tőzsde**⁹ ugyancsak nonprofit szervezet, eredeti funkcióját azonban többnyire már csak a neve őrzi: napjainkban a társulás tagjai számára nyújtott gazdasági-üzleti tanácsadás a fő tevékenysége, melynek célja a regionális tőkepiac fejlesztése.

A **Mar del Plata-i Tőzsdét**¹⁰ 1961-ben alapították a tőkepiaci befektetések ösztönzése érdekében, azonban csak 2000-ben függetlenedett a tőzsdei műveletek tekintetében. Napjainkban többféle finanszírozási eszközt kínál mind az állami, mind a magánszektornak.

A **Rosariói Tőzsdét**¹¹ 1884-ben alapították nonprofit szervezetként az áru- és tőkepiacok fejlesztése érdekében. Jelenleg magában foglalja a gabonapiacot, a ROSGAN mezőgazdasági árutőzsdét, a ROFEX határidős (futures) tőzsdét, valamint a MerVaRos nevű értéktőzsdét is.

A **Santa Fe-i Tőzsde**¹² létrejött a „Club Comercial” (Kereskedelmi Klub) 1884. évi megalapításához kötődik, amellyel 1919-ben fonódott össze. A már említett tőzsdékhez hasonlóan nonprofit szervezetként működik a kereskedelem előmozdítása érdekében.

1.1.1. Buenos Aires-i Tőzsde

Az 1854-ben alapított **Buenos Aires-i Tőzsde** (BCBA)¹³ az ország legfontosabb értéktőzsdéje, az itt lebonyolított tranzakciók jelentős részét vállalati részvények, kötvények, devizák és határidős (futures) ügyletek teszik ki. A tőkepiaci szabályozásról 2012-ben elfogadott új jogszabály értelmében a nonprofit társulásként működő BCBA az argentin gazdaság fejlődése érdekében fejti ki tevékenységét, vagyis arra törekszik, hogy a megtakarításokat a termelő tevékenységekbe csatornázza.

⁵ https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-emerging-markets-latam-index.pdf

⁶ <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> 2015. november 4-ei állapot szerint

⁷ <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303870704579296672205504710>

<http://www.lavanguardia.com/economia/20150924/54435448500/sao-paulo-perdio-ante-mexico-su-condicion-de-mayor-bolsa-de-america-latina.html>

⁸ <http://www.bolsadecereales.com/ver-la-institucion-1>

⁹ <http://www.bolsacba.com.ar/nosotros.php>

¹⁰ <http://www.mdpbursatil.com.ar/quienes-somos.html>

¹¹ <http://www.bcr.com.ar/Pages/Institucional/Actividades/default.aspx>

¹² <https://www.bcsf.com.ar/instbot01.php>

¹³ <http://www.bcba.sba.com.ar/institucional/historia/>

A BCBA-n jegyzett magánvállalat¹⁴, a **Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.** (Buenos Aires-i Tőkepiac – Merval) leginkább értékpapír-ügyletekkel foglalkozik és viszonylag szerény befektetői bázissal rendelkezik, főként a magánnyugdíj-pénztárak 2008. évi államosítása óta. Míg a Merval-on 1990-ben 179 céget jegyeztek, addig 2015 májusában már csak 101-et, s ezek közül is csupán hat társaság volt külföldi.¹⁵ Elemzők a csökkenés okát a bürokratikus akadályokban és a tőzsdei jelenléthez kötődő magas költségekben látják.¹⁶ Fő indexe az 1986-ban kialakított **Merval**, amely argentin pesóban fejezi ki azokat a részvényportfoliókat, amelyeket a BCBA-n jegyeznek. 2015 májusában 11 vállalatot jegyzett az index, a cégeket forgalmuk szerint súlyozták. A negyedévenként frissített Burcap index ugyanazt a Merval indexen is jegyzett 11 vállalatot súlyozza, azonban nem a forgalom, hanem piaci kapitalizációjuk szerint. A hazai vállalatok teljesítményének mérésére a Merval Argentina nevű index szolgál, míg a legnagyobb likviditással bíró részvényekkel rendelkező vállalatokat a Merval 25 index méri.

1.2. A kkv-k tőzsdei finanszírozása

1.2.1. Kkv-k a Buenos Aires-i Tőzsdén¹⁷

A Buenos Aires-i Tőzsdén egy, a kkv-kra szakosodott igazgatóság (Departamento Pymes – BCBA)¹⁸ segíti a kis- és középvállalatok tőzsdére jutását 2002 óta. A kkv-k finanszírozására szakosodott tőkepiac 14 ezer résztvevő vállalattal zárhatja az idei évet, amelyek a rendelkezésre álló finanszírozási módok segítségével több, mint ötmilliárd dollárhoz jutottak a tőzsdén keresztül.

Jelenleg négy finanszírozási eszköz áll a kkv-k rendelkezésére a BCBA-n:¹⁹

1. **Halasztott fizetési csekk**²⁰ (El cheque de pago diferido), amely akár 360 napig is érvényes lehet, valamint a banki hiteleknel kedvezőbb kamatokat kínál a működő tőke finanszírozására. Kölcsönös garanciavállaláson alapul, s már 1 000 peso alsó értékhatártól elérhető ez az opció.
2. **Vagyonkezelési szolgáltatás**²¹ (El fideicomiso financiero), ami általában nem egy-egy kkv-t, hanem azok csoportját finanszírozza. A kockázat is alacsonyabb, mint a hagyományos finanszírozási formák esetében, valamint lehetővé teszi, hogy likviditást biztosítson a korábban nem forgalomképes pénzügyi eszközöknek.

¹⁴ http://www.bnamericas.com/company-profile/es/Mercado_de_Valores_de_Buenos_Aires_S.A.-Merval

¹⁵ <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> 2015. november 4-ei állapot szerint

¹⁶ Economist Intelligence Unit (2015): Argentina – Financial Services Report June 2015

¹⁷ Az Ipari Minisztérium KKV és Regionális Fejlesztési Államtitkárságának határozata ([Resolución SPMEDR N° 357/15](#)) az eladásokból származó éves bevételek alapján határozza meg, mely vállalatok számítanak kkv-knak az egyes ágazatokban. Így például a mezőgazdaságban 82 millió, az iparban és a bányászatban 270 millió, a kereskedelemben 343 millió, a szolgáltatási szektorban 91 millió, az építőiparban pedig 134 millió peso értékhatárig számítanak kis-, illetve középvállalatnak az egyes cégek.

¹⁸ <http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pymes/>

¹⁹ <https://www.ucema.edu.ar/conferencias/download/2010/27.04.2.pdf>

²⁰ <http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pymes/instrumentos/cheques-de-pago-diferido/>

²¹ <http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pymes/instrumentos/fideicomisos-financieros/>

3. **Hitelviszonyt megtestesítő, átruházható értékpapírok**²² (Obligaciones negociables pymes) opcióját a kedvező üzleti mérleggel rendelkező kkv-k vehetik igénybe. Annak a társaságnak az adósságát jelentik, amely kiadja az értékpapírokat. A kibocsátó és a befektető között egy hitelezéshez hasonló kapcsolat alakul ki. A többi alternatívához képest kisebb pénzügyi költséggel jár, az egyes opciók felső értékhatára 15 millió peso.
4. **„Kkv-részvények”**²³ (Acciones pymes) a fentiekkel szemben – amelyek adósságinstrumentumoknak tekinthetők – nem létesítenek adósságviszonyt. A kkv-részvényeket kizárólag a vonatkozó jogszabály szerint akkreditált befektetők vásárolhatják meg. Ez azon vállalkozások számára kiváló opció, amelyek az eladósodás helyett új üzlettársak felvételét preferálják.

2014-ben a BCBA a Tudomány és a Technológia a Termelésért Fórummal²⁴ együttműködve a fentiekén túl üzleti inkubátor programot is indított²⁵ az innovatív kkv-k és startupok növekedésének elősegítésére, „¡Vamos a la Bolsa!”²⁶ („Irány a tőzsde!”) címmel. A programon keresztül a finanszírozás mellett az üzletfejlesztésben is segítik a vállalkozásokat.

Emellett a BCBA finanszírozási és befektetési tárgyú oktatási programokat is kínál, nem csupán a kkv-knak, hanem kamarák és nagyvállalatok számára is.

A BCBA 2015. szeptemberi jelentése²⁷ szerint a kkv-knak nyújtott finanszírozás megközelítette az 1,9 milliárd pesót. Egy 2013. évi argentin tanulmány²⁸ – amely a kkv-k tőzsdei finanszírozásának eredményeit vizsgálta – azonban megállapította, hogy a kkv-k külső finanszírozása tekintetében a tőkepiac aránya csupán 1,1 százalék volt, azon belül pedig a halasztott fizetést lehetővé tévő csekk és a pénzügyi vagyongazdálkodási tevékenység voltak a legnépszerűbbek.

Az argentin gazdasági minisztérium 2015 augusztusában jelentette be²⁹ hétponos tervét, amellyel a kkv-k tőkepiaci finanszírozását kívánja tovább erősíteni a kormányzat. Ennek keretében:

- egyszerűsödni fognak a kkv-k tőzsdére lépésének követelményei;
- a finanszírozási költségek csökkentése érdekében megváltozik a halasztott fizetést lehetővé tévő csekkel kapcsolatos szabályozás;
- új rendszert vezetnek be a fizetési ígervények (váltók) kapcsán, amelyek 100 ezer peso értéktől bocsáthatóak ki;
- a hitelviszonyt megtestesítő, átruházható értékpapírok kibocsátásának felső értékhatára 50 millió pesóra emelkedik;

²² <http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pymes/instrumentos/obligaciones-negociables/>

²³ <http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pymes/instrumentos/acciones/>

²⁴ <http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/incubadoras-de-negocios-de-la-bcba/vamos-a-la-bolsa/>

²⁵ <http://www.bcba.sba.com.ar/vamos-a-la-bolsa-otra-vez/>

²⁶ <http://www.diariobae.com/notas/75321-la-bolsa-presenta-nuevas-opciones-para-emprendedores-que-necesitan-financiarse.html>

²⁷ <http://www.bcba.sba.com.ar/sitio/descargas/reportes/Reporte-3093.pdf>

²⁸ http://revistacientifica.fce.unam.edu.ar/index.php?option=com_content&view=article&id=377:financiamiento-mediante-obligaciones-negociables-el-problema-de-ser-pyme&catid=157:2014-07-02-20-29-25

²⁹ <http://www.infonews.com/nota/244662/asi-es-el-plan-para-las-pymes-en-la-bolsa>

- létrejön az „Asistir” Vagyonkezelői Alap (Fondo Fiduciario Asistir), amelyen keresztül az állam fogja finanszírozni az első kibocsátást, ezáltal garantálva az első piacra vitel sikerességét;
- a kölcsönös befektetési alapok tőkéjének 2,5 százalékát elérhetővé kell tenni a kkv-k számára, ami a becslések szerint 4,5 milliárd kiegészítő finanszírozási forrást jelent majd a szegmensnek.

1.2.2. Regionális kitekintés: latin-amerikai példák

A kkv-k fejlesztése - és így finanszírozási forrásaik bővítése - más latin-amerikai országokban is napirenden szerepelt az elmúlt években. Így például:

- A Bolíviai Értéktőzsde (BBV) 2011 közepén kezdett közös programba³⁰ az Amerika-közi Fejlesztési Bank (BID) Multilaterális Befektetési Alapjával (FOMIN) a kkv-k tőzsdei finanszírozásának megteremtése érdekében. Ennek keretében 59 vállalat tőzsdére segítségét tűzték ki célul.
- Brazíliában 2014 júniusában a gazdasági tárca több ösztönző intézkedés bevezetését helyezte kilátásba³¹ annak érdekében, hogy növeljék a kkv-k tőzsdén való megjelenését. Így például mentesítik a jövedelemadó megfizetése alól azokat, akik olyan vállalatok részvényeit vásárolják meg, amelyek éves forgalma nem haladja meg az 500 millió reált.
- Chilében 2015 májusában jelentették be, hogy a Santiagói Tőzsde keretében új kockázati tőke-piacot hoznak létre Santiago Stock Exchange Venture (SSEV)³² néven, a bányászati ágazatban szereplő kkv-k számára.
- Mexikóban a gazdasági minisztérium indított egy programot „Adósságpiac vállalatok számára” („Mercado de deuda para empresas”) elnevezéssel, amely különböző szakmai szolgáltatásokkal segíti a kkv-kat a sikeres tőzsdei szereplésben.³³

³⁰ <http://www.paginasiete.bo/inversion/2015/3/8/incorporacion-pyme-mercado-valores-49409.html>

³¹ http://es.brasil247.com/es/247/economia_y_negocios/2084/Anuncian-plan-para-estimular-que-Pymes-vayan-la-Bolsa.htm

³² <http://inter.bolsadesantiago.com/sitios/en/noticias/displayPages/noticias%20bcs/disponoti.aspx?ID=23>

³³ <http://www.cnnexpansion.com/opinion/2012/01/09/prepara-a-tu-pyme-para-lanzarla-a-bolsa>

2. FRANCIAORSZÁG

2.1. A tőzsde története

A francia tőzsdét 1724-ben alapították Párizsban, épületét 1808-ban Alexandre-Théodore Brongniart tervei alapján kezdték építeni. 1889-ig a francia árutőzsde is ebben az épületben működött. Egészen az 1900-as évek közepéig egy, a párizsi tőzsdéhez (Paris Bourse vagy más néven „Le Parquet”) hasonló intézmény is működött a városban, melyet „La Coullisse”-nak neveztek. A Le Parquet-en a francia, míg a La Coullisse-on inkább a kockázatosabb külföldi papírok domináltak. A Coullisse az 1900-as évek elején elvesztette részesedésének nagy részét a nemzetközi kötvénypiacon és ettől kezdve leginkább a határidős ügyeletekre specializálódott.³⁴ Az első világháborúig nagyon sikeresen működött a két intézmény. A jegyzett vállalatok száma, az elsődleges részvénykibocsátások, valamint a tranzakciók alapján együtt a világ második legnagyobb értéktőzsdéinek számítottak.

Az 1980-as évek végéig a párizsi tőzsdén a brókerek - hasonlóan a világ többi részéhez - a „parketten” dolgoztak. 1989-re azonban befejeződött a digitalizáció és teljesen automatizált lett a kereskedelem. Ekkoriban (1987-ben) jött létre a CAC 40³⁵ (Cotation Assistée en Continu), a párizsi tőzsde fő indexe.

2000 szeptemberében a Paris Bourse egyesült a londoni, az amszterdami, a lisszaboni és a brüsszeli tőzsdékkal, innentől kezdve Euronext Paris lett a hivatalos elnevezése.

2007-ben az Euronext és a NYSE egyesüléséből megszületett a NYSE Euronext, melynek két központja volt: az egyik New Yorkban, a Wall Street-en, a másik pedig Párizsban, a Rue Cambon-on.

2014 júniusában azonban az Euronext különvált a NYSE-től és azóta önálló részvénytársaságként működik tovább. A vállalat tőzsdei bevezetése óriási siker volt, a részvényeket 20 eurós árfolyamon túljegyezték, ráadásul december végére 26,8 euróra emelkedett a vállalat papírjainak ára. Ez kevesebb mint 6 hónapon belül 34 százalékos növekedésnek felel meg.³⁶

2.2. Euronext

Az Euronext egy páneurópai finanszírozási központ, amely kulcsszerepet játszik Párizs, London, Amszterdam, Lisszabon és Brüsszel pénzügyi életében. A jegyzett cégek számának tekintetében (több mint 1 300), valamint a részvény-, a kötvény-, a strukturált termékek és az ETF³⁷ kereskedelem volumenében (ami a bevétel majdnem 40 százalékát adja) is első a kontinentális Európában, illetve második helyen van a származtatott termékekkel folytatott kereskedelem területén.

³⁴ <http://www.finance-innovation.org/risk09/work/7841188.pdf>

³⁵ CAC: A „Cotation Assistée en Continu” rövidítés nagyságrendileg annyit jelent, hogy „folyamatosan támogatott kereskedelem”, mely arra utal, hogy 1986 után a kereskedést folyamatos informatikai támogatás mellett végzik.

³⁶ A vállalat tulajdonosi szerkezetével külön részben foglalkozunk.

³⁷ (Exchange Traded Fund, tőzsdén kereskedett befektetési alap)

Az Euronext kapitalizációja nagyságrendileg 2 800 milliárd euro, ezzel Európában a második helyen áll.

2.2.1. Az Euronext üzleti modelljének legfontosabb elemei

- **Egységes „order book”³⁸**

Az Euronext egységes kereskedési könyvet (order book) kínál a befektetőknek, így a vállalat az általa lefedett országokban - az eltérő jogszabályok ellenére is - lehetővé tudja tenni az egységes szabályok szerinti kereskedést, elszámolást és befektetést. Ráadásul a több országbeli jelenlétnek köszönhetően a jegyzett vállalatok a likviditás iránti igényüket is szélesebb körből elégíthetik ki.

- **Széles termék-portfólió**

A vállalat által kínált termékek, szolgáltatások és kereskedési platformok lefedik a pénzpiacokon elérhető összes eszközt. Az Euronext támogatja ügyfeleit egy adott vállalat tőzsdei bevezetésében, piaci információkat (különbéféle indexeket is) nyújt, elszámolást biztosít, letéti szolgáltatást tesz lehetővé. Mindemellett a világon az egyik legmagasabb szintű kereskedési rendszert működteti. Csak a tavalyi év folyamán 297 új árutőzsdei és származtatott terméket vezettek be a piacra.

- **A reálgazdaság finanszírozása**

Az Euronext ügyfelei különböző célokkal fordulnak a társasághoz. Egyrészt tőkét szeretnének bevonni vállalatukba, hogy növekedésüket finanszírozni tudják, másrészt dinamikusan fejlődő vállalatokba szeretnének beruházni, különböző piacokon és országokban. Harmadrészt pedig kitétségeiket származtatott termékekkel szeretnék fedezni.

A reálgazdaság finanszírozása mellett az Euronext kapcsolatot biztosít a világ meghatározó pénzpiacaihoz, értékpapír-kibocsátóihoz, ezzel is további értéket teremtve az ügyfelek, a cég munkavállalói és a társadalom számára.³⁹



1. ábra - Az Euronext széleskörű szolgáltatásai és azok kapcsolata⁴⁰

³⁸ Order book: elektronikus kereskedési könyv, amely vételi és eladási megbízásokat tartalmaz egy adott értékpapír vagy pénzügyi eszköz tekintetében, az ár alapján rendezve. A listában megtalálható, hogy egyes árszinteken hány részvényt adtak el, illetve vásároltak meg, ráadásul az ebbe beleegyezésüket adó piaci szereplők nevét is feltüntetik a megbízások mellett.

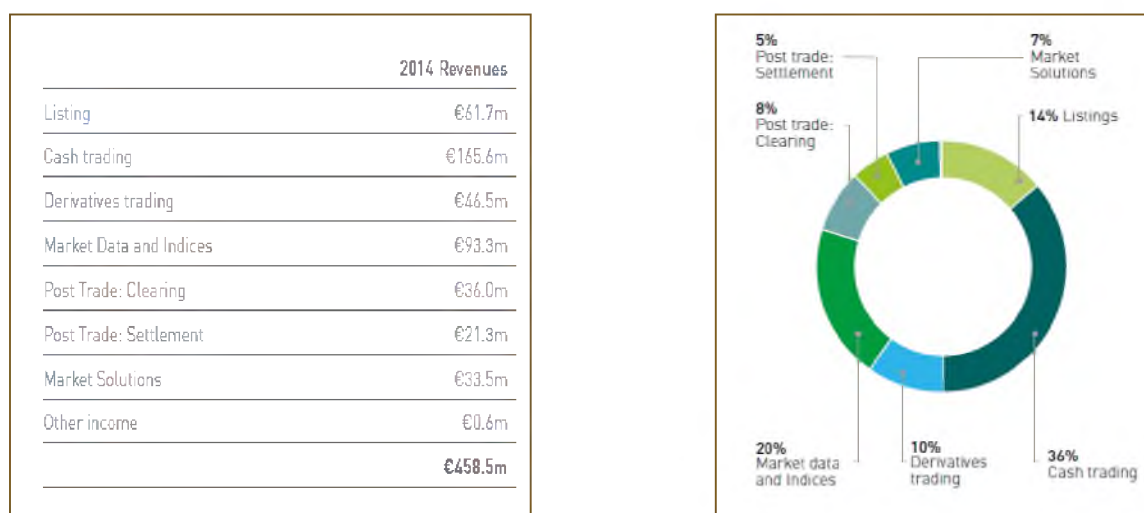
³⁹ https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/euronext_2014_annual_review.pdf

2.2.2. Az Euronext üzleti szegmensei és azok eredményessége

Az 2. ábrán látható, hogy az Euronext egyes üzleti szegmensei mekkora jövedelmet termeltek és ezek milyen arányban járultak hozzá az összbevételhez.

A leginkább jövedelmező szegmens a „cash trading” volt, amely az összbevétel 36 százalékát adta. Ide tartoznak a részvény- és kötvényügyletek, a strukturált termékekkel történő kereskedés és az ETF ügyletek⁴¹.

A bevételek 20 százalékát, 93,3 millió eurót a valós idejű piaci információk és a különböző tőzsdei indexek megosztása adja. A tőzsdei bevezetésekből a tavalyi évben összesen 61,7 millió euro bevétele keletkezett az Euronextnek.



2. ábra – Az egyes üzleti szegmensek bevételei⁴²

1) Tőzsdei jegyzés (Listings)⁴³

A tavalyi évben az Euronext a tőzsdei jegyzésből (listings) 61,7 millió euro jövedelmet termelt, ami 15,8 százalékos növekedésnek felel meg 2013-hoz képest.

2014-ben 50 vállalat (16 nagyvállalat és 34 kkv) tőzsdei bevezetését támogatta, 35 esetben elsődleges részvénykibocsátással (IPO). Az 50 új vállalat jelenléte 34,5 milliárd eurónyi többletkapitalizációt jelentett.

Az elmúlt évben összesen 104 milliárd euro értékben tudtak az itt jegyzett vállalatok forráshoz jutni, legyen az sajáttőke-emelés vagy adósságfinanszírozás.

Az Euronexten 258 nagyvállalat, 797 kkv és 248 mikrovállalat részvényeivel kereskednek, vagyis összesen több mint 1 300 társaság érhető itt el. Az Euronext kapitalizációja nagyságrendileg

⁴⁰ https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/euronext_corporate_brochure_0.pdf

⁴¹ ETF: Exchange Traded Funds: Tőzsdén kereskedett befektetési alap, melyek a befektetési politikától függően különböző részvényeket és kötvényeket tartalmaznak. Értékük a mögöttes termékek árfolyamával egyezik meg.

⁴² https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/euronext_2014_annual_review.pdf

⁴³ Az egyes kategóriák mellett fontosnak tartottuk feltüntetni azok angol elnevezését is.

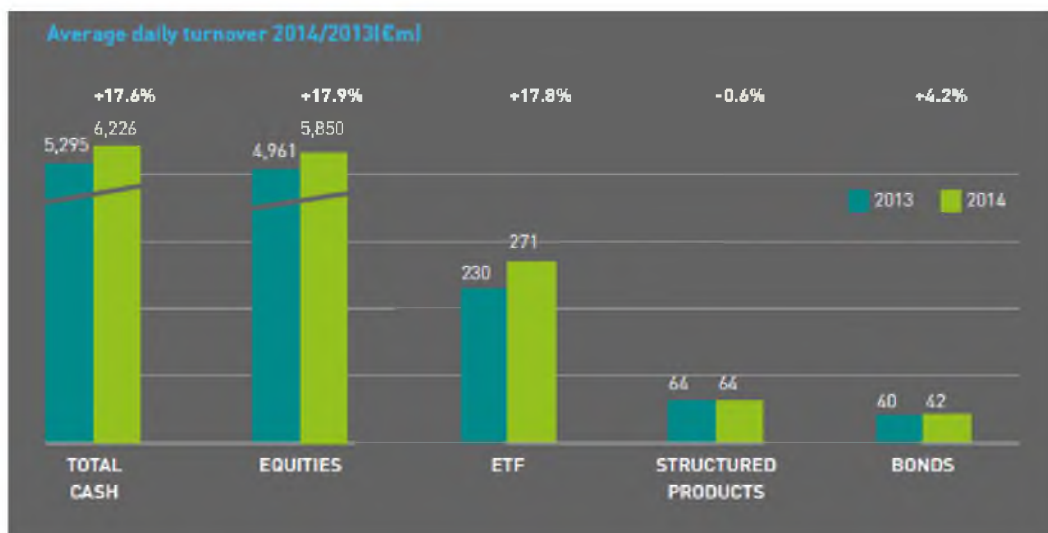


2 800 trillió euro, amivel Európában a második helyen áll. Az Euronexten 24 olyan vállalat is elérhető, amely szerepel az EURO STOXX 50 indexben.⁴⁴

3. ábra - Jegyzési bevételek

2) Részvény- és kötvényügyletek, strukturált termék és ETF (cash trading)

Az Euronext átlagos napi forgalmát bemutató 4. ábrán látható, hogy a részvény- és az ETF ügyletek generálják a legnagyobb forgalmat. A vállalat mindkét területen csaknem 18 százalékos növekedést tudott felmutatni 2013-hoz képest. Az Euronext „cash trading” szegmense az egyes országokban átlagosan 64,2 százalékos piaci részesedéssel bír. Érdekesség, hogy csaknem 4 500 különböző kötvényt lehet jegyezni az Euronexten.



4. ábra - Átlagos napi forgalom⁴⁵

⁴⁴ <http://www.iforex.hu/euro-stoxx-50>

Az Euro Stoxx 50 index az eurozóna legfontosabb nagyvállalati tőzszeindexe, amely a vezető európai bankok, olajcégek, telekommunikációs és elektronikai vállalatok, autógyártók részvényeit tartalmazza.

⁴⁵ https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/euronext_2014_annual_review.pdf

3) Származtatott termékek (derivatives trading)

A derivatívákkal történő kereskedés 46,5 millió euro bevételt hozott a vállalatnak, ami enyhe csökkenés a 2013-as évhez képest. Az áruipiaci termékek (commodities) területén viszont 25 százalékos növekedésről számolt be az éves jelentés.

4) Piaci adatok és indexek (market data and indices)

A valós idejű piaci információkból és a különböző tőzsdei indexekkel kapcsolatos szolgáltatásokból származó jövedelem is emelkedett 11 százalékkal 2013-hoz képest. Az Euronext által szolgáltatott értékpapír- és áruipiaci információk és tőzsdei indexek 138 országba jutnak el 375 közvetítőn keresztül, több mint 150 ezer monitorra.

5) Kiegészítő szolgáltatások: elszámolás, kiegyenlítés és letét (clearing, settlement and custody)

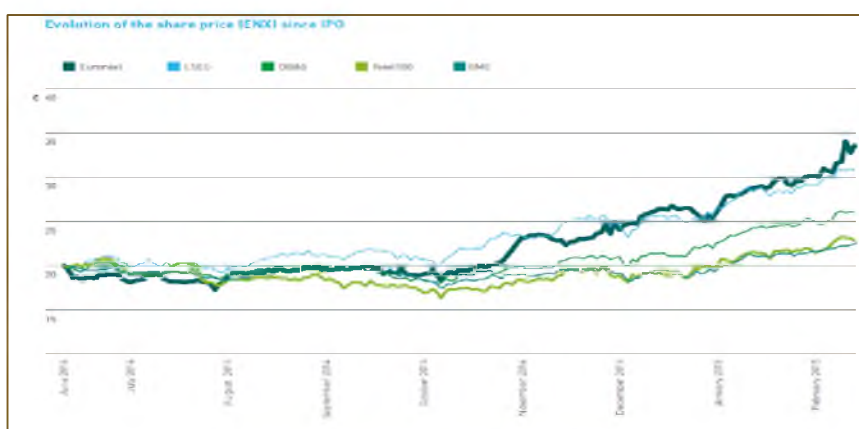
Az elszámolási, kiegyenlítési és letéti üzletág 36 millió euróval járult hozzá a 2014-es év bevételeihez, ami szintén növekedést jelent (6,5 százalékot) az előző évhez képest.

A tavalyi évben a vállalat új informatikai rendszert vezetett be, melynek segítségével egyszerűbben tudják elfogadni a különböző (az Interbolsán⁴⁶ regisztrált) értékpapírokat biztosítékként az euro-övezeti hitelműveletek során.

6) Piaci megoldások (market solutions)

Ebben az üzletágban tavaly a legnagyobb kihívást az jelentette, hogy júniustól a NYSE rendszereitől sikeresen különváljon a vállalat és önálló, még hatékonyabb kereskedési platformokat hozzon létre. Ennek értelmében több kisebb, sokkal inkább az egyes országok helyi igényeire fókuszáló platformot hoztak létre. Ezek kialakítása költséges volt, emiatt egyelőre csökkent a bevétel ebben a szegmensben (18,5 százalékkal) a 2013-as évhez képest.⁴⁷

Az 5. ábrán vastag sötétzöld színnel jelölve jól látható, mennyit emelkedett az Euronext részvényeinek árfolyama a 2014. júniusi, 20 eurós kibocsátási szintről. A sikereknek köszönhetően 2015 februárjában az árfolyam már megközelítette a 35 eurós részvényenkénti árat.



5. ábra - Az Euronext részvényeinek ára⁴⁸

⁴⁶ Az Interbolsa Kolumbia legnagyobb értékpapír-kereskedő vállalata, de számos befektetési banki szolgáltatást is nyújt.

⁴⁷ https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/euronext_2014_annual_review.pdf

⁴⁸ https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/euronext_2014_annual_review.pdf

2.2.3. Az Euronext tulajdonosi szerkezete és vezetése

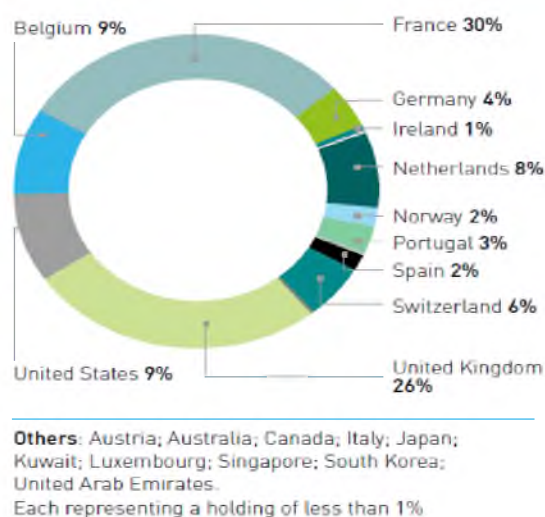
Mint ahogy a bevezetőben is megemlítésre került, az Euronext 2014 júniusa óta önálló, tőzsdén jegyzett részvénytársaság, melynek tulajdonosi szerkezetét az alábbi táblázat mutatja be:

Shareholder	No. of shares	% of o/s
Reference shareholders	23,352,000	33.36%
Employees	182,808	0.26%
Treasury Shares	27,135	0.04%
Free float	46,438,057	66.34%
Total	70,000,000	100%

3. táblázat - Az Euronext tulajdonosi szerkezete

A vállalat saját tőkéjének 33,36 százalékát birtokló stratégiai befektetők mellett az Euronext közkézhányada meglehetősen magas, 66,34 százalék. Ennek földrajzi megoszlását mutatja be a 6. ábra, melyen jól látható, hogy e részvények többségét Franciaországban és az Egyesült Királyságban értékesítették.

Freefloat geographic breakdown as of 1 March 2015



6. ábra - A közkézhányad megoszlása országok szerint

A lenti képen az igazgatótanács látható, melynek elnöke Dominique Cerutti. Az igazgatók közül az utolsó képen látható Anthony Attia vezeti az Euronext francia vállalatát.



- 01) **Dominique Cerutti** CEO és az Igazgatóság elnöke 02) **Jos Dijsselhof** - COO
 03) **Lee Hodgkinson**- globális értékesítési vezető és CEO Euronext London
 04) **Maurice van Tilburg** - CEO Euronext Amsterdam 05) **Vincent van Dessel** - CEO Euronext
 Brüsszel 06) **Luis Laginha de Sousa** – CEO Euronext Lisszabon
 07) **Anthony Attia** – CEO Euronext Paris

A vállalat igazgatótanácsának működését ellenőrző 9 tagú felügyelőbizottságot négy évre választják, 3 tagjáról a stratégiai befektetők döntenek. A lenti képeken az Euronext felügyelőbizottsága látható:



- 01) **Rijnhad van Tets** 02) **André Bergen** 03) **Dominique Aubernon** 04) **Arnoud de Pret**
 05) **Koenraad Dom** 06) **Manuel Ferreira da Silva** 07) **Jan Michiel Hessels**
 08) **Lieve Mostrey** 09) **Philippe Oddo**

2.2.4. EnterNext: A kis- és középvállalatok növekedésének támogatója

Az EnterNext az Euronext 2013-ban alapított leányvállalata, amely a kkv-szektor finanszírozását segíti Belgiumban, Franciaországban, Hollandiában és Portugáliában. 2014 decemberéig 797 kkv, valamint 248 mikrovállalat növekedését és forráselérését segítették.⁴⁹ 2014-ben összesen 9 milliárd euro értékben jutottak forráshoz a kkv-k az Euronext piacain.

⁴⁹ https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/euronext_2014_annual_review.pdf

A tavalyi évben 34 új vállalatot vezettek be a tőzsdére, vállalatonként átlagosan 24 millió euro (összesen több mint 800 millió euro) befektetést vonzva. E kis- és középvállalatok részvényei iránt igen nagy volt a befektetői érdeklődés, átlagosan 2,6-szeres túljegyzésről számolt be az Euronext.

2014-ben több mint 1 200 bilaterális találkozót tartottak a vállalkozások vezetői és az EnterNext szakértői között, valamint a pénzügyi szakemberek több mint 210 eseményen mutatták be a különböző finanszírozási és fejlődési lehetőségeket a kkv-k képviselőinek.

Az EnterNext célja, hogy növelje a bizalmat és minél jobb kapcsolatot hozzon létre a kkv-k tulajdonosai, valamint a nemzetközi befektetők között. A kkv-k tőzsdei sikerei érdekében csökkentették a részvényeiket terhelő kereskedési jutalékot. Emellett az EnterNext partneri szerződést kötött a Morningstar pénzügyi elemző céggel, amely rendszeres pénzügyi elemzésekkel támogatja az Euronext által jegyzett 220 technológiai és telekommunikációs területen működő középállalatot.

Az EnterNext számos olyan kezdeményezésben is részt vett, amelyekkel még vonzóbbá tehetik a kis- és középvállalkozásokba történő befektetést. Ennek jó példája az ún. PEA megtakarítási számla,⁵⁰ melynek segítségével a kkv-szekcióban (B és C piaci szegmensek) történt elsődleges részvénykibocsátások után befolyt összegek 22 százaléka egyéni befektetőktől érkezett. Emellett az Euronext 5,4 milliárd euro összegben értékesítette a kkv-k papírjait a másodlagos piacokon.

Az EnterNext által jegyzett kkv-k különböző szektorokban működnek, találhatunk a biotechnológiai szektorban, az ingatlaniparban vagy az internetes szolgáltatási szegmensben tevékenykedő cégeket is. Éves árbevételük jellemzően 3 és 50 millió euro között mozog.

Az EnterNext kiemelt figyelmet fordít a high-tech területén működő vállalkozásokra, melyek közül 2014-ben 26 új cég részvényeit vezették be sikeresen a tőzsdére. Ennek köszönhetően a cégek 7 milliárd euro forrást gyűjtöttek.⁵¹

2014 novemberében konferenciát is szerveztek a szektor képviselőinek, ahol 300 szakember, vállalatvezető és tulajdonos volt jelen. A bejelentett tervek szerint még tovább szeretnék növelni a tőzsdére sikeresen bevezetett high-tech vállalatok körét. Az egyik ilyen elképzelés szerint további konferenciákat, workshopokat szerveznek a már tőzsdén jegyzett 320 vállalat jobb láthatósága és megismertetése érdekében. Emellett még szorosabb együttműködést ígértek a Morningstar pénzügyi elemző céggel.

⁵⁰ <http://www.pwc.lu/en/institutional-investor-reporting/docs/pwc-institutional-investor-increase-your-attractiveness.pdf>

A PEA megtakarítási számla (plan d'épargne en actions) jelenleg az egyik legnépszerűbb befektetési ajánlat magánszemélyek részére. 2014-ben nagyságrendileg 7 millió ilyen befektetési számlát nyitottak és az ezeken elhelyezett megtakarítások összege elérte a 90 milliárd eurót. Népszerűsége nyilván abban rejlik, hogy az osztalék és a tőkenyeresség adómentes, ha a számla tulajdonosa legalább 5 évig megtartja a befektetést. Minden Franciaországban adót fizető magánszemélynek legfeljebb két PEA számlája lehet, az egyiket keresztül legfeljebb 150 000 euro értékben eszközölhet befektetéseket, a másikon legfeljebb 75 000 euróért. Az utóbbi esetben csak és kizárólag a kis- és középvállalatok értékpapírjaiba fektethet. Összesen tehát egy magánszemélynek, legfeljebb 225 000 euro értékű PEA megtakarítása lehet.

⁵¹ https://www.enternext.biz/sites/www.euronext.com/files/enternext_2014_overview_fr.pdf

2.2.5. Alternext - egyszerűsített út a befektetők felé

Az Euronext 2005 májusában megalapította az Alternext multilaterális kereskedési rendszert a szabadpiacon, amelyen jelenleg 184 vállalatot jegyeznek, a platform piaci kapitalizációja összesen 8,325 millió euro.

A rendszer - amely Párizsban, Brüsszelben és Lisszabonban érhető el - alternatív lehetőséget kínál a kkv-k számára a tőkepiaci hozzáféréshez, ugyanis ezek a vállalatok számos esetben nem tudják teljesíteni a szabályozott piacokra történő belépéshez szükséges feltételeket. Az Alternext segítségével azonban egy meglehetősen széles befektetői kör által válnak elérhetővé ezek a kkv-k, hiszen itt a jegyzés feltételei kevésbé szigorúak és innovatív működési szabályokat is alkalmaznak. Az Alternext a befektetőknek is különösen vonzó, hiszen az Euronext rendszere révén ugyanolyan védelem és transzparencia jellemzi ezt a platformot is, mint a szabályozott piacokat.

Az Alternextre történő belépés feltételei hasonlóak az egyes uniós tagállamok szabályozott piacaira történő belépéséhez, azonban a folyamat sokkal gyorsabb és egyszerűbb. Az itt jegyzett részvényeket intézményi befektetők, lakossági befektetők, sőt az adott vállalat dolgozói és családtagjai is megvásárolhatják.

A kkv-k számára három lehetőség áll rendelkezésre ahhoz, hogy cégüket az Alternexten jegyezzék és részvényeik elérhetővé váljanak:

1. **Nyilvános forgalomba hozatal** (Public Offer) – Ez a hagyományos módszer, az elsődleges, nyilvános forgalomba hozatal (IPO). Az így bevezetett vállalatok részvényeit lakossági befektetők is megvásárolhatják.
2. **Zártkörű forgalomba hozatal** (Private Placement) – Olyan vállalatok számára érhető el, amelyek az itt történő jegyzést megelőző évben már legalább 2,5 millió euro értékben bocsátottak ki részvényt. A részvényekből ebben az esetben csak intézményi befektetők és a minősített befektetők vásárolhatnak.
3. **Közvetlen forgalomba hozatal** (Direct Listing) – Olyan vállalatok számára ajánlott lehetőség, amelyek részvényeivel már kereskednek a szabályozott piacokon.

Az Alternextre történő belépés során a vállalatok mindegyike egy ún. „Listing Sponsor”-ral, vagyis egy tőzsdei bevezetést támogató szervezettel dolgozik együtt. Ez általában befektetési bank, de lehet tanácsadó cég is. A szponzor feladata, hogy jogi tanácsadóin és auditorain keresztül segítse a vállalatot a jegyzési követelményeknek való megfelelésben.⁵²

⁵² <https://www.euronext.com/listings/alternext>

3. KÖZEL-KELET

3.1. Általános bevezetés

Az arab országokban - különösen a MENA régióban - a tőzsdék gyakorlatilag a legtöbb helyen államilag szervezett keretek között működnek, állami tulajdonú vállalatok, vagy állami adminisztrációjú egységek igazgatásával.

2012-ben a WFE (World Federation of Exchanges) tőzsdék mindössze 26 %-a volt nonprofit érdekeltégű és magántulajdonú, azaz a tagok és a nagyobb részvénytulajdonosi csoportok tulajdonolták és kezelték. A MENA országok tőzsdéi általában kormányok által működtetett intézmények, egyetlen tőzsde, a palesztin kivételével, ahol a PADICO Holding a tulajdonos.

Tekintettel a nyugati világban végbement tőzsdeprivatizációkra, számos arab országban felmerült a magánosítás, vagy inkább a közös tulajdon felé való elmozdulás lehetősége, azonban egyedül a Dubai Tőzsde esetében lehetett tényleges előrelépést tapasztalni, ahol a részvények 20 %-át értékesítették magánbefektetőknek. A Katari Tőzsde ugyanakkor éppen ellenkező irányba lépett, nemrégiben teljes mértékben állami tulajdonba került. Némely tőzsde - mint pl. a libanoni vagy az egyiptomi - egyre jobban érdeklődik a privatizáció iránt, mivel a menedzsmentek rájöttek, hogy a magántulajdon nagyobb működési rugalmasságot, valamint mindenképpen nagyobb regionális és nemzetközi versenyképességet jelenthet. A tőzsdék általában vegyes profillal (értéktőzsde, árutőzsde, stb.) működnek.

A MENA régió jelenlegi tőkepiaci helyzete híven tükrözi a nemzeti pénzügyi infrastruktúrát, ahol többnyire az állami tulajdoni szerkezet a jellemző. Ennek megfelelően az arab tőzsdék pénzügyi eredménye általában nem nyilvános, különösen az állami tulajdonú tőzsdék esetében. Az olajmonarchiák tőzsdéinek állami tulajdona ugyanakkor meglehetősen magánjellelű, tekintettel kormányaik és országaik vezetésének a királyi családok kezében összpontosuló hatalmára.

A kkv-k szerepe rendkívül meghatározó a közel-keleti, többségében kis területű országokban. Támogatásukat ugyanakkor nem érzik feladatuknak a Közel-Kelet tőzsdéi, mivel ezt a szerepet - mint például Libanonban is - általában a nemzeti bankok látják el kedvezményes kamatozású hitelek biztosításával.

Az arab világban létezik egy, a kkv-k hitelfelvételéhez garanciát vállaló pénzügyi szervezet, az ún. "Kalafat rendszer". A libanoni Kalafat egy pénzügyi vállalkozás, amely segíti a kkv-kat a hitelfelvételhez szükséges hitelgaranciák beszerzésében. A Kalafat program a kkv-kat és az innovatív startupokat célozza meg a következő gazdasági ágazatokban: ipar, mezőgazdaság, turizmus, kézművesség és csúcstechnológia.

Sajnálatos módon igen kevés a közel-keleti tőzsdék üzleti adatait megjelenítő publikus információ. Az adott tőzsdék honlapjain többnyire a kereskedésekre és a tőzsdei szervezetre vonatkozó adatok találhatóak, bizonyos esetben pedig csak a tőzsdén bejegyzett vállalatokhoz tartozó információk hívhatóak le. A legfrissebbnek mondható, 2014-es OECD-s anyagban is a 2007-2011-es ötéves periódust vizsgálják. Az említett tőzsdék viszonylagos zártsága, illetve regionális mivolta, valamint a

közel-keleti politikai válság és az olajárak esése miatt azonban az elmúlt hónapokban egyre több szó esik az utóbbi időben tapasztalható negatív hatásokról.

4. táblázat – Az arab tőzsdék tulajdonosi átalakulásának helyzete⁵³

Stock Exchange	Abbreviation	Established	Ownership Structure	Changes in Ownership	Changes in Governance
Bourse D'Alger	SGBV	1993	State-owned	None	None
Bahrain Stock Exchange	BSE	1987	State-owned	None	None
Egyptian Exchange	EGX	1883	Public institution	None	Yes
Iraq Stock Exchange	ISX	2004	Mutualised	Yes	Yes
Amman Stock Exchange	ASE	1999	Mutualised	None	None
Kuwait Stock Exchange	KSE	1984	State-owned	On-going	On-going
Beirut Stock Exchange	BSE	1920	Public institution	Anticipated	Anticipated

Stock Exchange	Abbreviation	Established	Ownership Structure	Changes in Ownership	Changes in Governance
Libyan Stock Market	LSM	2007	State-owned	Yes	Yes
Bourse de Casablanca	CSE	1929	Mutualised	On-going	On-going
Muscat Securities Market	MSM	1988	State-owned	None, under discussion	None
Palestine Exchange	PEX	1995	Privately held ²	Yes	Yes
Qatar Exchange	QE	1997	State-owned ³	Yes	Yes
Saudi Stock Exchange Tadawul	SSE	1984	State-owned	Yes	None, under discussion
Damascus Securities Exchange	DSE	2009	Public institution	None	None
Bourse de Tunis	BVMT	1969	Mutualised	No	None
Dubai Financial Market	DFM	2000	State-owned ⁴	None	None
Abu Dhabi Securities Exchange	ADX	2000	State-owned	None	None
Nasdaq Dubai	ND	2005	Mixed	Yes	Yes
Borsa Istanbul	BI	1985	State-owned	No	Yes

Source: OECD Corporate Affairs Division 2013.

⁵³ Privatisation and Demutualisation of Mena Stock Exchanges OECD 2014

5. táblázat - A MENA régió részvénykibocsátási tevékenysége piaconként (2011-2012, millió USD)⁵⁴

Country	Stock Exchange	2010		2011		2012	
		Number	Value	Number	Value	Number	Value
Saudi Arabia	Tadawul	9	1,019	4	416	7	1,419
Morocco	Bourse de Casablanca	2	166	3	49	1	3
Syria	Damascus Stock Exchange	3	7	1	3	–	–
Oman	Muscat Securities Market	1	474	1	63	2	264
Tunisia	Bourse de Tunis	1	5	1	8	2	7
UAE	Abu Dhabi Securities Exchange	–	–	3	269	–	–
Egypt	Egyptian Exchange	2	376	–	–	–	–
Algeria	Bourse d'Algiers	1	20	–	–	–	–
Jordan	Amman Stock Exchange	–	–	1	3	–	–
Bahrain	Bahrain Bourse	1	389	–	–	–	–
Qatar	Doha Securities Market	1	144	–	–	–	–
Palestinian Authority	Palestine Securities Exchange	1	50	–	–	–	–

A térség geopolitikai instabilitása az elmúlt években megnehezítette a hosszú távra szóló változtatások megvalósítását, különös tekintettel a likviditás biztosításával és a tőzsdére lépéssel kapcsolatban, melyek ma is alapvető prioritások a MENA régió befektetői számára. Ugyanakkor a tartósan tűnő olajáresés negatív hatással jár az olajtermelő monarchiák tőzsdéire; mind az emirátusi, mind a szaúdi tőzsdék általános indexei romlanak.

Arab országokról lévén szó, mindenképpen meg kell említeni az iszlám pénzügyi rendszert és a saria etikai kódexét. A saria etikai normái szerinti szekciókat is működtető közel-keleti arab tőzsdék jelentős része tagja az Iszlám Pénzügyi Intézmények Számviteli és Könyvvizsgálati Szervezetének, az AAOIFInak. Az AAOIFI a saria előírásai szerint végzi a könyvelést, az auditálást és a tőzsde saria részének vezetését. Az iszlám pénzügyi rendszert halal néven is emlegetik, ami az iszlám szerint - átvitt értelemben - az etikus magatartást jelenti.

A halal szerinti etikus magatartás

Alapszabálya, hogy nem létezik kamat és annak járulékos költsége, valamint a profitot és a veszteséget is meg kell osztani. A fedezet nélküli pénzt nem tekintik fizetőeszköznek, s az idővel sem lehet kereskedni (lekötött betétek). A pénz csak a csere eszköze, nem tehető bankba és nem is kamatozhat. Ezért inkább befektetésekről beszélhetünk, ahol társtulajdonosokká válnak a felek, s a szerződésben rögzített arányban részesednek a haszonból vagy a veszteségből. A spekuláció, a kockáztatás tilos, nincs előre meghatározott, garantált profit. Csak az iszlám által nem tiltott befektetés támogatott.

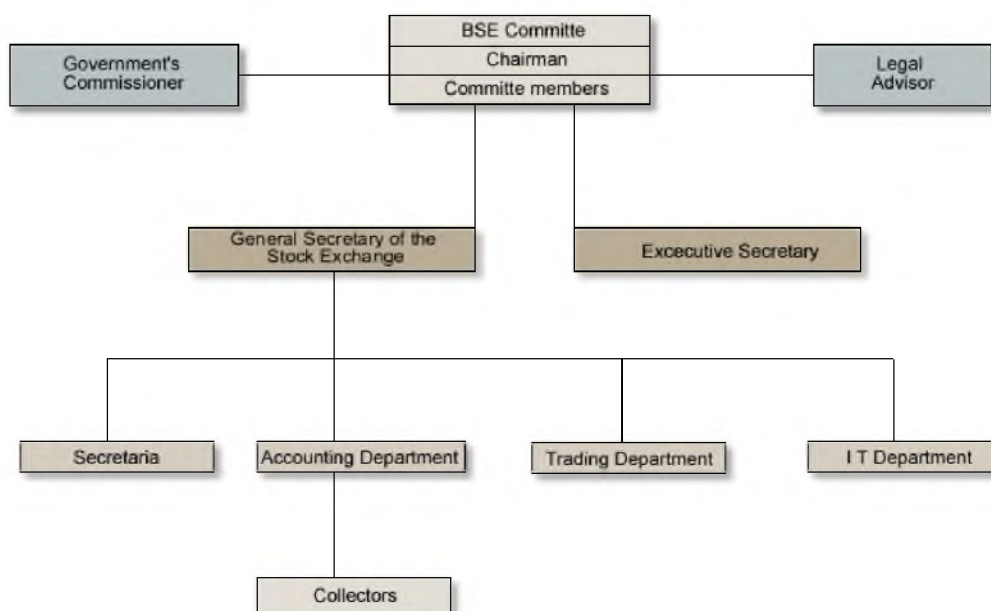
⁵⁴ Privatisation and Demutualisation of MENA Stock Exchanges OECD 2014

3.2. LIBANON - BEIRUT STOCK EXCHANGE (BSE)⁵⁵

A francia mandátum alatt 1920-ban alapított Beirut Stock Exchange a régió második legrégebbi tőzsdéje. A BSE már az ország nagyságából adódóan sem tartozik a nagyobb intézmények közé, bár a régió belüli jó hírnévnek örvend. A bejrúti tőzsde nyilvános intézmény, amely a törvény által meghatározott szabályzat szerint működik, egy négy évre kinevezett Bizottság vezetésével, amely az elnökön és az alelnökön kívül még nyolc főből áll. A tagokat a Minisztertanács jelöli ki a pénzügyminiszter előterjesztése alapján. Profilja szerint vegyes tőzsde, értékpapírokkal, kötvényekkel, nyersanyagokkal, nemesfémekkel (ideértve a drágaköveket is) és devizákkal kereskednek. A tőkepiaci szabályozás törvényi kidolgozása keretében 2012-ben előirányozták az egy éven belüli magánosítást, de azóta nem történt érdemi lépés ez irányban.

A Bizottság összetétele:

- a szakértők közül választott elnök;
- a Pénzügyminisztériumot képviselő alelnök;
- két, a Libanonban működő bankokat képviselő tag, akiket a Libanoni Bankszövetség delegálhat kiválasztott személyből;
- két, a brókereket képviselő tag, akiket a Bejrúti Tőzsde Brókerszövetsége javasolhat kiválasztott személyből;
- két, a libanoni tőzsdecégeket képviselő tag, akik szerepelnek a tőzsdenyilvántartásban.



7. ábra - A BSE szervezeti felépítése

⁵⁵ <http://www.bse.com.lb/>

6. táblázat - A BSE további jellemzői

A BSE felügyeleti szerve		A libanoni nemzeti bank (Banque du Liban)
BSE tagság		Az összes libanoni tőzsdére bejegyzett cég, beleértve az 500 ezer libanoni font feletti tőkével rendelkező, regisztrált holdingokat és offshore cégeket.
Brókerek		A BSE által engedélyezett brókercégek (15 cég).
Kibocsátók		Akiknek bármilyen részvényük vagy más értékpapírjuk forog a tőzsdén. Ezeket a cégeket "bejegyzett cégeknek" nevezzük (10 cég), melyek többnyire pénzügyi intézmények.
BSE piacok	Üzleti piac	A több mint 3 éve létező, legalább 3 millió USD tőkével, a jegyzett tőke minimum 25 %-ának értékesítésével és legalább 50 részvényes jegyzésével rendelkező cégek részére.
	Junior piac	Az új alapítású, legalább 1 millió USD tőkével, a jegyzett tőke minimum 25 %-ának értékesítésével és legalább 50 részvényes jegyzésével rendelkező cégek részére.
	Tőzsdén kívüli piac	A legalább 100 000 USD tőkével rendelkező libanoni cégek részére, amelyek részvényeit nem jegyzik a tőzsdén.
Működése		Két lépésben történik: először egy „Security Account” számlát kell nyitni egy bejegyzett brókernél a teljes összegről (befektetési összeg + bróker díja) a bróker javára szóló csekkel, majd a kívánt tranzakcióra vonatkozó megbízás kiadható a bróker részére.

3.3. EGYESÜLT ARAB EMIRÁTUSOK

3.3.1. Dubai Financial Market (DFM)⁵⁶

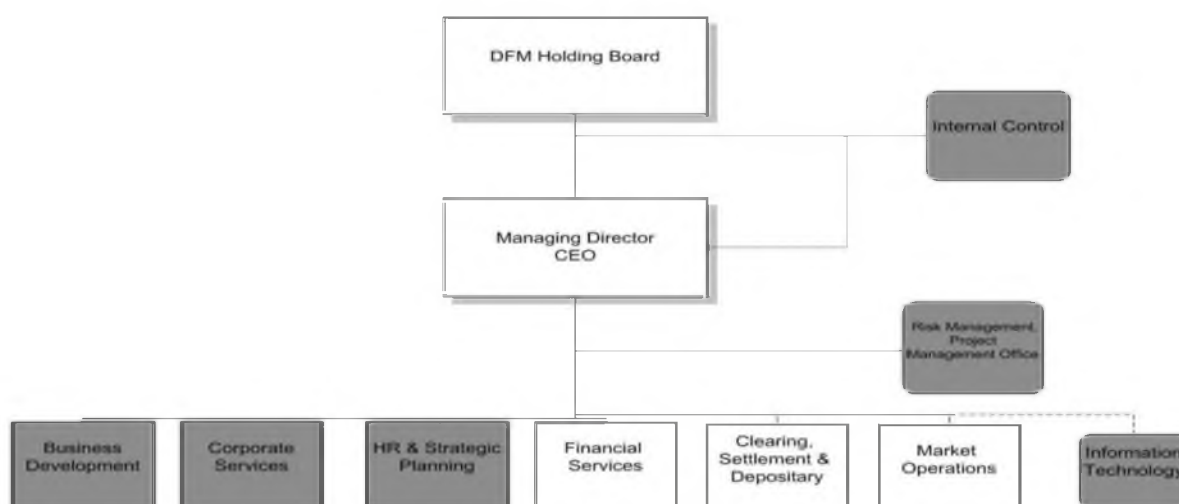
A DFM 2000 óta másodlagos piacként működik a részvénytársaságok által kibocsátott értékpapírok, valamint a szövetségi kormányok, a helyi állami szervek és közintézmények kötvényeinek kereskedelmére, valamint a piac által elfogadott helyi és külföldi pénzügyi intézmények és befektetési alapok papírjainak adás-vételére. A DFM közintézményként működik, saját vezető testülettel. 2005-ben állami részvénytársasággá alakították 8 milliárd AED⁵⁷ tőkével, amely 8 milliárd darab részvényt jelentett. A DFM volt a Közel-Kelet első nyilvános kibocsátású részvényértékesítője és egyben a régió kormányzati intézményi részvényeinek elsődleges piaca. 2014-ben 67 cég szerepelt a DFM listáján. Többségük helyi vállalat, néhány MENA országbeli céggel kiegészülve (Kuvait, Bahrein, Omán és Szudán). A DFM profitabilitása nagymértékben romlott 2007 és 2011 között. A 2007-es 1 439,6 millió AED nyereséget követően 2011-ben már 6,45 millió AED rekord összegű veszteséget produkált. Az utóbbi két hónap eredményeit tekintve pedig már a Közel-Kelet meggyengült tőzsdéinek rangsorát vezeti a többi emirátusi tőzsdével egyetemben.

⁵⁶ <http://www.dfm.ae>

⁵⁷ Emirátusi Dirham

7. táblázat - A DFM további jellemzői

A DFM vezető testülete	A vezérigazgatóból és hat vezérigazgató-helyettesből áll.
Kötvény és részvénytőzsi	82 cég szerepel.
Működése	Elektronikus és hagyományos kereskedelem, a BSE-hez hasonló rendszerben.
Felügyeleti szerve	Pénzügyminisztérium.



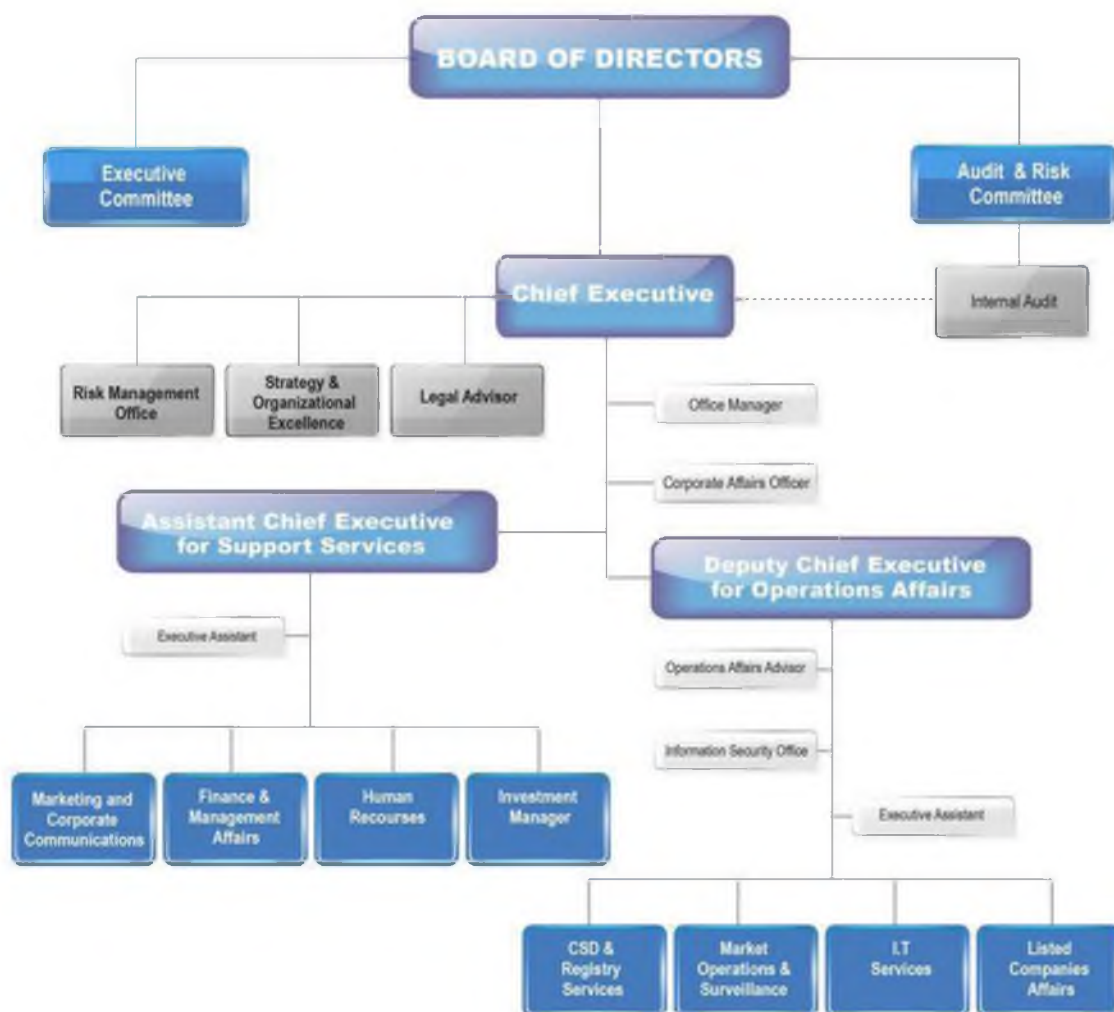
8. ábra - A DFM szervezeti felépítése

3.3.2. Abu Dhabi Securities Exchange (ADX)⁵⁸

A helyi cégek részvényeivel való kereskedelem céljából 2000-ben megalapított ADX-nek az a célkitűzése, hogy a régió vezető tőzsdéjévé váljon. A 2014-es adatok alapján 67 cég található a tőzsdebejegyzésében. Piaci tőkeértéke 135 milliárd USD, míg volumene 149 milliárd USD⁵⁹. Az igazgatótanács hét főből áll, három évre szóló mandátummal. A tőzsdén 20 hivatalos bróker tevékenykedik.

⁵⁸ <http://www.adx.ae/English/Pages/default.aspx>

⁵⁹ ⁵⁹ https://en.wikipedia.org/wiki/Abu_Dhabi_Securities_Exchange



9. ábra – Az ADX szervezeti felépítése

3.3.3. NASDAQ Dubai⁶⁰

A 2005-ben alapított Nasdaq Dubai - amely alapvetően minden típusú, de jellemzően nemzetközi tőzsdéügyletekkel foglalkozik -, a nemzetközileg elismert Nasdaq márkanév alatt egyesíti a Közel-Keletet és a régió kívüli, európai, USA-beli és ázsiai befektetőket. Régiójába tartozik a szélesebb értelemben vett Közel-Kelet és Észak-Afrika is, valamint Törökország és az indiai szubkontinens. Ideális minden vállalat típus számára, a kis családi vállalkozásoktól egészen a nagy konglomerátumokig. Fő részvényese a kétharmad részt tulajdonló DFM.

A Nasdaq Dubai, a másik két tőzsdével ellentétben, teljes mértékben a nemzetközi előírások szerint működik, kizárólag elektronikus úton való kereskedéssel. A Dubai Nemzetközi Pénzügyi Központban és szabad pénzügyi zónában folyik a kereskedés, amely egy, az angol jog által szabályozott független kereskedelmi rendszer. A Tőzsdét a Dubai Pénzügyi Felügyelet (Dubai Financial Services Authority, DFSA) felügyeli.

A Nasdaq Dubai-on található a DP World, amely a Közel-Kelet legnagyobb részvénykibocsátója és egyben legértékesebb vállalata is (4,96 milliárd USD).

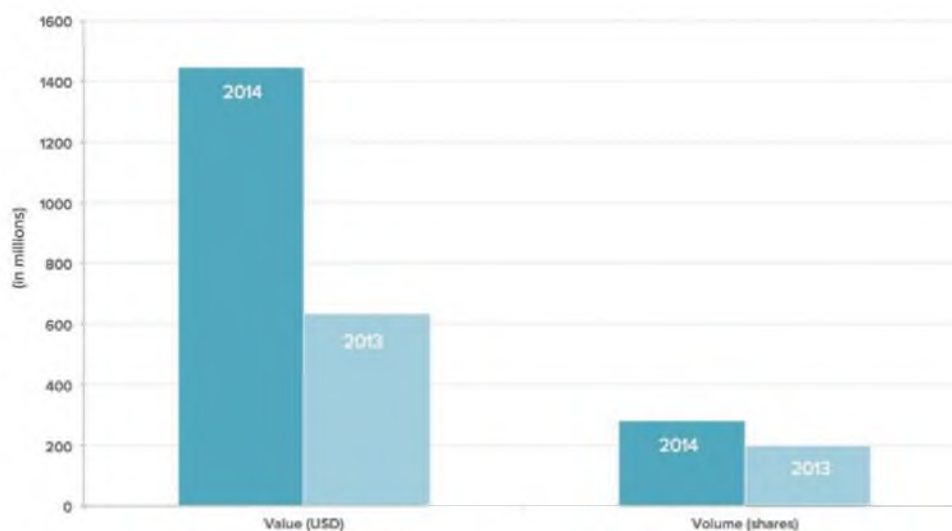
⁶⁰ <http://www.nasdaqdubai.com>

A minimális, 10 millió dolláros piaci tőkerészesedés kedvező lehetőséget jelent a gyorsan terjeszkedő vállalkozások részére is.

A tőzsde vezetése egy hétfős igazgatótanácsból és egy ötfős, nemzetközileg is elismert managementből áll.

8. táblázat - A Nasdaq Dubai teljesítménye, 2013-2014

	Érték (USD)	Részvény volumen	Tranzakciók száma
2014	1,447 milliárd	280 millió	24 698
2013	633 millió	199 millió	11 910



3.4. TÖRÖKORSZÁG – BORSA ISTANBUL⁶¹

A török tőzsde története a XIX. századig nyúlik vissza, amikor az Ottomán Birodalomban 1866-ban létrehozták ezt a koncentrált piaci formát. A gazdasági fejlődés során, a tőkepiaci igények növekedésével 1986-ban létrejött az Istanbul Stock Exchange, amely 2012-ben átalakult és BORSA ISTANBUL név alatt egyesítette és egy központi intézménybe szervezte a török tőzsdei tevékenységet. Amíg Törökország 1,5 %-kal részesedik a globális GDP-termelésből, addig a globális tőkepiaci hozzájárulása alig 0,5 %-os. Ezért szükségessé vált a tőzsde átalakítása, így 2013-tól már részvénytársasági formában működik. Legfőbb célkitűzése, hogy Törökország lehetőségeinek megfelelően egy nemzetközi pénzügyi központot hozzon létre. Mára már több mint 320 cég papírjait jegyzik, legfontosabb indexei a BIST 30, a BIST 50 és a BIST 100.

A Borsa Istanbul egy tíztagú igazgatótanács és egy nyolctagú operatív vezetői testület irányításával működik, a nemzetközi normáknak megfelelően, a török Tőkepiaci Tanács (CMB) fennhatósága alatt.

⁶¹ <http://www.borsaistanbul.com/en/home-page>

A Borsa Istanbul nemzetközi szinten is képviselteti magát, részvényese a Kirgiz Tőzsdének (24,51 %), a Montenegrói Tőzsdének (24,39 %), a Bakui Tőzsdének (4,76 %) és a Szarajevói Tőzsdének (16,54 %) is.

9. táblázat – Összehasonlításképpen: a török és két emirátusi tőzsde tőkepiaci kapitalizációjának, részvényforgalmának és a bejegyzett cégek számának alakulása 2015 szeptemberében

Hazai piaci tőkekapitalizáció	ezer USD	12 havi változás
Abu Dhabi Securities Exchange	115 610,10	-8,9%
Dubai Financial Market	94 050,80	3,4%
Borsa Istanbul	149 166,00	-23,8%

Bejegyzett cégek száma	Összes	Hazai	Külföldi	Éves változás
Abu Dhabi Securities Exchange	68	65	3	4,6 %
Dubai Financial Market	59	59	0	5,4 %
Borsa Istanbul	227	226	1	0,9 %

Részvényforgalom értéke	millió USD	12 havi változás
Abu Dhabi Securities Exchange	12 137,90	-64,1%
Dubai Financial Market	36 018,40	-58,1%
Borsa Istanbul	280 299,80	-1,1%

World Federation of Exchanges members

Források:

<http://www.oecd.org/corporate/PrivatisationDemutualisationMENASStockExchanges.pdf>

https://en.wikipedia.org/wiki/Dubai_Financial_Market

https://en.wikipedia.org/wiki/Abu_Dhabi_Securities_Exchange

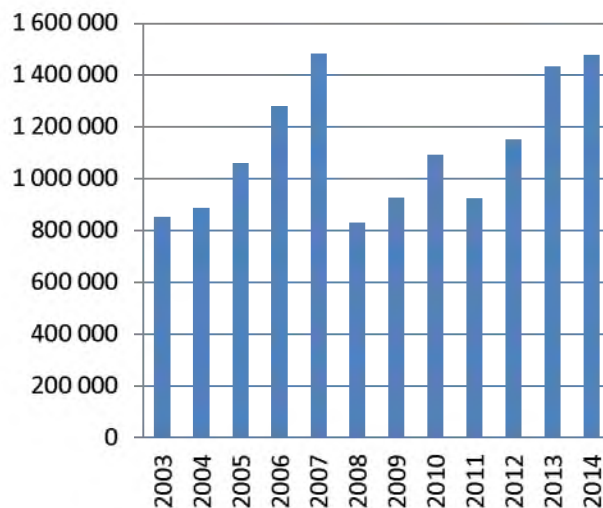
https://en.wikipedia.org/wiki/NASDAQ_Dubai

https://en.wikipedia.org/wiki/Borsa_Istanbul

4. NÉMETORSZÁG

4.1. A tőkepiac általános áttekintése

A német pénzügyi közvetítőrendszer hagyományosan banki alapú, ugyanakkor a részvénytőkepiac jelentősége is nőtt az utóbbi években. 2015 szeptemberében a bankrendszer egyesített mérlege (a Deutsche Bundesbank nélkül) 7 829,3 milliárd euro volt⁶², a német bankrendszer által nem banki szereplőknek juttatott hitelek kumulált nagysága összesített mérlegben 3 728,4 milliárd eurót tett ki, a részvénytőkepiac kapitalizációja pedig a Bundesbank számításai alapján 1 544,3 milliárd euróra rúgott⁶³. A piaci kapitalizáció alakulását az alábbi ábra szemlélteti.



10. ábra - A részvénytőkepiaci kapitalizáció nagyságának változása, millió EUR⁶⁴

A legnagyobb jelentőségű tőzsde Németországban a frankfurti, itt bonyolítják a részvényforgalom 97 %-át⁶⁵. A többi öt tőzsde elsősorban történelmi és földrajzi hagyományok miatt működik még ma is, az elektronikus kereskedés idején. Ezek regionális jelentőségűek, illetve a tőzsdei ügyletek egy-egy meghatározott területére specializálódtak:

- Börse Stuttgart
- Börse Hamburg und Hannover
- Berliner Börse
- Börse Düsseldorf
- Börse München

⁶²https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Banken_Und_Andere_Finanzielle_Institute/Banken/Tabellen_Statistischer_Teil_Monatsbericht/i02021.pdf?_blob=publicationFile

⁶³https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Geld_Und_Kapitalmaerkte/Wertpapieremissionen/S140TTB0522PDF.pdf?_blob=publicationFile

⁶⁴ Adatok forrása:

https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Geld_Und_Kapitalmaerkte/Wertpapieremissionen/S140TTB0522PDF.pdf?_blob=publicationFile

⁶⁵ <http://www.boerse-frankfurt.de/de/handelsqualitaeten#&reiter=standardsfueranleger>

Emellett a legfiatalabb tőzsde a Tradegate, amely 2010 óta működő, berlini székhelyű elektronikus börze. A német tőzsdék működésének áttekintése előtt, érdemes röviden kitérni arra, hogy a vállalatok, illetve azokon belül is a kkv-k hogyan részesülnek a tőkepiaci finanszírozásból Németországban.

4.2. Kis- és középvállalkozások a német tőkepiacon

A válság és annak következményei jelentősen befolyásolták a banki hitelezési kapacitást Európában. A banki kintlévőségek leépítése, valamint a szigorúbb tőkemegfelelési és likviditási szabályok korlátozták a hitelkínálatot, ami új finanszírozási módszerek irányába terelte a német nagyvállalatokat és a kkv-szektor is. Összességében elmondható, hogy a vállalati hitelezés nagysága 2009 és 2013 között (2011 kivételével) minden évben csökkent Németországban.

A nagyvállalatok és a kkv-k számára is vagy a részvénykibocsátás, vagy a hitelezés alternatívájaként a kötvény kibocsátás lehetősége kínálkozott, ez utóbbiakat szintén a tőzsdéken értékesíthették. A kkv-k számára a frankfurti tőzsdére lépés lehetőségét – más európai gyakorlathoz hasonlóan – külön piaci szegmens teszi lehetővé, mivel itt a tőzsdei jegyzés folyamata egyszerűbb. Fontos, hogy nemcsak kkv-k léphetnek a tőzsdére ebben a szegmensben, ugyanakkor a kkv-k lehetőségeihez igazított feltételek miatt javarészt számukra előnyös ez az opció. Az entry standard szegmensben ugyanakkor a válság óta mindössze 10 német cég tőzsdei bevezetése történt meg. Mint ahogy azt az 13. ábra is szemlélteti, nem csak a kkv-k tartózkodtak a tőzsdei bevezetéstől az utóbbi időben..

2008-ban a nem pénzügyi szektorban működő vállalatok kötvénykibocsátása 83 milliárd eurós rekordot ért el, s a német gyakorlathoz képest az ezt követő két évben is magas szinten maradt (49 milliárd és 24 milliárd euro). Az utóbbi években ugyanakkor újra jelentősen visszaesett a kötvénykibocsátási folyamat, ami részben a hitelezési feltételek javulásának, részben pedig a beruházási volumen visszaesésének volt tulajdonítható.⁶⁶

A kkv-k kötvénykibocsátásának segítésére 2010-ben új piaci szegmens jött létre Németország-szerte, ugyanakkor az első 5 év tapasztalatai meglehetősen visszasak. A befektetői bizalom jelentősen megrendült a kkv-k által kibocsátott kötvények iránt, mivel az elmúlt öt évben a 149 kötvénykibocsátóból (amelyek összesen 194 féle kötvényt dobtak piacra) eddig 30 csődöt jelentett. Ez rendkívül magasnak számító, 17 %-os bedőlési arányt jelent, ami jóval nagyobb, mint az egyébként hasonlóan magas (5-7 %) hozammal kecsegtető, egyéb kockázatos piaci szegmenseknél megszokott. Az előrejelzések szerint ez a tendencia a magas refinanszírozási arány miatt 2018-ig tovább folytatódhat, hiszen a lejáró kötvények helyett az újak kibocsátása nehezebb lesz. A csődök csaknem fele mögött a megújulóenergia-szektor pangása, egyes esetekben viszont csalás állt. Ugyanakkor azt is fontos megemlíteni, hogy egyes kibocsátók hitelképessége már a kibocsátás idején is rossz volt, azonban a hitelminősítők felülértékelték a kibocsátott kötvényeiket.⁶⁷ Az is megfigyelhető tendencia volt, hogy jellemzően azon vállalkozások döntöttek a kötvénykibocsátás

⁶⁶ <http://www.sparkassen-finanzgruppe-ht.de/finanzgruppe/welt-der-finanzen/finanzinformationen/diagnose-mittelstand.php>

⁶⁷ <https://scoperatings.com/scoperatings/research/details?ID=149709&IC=EN>

mellett, amelyeknek a hitelkérelmét a bankok korábban már elutasították⁶⁸. A befektetők védelme sem volt olyan mértékű, mint ahogy az az „érettebb” piacok esetében tapasztalható (például biztosítékok beépítése stb. révén).

Ennek eredményeképpen a kkv-kötvények piacán jelentősen visszaesett a kibocsátások száma, 2015 első negyedévére 39 %-kal zuhant. A kibocsátói érdeklődés ugyan továbbra is fennáll, viszont a frankfurti tőzsde több kibocsátást is visszautasított a nem megfelelő hitelképesség miatt. A stuttgarti börze igazgatója 2014 végén már egyenesen a kkv-kötvények piacának „haláláról” beszélt, mivel a banki hitelezés feléledt és az alacsony kamatok időszakában olcsón lehetett hitelhez jutni.⁶⁹

4.3. A Börse Frankfurt

A frankfurti értéktőzsdét az 1993-ban létrehozott Deutsche Börse AG üzemelteti. A vállalat időközben bővítette tevékenységét⁷⁰ és leányvállalatain keresztül az értékpapír-üzletág egyik nemzetközi szolgáltatójává vált. Tevékenységével lefedi a tőzsdei kereskedés egész folyamatát. A csoport felépítése az 1. mellékletben látható.

A tőzsde rövid története

A frankfurti tőzsde története a 11. századra nyúlik vissza, amikor az első kereskedők által szervezett őszi, majd tavaszi vásárok hatására a város bekerült a nemzetközi kereskedelmi vérkeringésbe. Az ezt követő fejlődés egyik fontos időszaka a 17. század, amikor is a francia tőzsdééhez hasonló kereskedelmet kezdtek folytatni, az akkor már Frankfurter Börsének hívott piacon. A legrégebbi hivatalos feljegyzések szerint az első értékpapírok 1721-ben jelentek meg a tőzsdén, összesen 16 darab forgott akkoriban.⁷¹ Az elkövetkezendő időszak alatt a frankfurti tőzsde Németország és a világ egyik vezető tőzsdéjévé nőtte ki magát, fejlődését az I. és a II. világháború időszaka ugyanakkor lassította. A II. világháború után, 1949-től napjainkig ismét a fejlődés jellemzi.

A vállalatcsoport 2014-ben 2 milliárd eurós nyereséget ért el⁷². Az elérhető információk alapján a csoport részvényeinek 94 %-a intézményi befektetők kezében van, a földrajzi megoszlást tekintve a részvények 15 %-a német, 20 %-a brit, 37 %-a pedig amerikai tulajdonú.

A frankfurti tőzsdén a kereskedés túlnyomó része a Xetra elektronikus rendszerben történik, a parketten bonyolított ügyletek is ezen a rendszeren keresztül zajlanak. Összességében a német tőzsdei forgalom 90 %-a bonyolódik a Xetra rendszeren keresztül⁷³, a tranzakciók egyötödét pedig magánbefektetők kezdeményezik a platformon keresztül.

⁶⁸ <http://www.sparkassen-finanzgruppe-ht.de/finanzgruppe/welt-der-finanzen/finanzinformationen/diagnose-mittelstand.php>

⁶⁹ <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/boersen-steigen-aus-handel-mit-mittelstandsanleihen-aus-13314141.html>

⁷⁰ <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/history/20th+century>

⁷¹ <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/history/11th+to+17th+century>

⁷² <http://reports2.equitystory.com/reports/deutscheboerse/annual/2014/gb/German/9020/wichtige-kennzahlen-der-gruppe-deutsche-boerse.html>

⁷³ <http://www.boerse-frankfurt.de/en/basics+overview/marketplaces/the+electronic+trading+platform>

A Xetra⁷⁴ a világ egyik leggyorsabb és leghatékonyabb elektronikus kereskedési rendszerének számít. 1997-ben fejlesztették ki és először a frankfurti tőzsdén helyezték üzembe. A Xetrát az Accenture és a Deutsche Börse System, a DBAG technológiai divíziója fejlesztette ki közösen az Eurex, a világ egyik vezető derivatív tőzsdéje által használt rendszer alapján. Az azóta eltelt több mint tizenöt év során a rendszert a piaci igényeknek megfelelően folyamatosan fejlesztették. A német Xetra rendszert Európa számos tőzsdéjén használják – Frankfurt mellett pl. Dublinban, Bécsben, Prágában, Ljubljanában, Szófiában és Budapesten is. A Xetra-közösség tőzsdéihez 18 országból, mintegy 250 bróker cég és bank 4 500 üzletkötője kapcsolódik. Ezek mindegyike egyetlen kapcsolódási ponton keresztül elérheti valamennyi, a Xetra kereskedési rendszerrel üzemelő piac több mint 11 ezer részvényét, 900 ETF-jét és 800 000 strukturált termékét.

A Xetra igazi különlegességét más, több tőzsde által használt kereskedési rendszerrel szemben az adja, hogy az egyes tőzsdék nem szigetként üzemeltetik a Xetrát, hanem egy hálózatot alkotva. Frankfurtban történik valamennyi tőzsde kereskedési rendszerének üzemeltetése.

4.3.1. Piaci szegmensek

Csakúgy, mint az EU más tagállamaiban, a tőkepiachoz itt is alapvetően két típusú piacon lehet hozzáférni, egyrészt az EU-jogszabályokkal összhangban működő szabályozott piacon, másrészt a frankfurti értéktőzsde által szabályozott szabadpiacon.

A szabályozott piacon törvény (Wertpapierhandelsgesetz) szabályozza a belépési feltételeket⁷⁵, a vállalatok bevezetést követő további kötelezettségeit és a kereskedés szervezését is⁷⁶. A vállalatnak legalább három éve működni kell, vázolni kell a piacon kibocsátandó részvények előzetesen várható árfolyamát vagy – amennyiben erre a becslésre nincs lehetőség – saját tőkéjének legalább 1,25 millió eurónak kell lennie, illetve a közkézhányad aránya minimum 25 % kell, hogy legyen. A kibocsátó vállalatnak a frankfurti értéktőzsdénél kell kérelmeznie a részvénykibocsátás engedélyezését. A szabályozott piacon belül a vállalatok választhatnak a „prime standard” és a „general standard” átláthatósági szintek közül.

A szabadpiacon belül lényegesen kevesebb előzetes feltételnek kell eleget tenniük a részvénykibocsátóknak és sokkal egyszerűbbek az utólagos kötelezettségeik is. A szabadpiacon például létezik az ún. „entry standard” átláthatósági szint is. Ez a szegmens lehetővé teszi a fiatal kis- és középvállalkozásoknak, hogy olcsón és egyszerűen hozzáférjenek a tőkepiachoz. A szabadpiacon történő kibocsátás előtt pontos információkkal kell szolgálni a kereskedésbe bevezetendő értékpapírról, valamint arról is, hogy a bevezetendő részvényekkel más külföldi szabályozott piacokon kereskednek-e. Ellenkező esetben a kibocsátónak további írásos információkat kell adnia a papírokról. A bevezetést írásban kell kérvényezni, annak elbírálásáról a Deutsche Börse AG dönt.

⁷⁴ <https://bet.hu/xetra/miaxetraeskikhasznaljak.html>

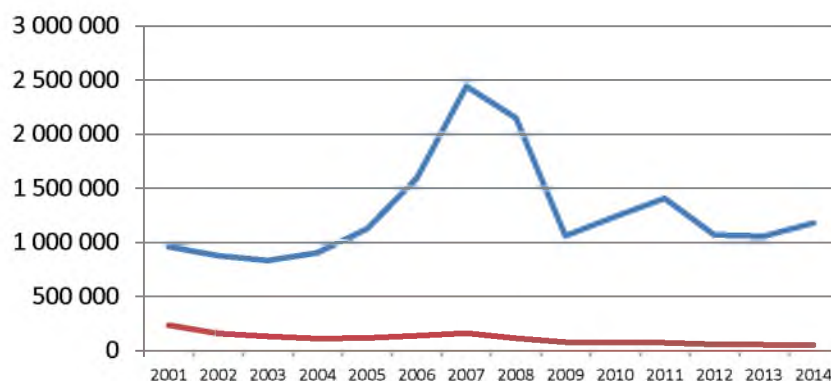
⁷⁵ A részletes belépési feltételek és kötelezettségek az alábbi linken érhetők el: <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/1359680/84f8fdeee6f033c7ddb9508a32bf612/data/Overview--Segment-shares.pdf>

⁷⁶ <http://www.boerse-frankfurt.de/de/boersenlexikon/r/regulierter+markt+979>

A külföldi papírokkal történő kereskedelemre külön piaci szegmenst hoztak létre Xetra Stars néven. A közép- és kelet-európai részvényekkel történő kereskedelemre a szabadpiacon belül korábban a Newex kereskedési szegmensben volt lehetőség, ez azonban már megszűnt.

4.3.2. Forgalmi adatok

A 2001-től 2014-ig terjedő időszak forgalmi adatait a 11. ábra mutatja. A parketten történő kereskedelem jelentősége folyamatosan csökken, a Xetra rendszeren keresztül bonyolított ügyletek összértéke stabilan 1 000 milliárd euro fölött van. A frankfurti tőzsde világszinten is jelentős, a 2015. januári adatok szerint piaci kapitalizációja alapján a 10., az európai tőzsdék között pedig a 3. helyen áll.



11. ábra - A frankfurti tőzsde forgalmának alakulása (millió euro)⁷⁷

2015 szeptemberében a Xetra és a frankfurti parkett forgalma összesen 137 milliárd euro volt, amelynek majdnem 90 %-át a részvények adták. Emellett a tőzsdén kereskedett, de nem szokványos értéktőzsdei eszközök (ETF-ek, ETC-k és ETN-ek) forgalma 13 milliárd eurót, a kötvények forgalma 482 milliárd eurót, az alapok 89,5 milliárd eurót, a strukturált és egyéb termékek forgalma pedig 1 246 milliárd eurót tett ki⁷⁸.

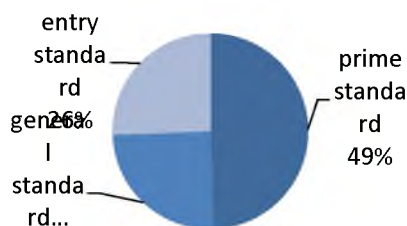
4.3.3. Részvénytőzsdék

A tőzsdén 2015. augusztus végén 649 vállalat részvényeivel lehetett kereskedni, a vállalatok csaknem fele a „prime standard” piaci szegmensben volt elérhető.⁷⁹ (12. ábra)

⁷⁷ Adatok forrása: Deutsche Börse AG - http://www.boerse-frankfurt.de/en/statistics/cash+market/details?ansicht_id=4-6

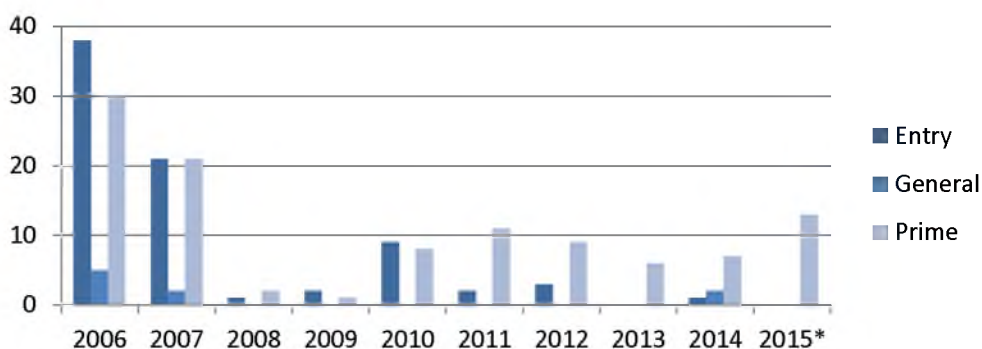
⁷⁸ http://www.boerse-frankfurt.de/en/statistics/cash+market/details?ansicht_id=4-6

⁷⁹ Forrás: Deutsche Börse AG



12. ábra - A vállalatok aránya az egyes piaci szegmensekben

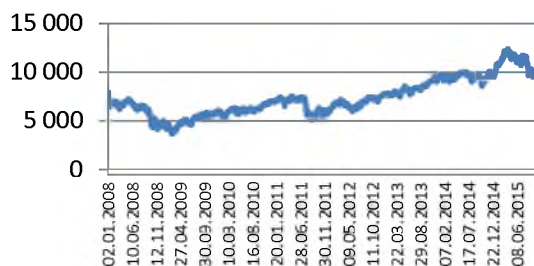
Az új tőzsdei bevezetések (IPO) száma a válságot követő időszakban jelentősen csökkent. A 13. ábra a 2006-tól 2015 novemberéig terjedő időszakban mutatja az új részvénykibocsátások számát.



13. ábra - Az új részvénykibocsátások száma a frankfurti tőzsdén⁸⁰

Tőzsdeindexek

A Deutsche Börse több mint 3000 fajta indexet fejleszt, számol és tesz elérhetővé a DAX, DAXplus és DAXglobal indexcsoportok ernyője alatt, melyek közül az utóbbi kettő nemzetközi szintű indexcsalád. Ezek közül a legismertebb index egyértelműen a DAX⁸¹, amely piaci érték és tőzsdei forgalom alapján a 30 legnagyobb német vállalat tőzsdei teljesítményét méri. A 30 vállalat a német tőzsdei kapitalizáció 80 %-át adja. Ezen kívül az indexet gyakran használják származtatott értékpapírok és strukturált termékek árának meghatározásához. Hogy miként alakult a DAX a 2008 óta eltelt időszakban, azt a 14. ábra szemlélteti. 2015 első felében rendkívül jó teljesítményt nyújtott a frankfurti tőzsde. Az év eleji 9000 pontos szintről tavasz végére 12000 pontos szintre kúszott.



14. ábra - A DAX alakulása 2008. január 1-je óta⁸²

⁸⁰ <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/instrumente-statistiken/statistiken/primaermarktstatistiken>

⁸¹ http://www.dax-indices.com/EN/MediaLibrary/Document/120611_DeutscheBoerse_E_WEB.pdf

⁸² <http://www.finanzen.net/index/DAX/Historisch>

Az indexen belül a vegyipari (22,9 %), az autóipari (19,25 %) és a biztosítási szektor (9,9 %) a legjelentősebb, a vállalatok közül a legnagyobb súllyal a Bayer (9,9 %), a Daimler (9,3 %), a BASF SE (8,2%), a Siemens (8,0 %) és az Allianz SE (7,2 %) vannak jelen.

A DAX-on kívül fontos blue chip indexek még az MDAX, az SDAX és a TECDAX, melyek jellemzőit az alábbi táblázat foglalja össze. Ezekon kívül fontos még megemlíteni a speciális, a szektorális és a befektetési stratégiai indexeket is⁸³. Az indexek közül kiemeltük azokat, amelyek legfőképpen a tőzsdén jegyzett kkv-k teljesítményét mérik.

10. táblázat - A DAX-on kívüli fontosabb indexek

Blue chip indexek	
MDAX	A prime standard szegmensben közvetlenül a DAX-on jegyzett 30 vállalat alatt rangsorolt 50 cég tőzsdei teljesítménye.
ESDAX	A prime standard szegmensben közvetlenül az MDAX alatt rangsorolt 50 vállalat tőzsdei teljesítménye.
TECDAX	A prime standard szegmensben közvetlenül a DAX-on jegyzett vállalatok alatt rangsorolt 30 technológiai cég átváltozásait mutatja. Az indexet a vállalatok piaci értéke és a részvények forgalma alapján alakítják ki, de egyik vállalatnak sem lehet 10 %-nál nagyobb súlya az indexben.
Speciális indexek	
ÖKODAX	A 10 legnagyobb, a megújuló energetikai szektorokban (nap-, szél-, víz- és bioenergia) tevékenykedő német vállalat tőzsdei teljesítményét méri.
Entry standard	Az entry standard szegmensben kereskedett végek közül a 30 legnagyobb cég tőzsdei forgalom alapján. Az index fiatal vállalkozások és kkv-k teljesítményét mutatja.
General standard	A general standard szegmensben listázott, 200 leginkább likvid cég teljesítménye.
GEX – German Entrepreneurial Index	Azoknak a prime standard szegmensben listázott cégeknek a teljesítményét méri, amelyek 25-től 75 %-ig a menedzsmentnek és a felügyelő bizottságnak a tulajdonában vannak, illetve a tőzsdei bevezetés óta legfeljebb 10 év telt el.
Stratégiai indexek	
DIVDAX & DIVMSDAX	A DAX, az MDAX (és az SDAX) indexek vállalatai közül mindkét esetben az a 15 cég, amelyek a legmagasabb osztalékhozammal rendelkeznek.
DAXPLUS EXPORT STRATEGY	A DAX-on és az MDAX-on jegyzett, exportban legaktívabb 10 vállalat.
DAXPLUS MAXIMUM DIVIDENT	20 vállalat, amelyeknél az osztalékfizetés a következő hat hónapban esedékes és magas osztalékhozam várható.

4.3.4. A kkv-k részvétele a frankfurti tőzsdén

Mint bemutatásra került, a válság nyomán lecsökkent a hitelkínálat a kkv szektor számára is. Ez a hatás ugyan jelenleg már lényegesen kisebb mértékben érvényesül, de a források diverzifikációja

⁸³ http://www.dax-indices.com/EN/MediaLibrary/Document/120611_DeutscheBoerse_E_WEB.pdf

miatt a tőzsdei részvétel továbbra is jó lehetőség lehet a kkv-k számára. Erre a frankfurti tőzsde két módozatot biztosít. Saját tőkét gyűjthet a kkv részvénykibocsátás révén, amire kevésbé szigorú feltételek mellett a szabadpiac entry standard szegmensében van lehetőség. Ugyanakkor az erre érett kkv-k akár a szabályozott piac prime standard szegmensében is tőzsdére léphetnek. A kkv-k tőzsdei teljesítményének nyomon követésére hozta létre 2005-ben a Deutsche Börse a GEX (German Entrepreneurial Index) indexet (a prime standard szegmensre) és az Entry standard indexet (értelemszerűen az entry standard szegmensre). Emellett idegen tőkét is gyűjthetnek a kkv-k kötvénykibocsátással, erre az entry standard for bonds szegmensben van lehetőség.

A kkv-k tőzsdei teljesítményét mérő részvénytőzsi indexek

GEX⁸⁴

Az MDAX, az SDAX és a TecDAX vállalatai között is vannak kisebb kapitalizációval rendelkező cégek, ugyanakkor ezek az indexek nem tükrözik megfelelően egy vállalat kkv-jellegét. Emiatt dolgozta ki a Deutsche Börse a GEX indexet 2005-ben a CEFS (Center for Entrepreneurial and Financial Studies) és a Müncheni Műszaki Egyetem együttműködésében.⁸⁵ Kritériumrendszert alakítottak ki azon vállalatok beazonosítására, amelyeket alapítói, illetve tulajdonosaik irányítanak, hiszen ez tipikusan a kkv-szektorra jellemző irányítási modell. A kritériumok a következők:

- A GEX indexen listázott vállalatok működésében a tulajdonosok domináns szerepet töltenek be („owner-dominated”), tehát a vezetőség és a felügyelőbizottság (vagy azok családtagjai) a szavazati arányok 25-75 % közötti részarányával rendelkezik.
- A vállalat tőzsdei bevezetése óta legfeljebb 10 év telt el.
- A vállalat részvényei a prime standard szegmensben érhetőek el.

Az index segít az ott nem szereplő, de a GEX-vállalkozásokhoz hasonló cégeknek abban, hogy a tőzsdei tranzakciók tőkeköltségét kalkulálni tudják, valamint betekintést nyújt a tőzsdén nem szereplő kkv-k gazdasági helyzetébe is.

Az index jelenleg 32 vállalat tőzsdei átváltozását követi, ezen cégek piaci értéke összességében 23,87 milliárd euro volt 2015. november 2-án. Kapitalizáció alapján az 5 legnagyobb értékű vállalat az indexben a (millió euro):

Zalando SE	7880,99
Wacker Chemie AG	4213,41
Ströer Media SE	2900,76
PATRIZIA Immobilien AG	1939,99
SMA Solar Technology AG	1526,77

⁸⁴https://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/listcontent/navigation/xetra/200_listing/Content_Files/Index_Infos/News/gex.htm

⁸⁵http://www.dax-indices.com/EN/MediaLibrary/Document/GEX_Guide.pdf

Entry Standard Index

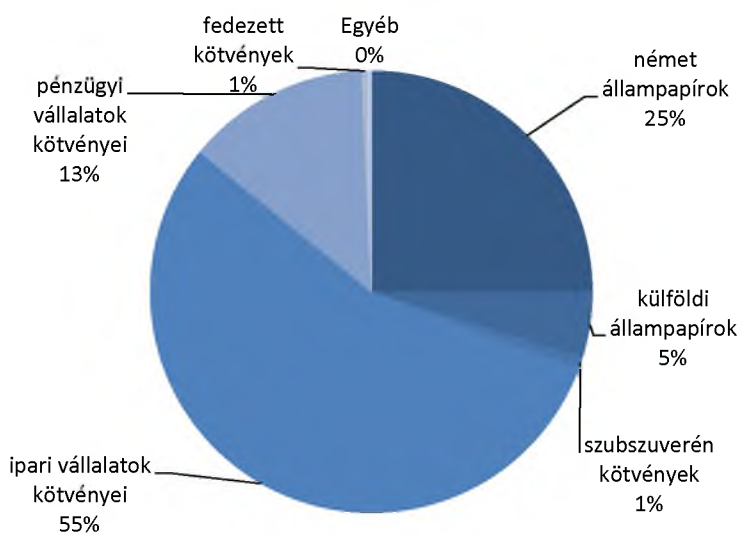
A kkv-k jobb láthatóságát biztosítja a befektetők számára az Entry Standard Index, amelyet szintén 2005-ben hozott létre a Deutsche Börse. Míg a GEX tehát a prime standard szegmensben jegyzett vállalatokat tartalmazza, addig ez utóbbi a szabadpiac entry standard szegmensében lévő cégeket. A szegmens 166 vállalata közül a 30 legnagyobb tőzsdei forgalmú vállalat szerepel az indexben, melyek piaci kapitalizációja összesen 18,6 milliárd euro volt 2015. november 2-án.

Az 5 legnagyobb értékű vállalat az indexben a kapitalizáció alapján (millió euro)

Sberbank of Russia	7431,75
Rocket Internet SE	4470,36
Grand City Properties S.A.	2593,06
Homag Group AG	550,57
Mühlbauer Holding AG	323,31

Kötvénypiac

A német kötvénypiac az egyik legnagyobb Európában, a forgalma 2015. szeptemberi adatok alapján összességében 482 milliárd eurót tett ki. A forgalom 55 %-át az ipari vállalatok által kibocsátott kötvények adták. Emellett jelentős volt még a német állampapírok (25 %) és a pénzügyi szektorban működő cégek által kibocsátott kötvények forgalma is (13 %).



15. ábra - A frankfurti tőzsde kötvénypiaci forgalmának megoszlása 2015 szeptemberében - forrás: Börse Frankfurt

A vállalati kötvények kibocsátására a szabadpiacon belül két piaci szegmensben van lehetőség: a prime standard vállalati kötvények, illetve az entry standard vállalati kötvények szegmensében. A prime standard szegmensben jelenleg 18féle vállalati kötvénnyel kereskednek⁸⁶, míg az elsősorban a kis- és közepes vállalkozások számára kialakított entry standard szegmensben 45 vállalati kötvény van jelenleg forgalomban.⁸⁷ A nemzetközi vállalati kötvények ezen kívül a szabadpiacon is forgalomban vannak.

⁸⁶ <http://www.boerse-frankfurt.de/de/anleihen/prime+standard+anleihen>

⁸⁷ <http://www.boerse-frankfurt.de/de/anleihen/entry+standard+anleihen#&reiter=peachpropertygroup>

A Deutsche Börse az alábbiak szerint határozza meg az egyes szegmensekben elérhető tipikus vállalati kötvényt⁸⁸:

- entry standard azon vállalkozások számára, melyek bevétele nagyjából 100 millió euro körül van és a kibocsátott kötvények értéke 25 és 100 millió euro között van;
- prime standard azon vállalkozások számára, melyek bevétele 300 millió euro felett van és a kibocsátott kötvények értéke 100 millió euro fölött van.

4.4. Regionális tőzsdék és a Tradegate

A regionális tőzsdék esetén egyfajta specializáció figyelhető meg, amit az alábbi táblázat foglal össze.

11. táblázat - Az egyes regionális tőzsdék specializációja és a tőzsdék kereskedési ideje^{89 90}

Regionális tőzsde	Specializáció
Berlin	külföldi részvények, befektetési alapok
Düsseldorf	a leghosszabb nyitvatartási idő, vállalati kötvények
Hamburg-Hannover	gyakran olcsóbb, mint a Xetra, szűk sávban mozgó spreadek
München	legjobb ár garancia a részvénykereskedelemtől
Stuttgart	értékpapírosított derivatívákban a legnagyobb piac Európában, illetve a vállalati kötvények piacán is az első

Tőzsde	Kereskedési idő
Xetra	9:00 – 17:30
Frankfurt	8:00 – 20:00
Stuttgart	8:00 – 22:00
Hamburg & Hannover	8:00 – 20:00
Düsseldorf	8:00 – 20:00
Berlin	8:00 – 20:00
München	8:00 – 20:00
Tradegate	8:00 – 22:00

4.4.1. Börse Stuttgart

A forgalmi adatok alapján a Börse Stuttgart a 10. legnagyobb tőzsde Európában, a tőzsde forgalma 2014-ben 87,76 milliárd euro volt⁹¹, ami csaknem megegyezik a 2013-as eredménnyel. A forgalom nagyobb részét az értékpapírosított derivatívák (45,6%), a kötvények (25,7%) és a részvények adták (16,7%). A 2015. szeptemberi forgalom a tőzsdén 6,5 milliárd euro volt.

⁸⁸ <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/1208708/ebca25da899bcdedc0770c8ac7ce3568/data/Mittelstandsfinanzierung-Broschuere.pdf>

⁸⁹ <http://www.kostenlosesdepot.net/boersenlandschaft-in-deutschland/>

⁹⁰ <http://www.boerse.de/handelszeiten/>

⁹¹ <https://www.boerse-stuttgart.de/files/media/dokumente/newsletter/jahresberichte/Jahresbericht2014.pdf>

Az értékpapírosított derivatívák kereskedésében a Börse Stuttgart EUWAX szegmense a legnagyobb piac Európában, a kötvények piacán pedig piacvezető Németországban. 2014 folyamán a Börse Stuttgart 22,9 milliárd eurós forgalmat bonyolított a kötvénypiacon, 2014 végén összesen 10 807 kötvény forgott a stuttgarteri tőzsdén.

A vállalati kötvények tekintetében is piacvezető a stuttgarteri börze, 2014-ben 69%-os részesedéssel rendelkezett a német piacon. Mindez 14,7 milliárd eurós forgalmat jelentett (ami a teljes kötvényszorgalom 64,2%-a).⁹² 2015 szeptemberében 911,1 millió euro volt a vállalati kötvények forgalma, s ezzel jelentősen meghaladta a frankfurti tőzsde összességében 330 millió eurós szintjét⁹³. A részvényforgalom 14,7 milliárd eurót ért el 2014 folyamán, ennek 72,3%-a belföldi részvényeket jelentett. A legnagyobb érdeklődés a gyógyszeripari vállalatok részvényei iránt mutatkozott.

A Börse Stuttgart ún. hibrid piaci modellben működik, azaz az elektronikus kereskedés folyamatába kereskedési szakértőket (QLP – Quality-Liquidity-Provider) is integrálnak azzal a céllal, hogy a magánbefektetők tevékenységét segítsék. Ezenkívül a magánbefektetőket további ingyenes telefonos tanácsadás és információs csomagok is segítik.⁹⁴ A QLP fő feladata, hogy a kereskedés magas minőségi színvonalát biztosítsa és szükség esetén szabályozza a piaci likviditást azért, hogy az esetleges likviditási zavarok a piac által meghatározott árakat ne befolyásolják. Ennek érdekében a stuttgarteri börzén listázott értékpapírokra ajánlati és keresleti árfolyamokat számítanak és ellenőrzik azok megalapozottságát.

Piaci szegmensek

A stuttgarteri börzén az egyes eszközcsoportok kereskedésére külön piaci szegmenseket hoztak létre⁹⁵.

Euwax – 1999 óta létezik ez a piaci szegmens, ahol értékpapírosított derivatívákkal történő kereskedésre van lehetőség. Számos kereskedési szabály segíti a piac hatékony és likvid működését. 2014 során 40 milliárd euro értékben bonyolódott forgalom ebben a piaci szegmensben, amely emiatt a legnagyobbak számít a stuttgarteri tőzsdén. 2015 szeptemberében a szegmensben 233 000 ügyletet bonyolítottak le, összesen 2 milliárd euro értékben.

4x – A tőzsde egy speciális szegmense a nemzetközi részvényekkel történő kereskedésre. 2014 folyamán 4 milliárd euro értékben kereskedtek nemzetközi részvényekkel.

Ifx – Piaci szegmens a befektetési alapokkal történő kereskedésre, ahol a 2 000 legnépszerűbb befektetési alap között válogathatnak a befektetők. A kereskedés a börze hibrid piaci modelljén alapul. 2014 folyamán a tőzsde piacvezető (25 %) szerepet ért el a befektetési jegyek tőzsdei kereskedelmében, mintegy 1,2 milliárd euro értékben.

ETF Bestx – Mintegy 400 féle ETF-fel (exchange traded fund) lehet kereskedni. 2014 folyamán a 1,3 milliárd euro értékben kereskedtek ETF-ekkel.

⁹² <https://www.boerse-stuttgart.de/files/media/dokumente/newsletter/jahresberichte/Jahresbericht2014.pdf>

⁹³ https://www.boerse-stuttgart.de/files/151001_pm_monatsstatistik_september.pdf

⁹⁴ <https://www.boerse-stuttgart.de/de/unternehmen/profil/>

⁹⁵ <https://www.boerse-stuttgart.de/en/stock-exchange/segments-and-initiatives/>

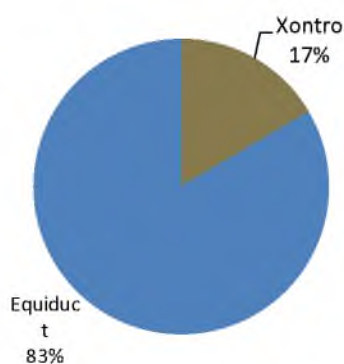
Freiverkehr Plus – A közepes méretű vállalkozások részvényeivel történő kereskedésre van lehetőség ebben a szabadpiaci szegmensben.

Bondx – A különböző adósságeszközökkel történő kereskedésre kialakított szegmens, amely nemcsak az intézményi, de a magánbefektetők számára is vonzó lehet.

Bondm – A szegmens kkv-k által kibocsátott kötvények kereskedését biztosítja. A szegmensben az átláthatósági követelmények magasabbak, mint a sima szabadpiacon. A kereskedést itt is a QLP segíti, a vállalkozások számára pedig az ún. Bondm-Coachok nyújtanak tanácsot a tervezett kötvénykibocsátásokról. A további átláthatóság biztosítása érdekében 2011-ben létrehozták a Bondm indexet is. A piaci szegmensben jelenleg 15 kötvény van jelen⁹⁶. A szegmensben 2014 folyamán 435 millió euro értékben kereskedtek⁹⁷, ami a teljes vállalati kötvényforgalomnak mindössze 3 %-a.

A kkv-szektor tőkepiaci jelenlétének erősítésére hozta létre a Börse Stuttgart a „**BW Mittelstandsinitiative**” elnevezésű kezdeményezést, melynek keretében a baden-württembergi közepes méretű vállalkozások részvényeinek kereskedését segítik. A kezdeményezés fő jellegzetessége, hogy a vételi és eladási ajánlatok egy nagyon szűk sávban mozognak⁹⁸. Minden olyan vállalkozás részt vehet, amely fő üzleti tevékenységét Baden-Württemberg tartományban folytatja, a közkézen forgó részvények összértéke 10 millió és 1 milliárd euro között van és a közkézhányad értéke legalább 5%. Az ilyen garantált „spread”-del a tőzsdén lévő részvények száma jelenleg 47⁹⁹.

4.4.2. Berliner Börse^{100,101}



16. ábra - Az egyes kereskedési módok részesedése a forgalomból

A Berliner Börse (Berlini Tőzsde) Németország egyik legrégebbi tőzsdéje, 1685-ben alapította Friedrich Wilhelm. A Berlini tőzsdén parketten és online platformon is lehet még kereskedni. A parketten történő kereskedés a Németországban más regionális tőzsdék által is használt Xonto rendszeren keresztül, az online kereskedelem pedig az Equiduct¹⁰² cég által üzemeltetett ETS platformon zajlik. A Xontrón forgalmazott eszközök nagyjából fele részvény, ezeknek túlnyomó többsége külföldi vállalatok papírjait jelenti. A NASDAQ szinte valamennyi részvénye megtalálható a palettán, de kínai és afrikai értékpapírokkal is találkozhatunk. A parketten történő kereskedelemre (Xontro) CET 8:00 – 20:00 időszámban van lehetőség.

⁹⁶ <https://www.boerse-stuttgart.de/en/stock-exchange/segments-and-initiatives/bondm/anleihenbersicht/>

⁹⁷ <https://www.boerse-stuttgart.de/files/media/dokumente/newsletter/jahresberichte/Jahresbericht2014.pdf>

⁹⁸ <https://www.boerse-stuttgart.de/en/stock-exchange/segments-and-initiatives/bw-mittelstandsinitiative/>

⁹⁹ <https://www.boerse-stuttgart.de/en/stock-exchange/segments-and-initiatives/bw-mittelstandsinitiative/equities-overview/>

¹⁰⁰ www.boerse-berlin.de

¹⁰¹ <http://www.berlin.de/sen/wirtschaft/wirtschaft-und-technologie/wirtschaftsrecht/boersenaufsicht/artikel.84364.php>

¹⁰² <http://www.equiduct.com/en/>

A tőzsde forgalma 2014-ben 54,6 milliárd euro volt, ennek túlnyomó része az elektronikus platformon bonyolódott (45,6 milliárd euro). A forgalom megoszlását a 16. ábra mutatja.

A berlini tőzsde három piaci szegmensevel – szabályozott piac (Reguliert Markt), szabadpiac (Freiverkehr) és a szabadpiac egyik alszegmenseként kialakított, második szabályozott piac (Berlin Second Regulated Market - BSRM) – működik. A három szegmens közül a szabályozott piac a többi német tőzsdével megegyező szabályok szerint működik. Hasonlóan a többi tőzsdéhez, a kkv-k számára itt is a szabadpiaci szegmens nyújtja a legegyszerűbb hozzáférést a tőkepiachoz.

4.4.3. Börse Düsseldorf¹⁰³

A düsseldorfi tőzsde 1853-ban vált értéktőzsdévé, átvéve az árutőzsde bizonyos szabályait.¹⁰⁴ A tőzsde két platformon nyújt lehetőséget a kereskedelemre, melyek közül az egyik a klasszikus, parketten történő kereskedelem – a korábban már említett Xontro rendszeren keresztül (8:00-20:00) – a másik pedig az elektronikus kereskedelem a Quotrixon. A Quotrix sajátossága, hogy 8:00-23:00-ig tart nyitva.

A tőzsde mindössze elsődleges (Marktsegment Primärmarkt)¹⁰⁵ piaci szegmensevel rendelkezik, ami a szabadpiac részeként működik. Ezen jegyzi a düsseldorfi tőzsde összes értékpapírját. 2014-ben olvasztották egybe a korábbi kkv-piaci szegmensevel (Mittelstandsmarkt), így itt található a kis- és középméretű vállalatok értékpapírjai is.

A tőzsde mottója a „Quality Trading”, vagyis a magánbefektetők nyújtotta szolgáltatások minőségének maximalizálása. Ezt biztosítandó, a Schnigge Wertpapierhandelsbank AG-val és a Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)-vel együttműködve garantálja a fair és biztonságos kereskedelmet.

A düsseldorfi tőzsde sajátossága, hogy működtet egy „Quality Trader Club”-ot is, melynek tagjai (kb. mintegy 9 500 fő) közös fórumon vitázhatnak, folytonos hozzáférést kaphatnak aktuális információkhoz, valamint online szemináriumokon és oktatásokon vehetnek részt. A klubba való belépés ingyenes.

2014-ben a Düsseldorfi tőzsdén összesen 28 milliárd euro értékű parkett-kereskedelmet folytattak.

4.4.4. Hamburg & Hannover Börse¹⁰⁶

A Hamburg Börse (1558) és a Hannover Börse (1785) Németország legrégebbi tőzsdéi közé tartoznak. A fokozatos fejlődésnek csak az 1929-es gazdasági világválság szabott gátat, amikor is egy időre (1951-ig) bezárt a piac. Az újraindítás után ismét töretlen fejlődés jellemezte a hamburgi tőzsdét. 1991. január 1-jén a hamburgi és a hannoveri tőzsde egyesült „BÖAG Börsen AG” név alatt. A hamburgi tőzsde 4 piacra – biztosítási tőzsde, gabonátőzsde, kávé-tőzsde valamint általános tőzsde – bontható, tevékenységét a Hamburgi Kereskedelmi és Iparkamara felügyeli.

A hamburgi tőzsde Németország vezető piactere a nyílt, aktív alapok kereskedésének tekintetében. A befektetőknek minden tőzsdenapon CET 8:00-20:00 van lehetőségük mintegy 4 500 alappal

¹⁰³ https://www.boerse-duesseldorf.de/dieboerse/ueber_uns/index

¹⁰⁴ https://www.boerse-duesseldorf.de/dieboerse/ueber_uns/historie

¹⁰⁵ <http://www.primaermarkt.de/home>

¹⁰⁶ <http://www.boersenag.de/>

folyóáron kereskedni belépési díj fizetése nélkül. A kereskedéskor 0,08 %-os brókerdíj és a különböző banki jutalékok érvényesek. A hamburgi tőzsdén való kereskedés folyhat brókeren vagy saját bankon keresztül, illetve lehetőség adódik időkorlátok, mint például Stop-Loss és Stop-Buy beállítására. A kereskedelmet a Handelsüberwachungsstelle (kereskedelmi felügyeleti hivatal) felügyeli.

2011-ben a Hamburg & Hannover tőzsde új szabadpiaci kereskedelmi szegmenst – Mittelständsbörse¹⁰⁷ – indított. A szegmens kifejezetten a középvállalatok kötvénykereskedelmének teremtett platformot. Az alapítás első negyedévében két kkv 75 millió euro értékben bocsátott ki kötvényeket.

4.4.5. Börse München¹⁰⁸

A müncheni tőzsdét 1830-ban alapították. Akárcsak számos másik német tőzsdét, az I. világháború alatt ezt is bezárták, majd 1935-ben egyesítették az augsburgi tőzsdével „Bayerische Börse” néven. 2003-tól vehette fel ismét a Börse München nevet. A müncheni tőzsdén két szegmensben folyik kereskedelem. Az egyik a saját fejlesztésű MAX-ONE¹⁰⁹, melyet 2003-ban indítottak, majd 2015 júliusában frissítettek MAX-ONE 2.0-ra. A MAX-ONE 2.0 indításakor 2 600 alappal lehetett kereskedni. Ez lehetővé tette, hogy a befektetők immáron Münchenben is díjmentesen vásárolhassanak befektetési alapokat. A Hamburg&Hannover Börse és a Börse München együttműködésének gyümölcse továbbá a „zweimarkt.de”¹¹⁰, saját fejlesztésű, zárt végű kereskedelmi alapokra kialakított platform is. 2015-ben indította továbbá szintén saját fejlesztésű, „gettex” elnevezésű kereskedelmi rendszerét is, amely a költségtudatos befektetők igényeit hivatott kielégíteni.

A müncheni tőzsde másik piaci szegmense 2005-óta az ún. „m:access”, melyet speciálisan a közepméretű vállalatoknak alakítottak ki, vagyis kkv-k számára teszi lehetővé részvények és kötvények kibocsátását. A belépési követelményeket és kötelezettségeket a kkv-k igényeihez és lehetőségihez igazították. A „m:access” az ún. „nyomonkövetési kötelezettségből” adódóan magas szintű átláthatóságot és biztonságot kínál befektetőinek.

4.4.6. Tradegate^{111,112}

A Tradegate-et 2001-ben alapították azzal a fő céllal, hogy új kereskedési platformot teremtsenek a magánbefektetőknek Európában. 2010-ben szabályozott piaccá nyilvánították, mivel egyértelműen megfelelt az előírt követelményeknek. Megalakulása óta jelentős piaci növekedést mutatott a platform, a forgalma a 2010-es 17,7 milliárd eurós szintről 2014-re 51,1 milliárd euróra emelkedett. A Deutsche Börse AG irányítása alatt áll, amely 75 %-os részesedést birtokol.

¹⁰⁷ http://www.boersenag.de/dms/pdf_downloads/Ueberblick_Mittelstandsboerse_Deutschland/%C3%9Cberblick_Mittelstandsboerse_Deutschland.pdf

¹⁰⁸ <https://www.boerse-muenchen.de/>

¹⁰⁹ A MAX-ONE egy teljesen elektronizált kereskedelmi rendszer, amely képes az összes kereskedelmi utasítást végrehajtani. A „legjobb végrehajtás” (Bestausführungsprinzip) elvén működik.

¹¹⁰ <https://www.zweitmarkt.de/>

¹¹¹ http://www.tradegate.de/docs/130903_Tradegate_Broschuere_02_E_RZ_.pdf

¹¹² http://www.tradegate.de/docs/1501_TG_Dec_e.pdf

Az értékpapírok adás-vételére a tőzsdénapon különböző időkorlátok állnak rendelkezésre, így a részvénykereskedelemre 8:00-22:00, kötvénykereskedelemre 8:00-17:30, befektetési alapok kereskedelmére 8:00-20:00, ETF kereskedelemre pedig 8:00-22:00 van lehetőség. A Tradegate-en jelenleg 6 000 hazai és nemzetközi részvényt (német, európai, amerikai és ázsiai), 1 500 kötvényt, 1 500 befektetési alapot és 1 600 ETP-t (ETC, ETF és ETN) jegyeznek. Sikerességének egyik alappillére, hogy applikációján és honlapján (www.tradegate.de) ingyenes, valós idejű tőzsdeinformációkat közöl a főbb indexekről (pl. DAX, MDAX, SDAX).

A Tradegate-en 2014-ben bonyolított kereskedelem összértéke 51,1 milliárd euro volt, ebből a részvények összértéke 46,3 milliárd eurót, a befektetési alapok és az ETP-k összértéke 3,3 milliárd eurót, a kötvényeké pedig 1,3 milliárd eurót tett ki.

5. OLASZORSZÁG

5.1. Általános áttekintés a Borsa Italiana-ról

Olaszországban 1992 óta csak a milánói székhelyű, Borsa Italiana elnevezésű tőzsde működik, melyet 1808-ban, még Olaszország egyesítése előtt alapítottak. 1997-ben privatizálták, ekkor részvénytársassággá alakult, hivatalos neve pedig Borsa Italiana S.p.A. (Società per Azioni) lett. 2007-ben fuzionált a londoni értéktőzsdével (London Stock Exchange), így az LSE csoport tagjává vált.¹¹³ A Borsa Italiana-n belül működik az AIM Italia, amely a kis- és közepes méretű olasz vállalatok értékpapírjainak kereskedésére szolgál.¹¹⁴ A kereskedés hétköznapokon helyi idő szerint 09:00-17:25 óra között zajlik.



77. ábra - A Borsa Italia épülete

12. táblázat - A Borsa Italiana kereskedésének éves alapadatai 2000-től 2014-ig¹¹⁵

BORSA ITALIANA MAIN INDICATORS (1)											
YEAR	LISTED COMPANIES				CAPITALISATION		TURNOVER VELOCITY	TURNOVER		FTSE ITALIA MIB STORICO end of the year	
	MTA ⁽²⁾	Mercato Espandí	Mac	AIM Italia	Total	ML euro		% GDP ⁽³⁾	Total (ML euro)		Daily avr. (ML euro)
2000	282	15	-	-	297	818 384	68.7%	112.5%	869 135	3 422	29 681
2001	282	12	-	-	294	592 319	47.4%	93.3%	658 042	2 611	22 232
2002	282	13	-	-	295	457 992	35.4%	120.7%	633 659	2 515	16 954
2003	268	11	-	-	279	487 446	36.5%	143.6%	679 017	2 695	19 483
2004	265	13	-	-	278	580 881	41.8%	137.1%	732 592	2 851	22 886
2005	264	18	-	-	282	676 606	47.3%	151.9%	954 796	3 730	26 056
2006	285	26	-	-	311	778 501	52.4%	157.5%	1 145 650	4 510	31 005
2007	306	35	3	-	344	733 614	47.5%	208.3%	1 574 595	6 248	28 525
2008	293	39	4	-	336	374 702	23.9%	185.7%	1 029 131	4 068	14 623
2009	321	..	6	5	332	457 126	30.1%	161.8%	673 142	2 650	17 652
2010	313	..	8	11	332	425 099	27.5%	169.6%	748 193	2 923	16 121
2011	304	..	10	14	328	332 374	21.0%	187.4%	709 672	2 772	12 259
2012	296	..	9	18	323	365 466	23.3%	145.0%	506 105	2 000	13 512
2013	290	..	0	36	326	446 641	28.7%	133.8%	543 493	2 157	16 048
2014	285	..	0	57	342	467 849	29.5%	158.3%	723 754	2 872	15 988

(20.12.2014)

(1) Up to 1993, data are for companies listed on Milan Stock Exchange.
(2) Includes MTA and the companies admitted to MTA International.
(3) GDP estimated for 2012, 2013 and 2014

¹¹³ <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/media-kit/storia/storia.htm>

¹¹⁴ <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

¹¹⁵ http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/dati-storici/indicatoridec_pdf.htm

A táblázatban szereplő adatokból jól látszik, hogy az olasz tőzsde a fénykorát a 2006-2008 közötti időszakban élte. Az éves összforgalom 2006-ban lépte át először az egymilliárd eurós küszöböt, ekkor összesen 1 145 650 millió eurót ért el. 2007-ben a forgalom majdnem másfélszeresére nőtt, a tőzsde 1 574 595 millió eurós összforgalmat bonyolított. A milánói tőzsde még 2008-ban, a válság kezdetekor is tartani tudta az 1 milliárd euro feletti összforgalmat (1 029 131 millió eurós forgalom). A válság hatására azonban a Borsa Italianán is csökkent a kereskedés volumene, 2009-ben jelentősen, az előző évi forgalom 70 százaléka alá - mindösszesen 673 142 millió euróra – esett vissza a forgalom, és ezt a hatalmas visszaesést azóta sem tudta kiheverni. Az éves összforgalom 2013-ig folyamatosan csökkenő tendenciát mutat.

A 2014-es év volt az első olyan esztendő a válság után, amikor a forgalom újra növekedni kezdett, ekkor a kereskedés éves összforgalma 723 754 millió euro volt, az átlagos napi kereskedés pedig 2 872 millió eurót tett ki. Ugyanakkor ez még mindig jelentősen elmaradt a válság előtti 1 milliárd euro feletti összforgalomtól.

A tőzsdén jegyzett vállalatok összetételét vizsgálva a 2014-es évben az olasz tőzsdén összesen 342 cég volt bejegyezve, ebből 57 kis- és közepes méretű vállalkozás, így a kkv-k az olasz tőzsdén jelenlévő cégeknek mindössze 6 százalékát teszik ki jelenleg. Az olasz tőzsde kkv-kra szakosodott piaca az AIM Italia, amelyet 2009-ben hoztak létre, majd 2012. március 1-jén összeolvadt a korábbi MAC-kal (Mercato alternativo dei capitali – Alternatív tőzsdepiac¹¹⁶), így azóta önálló, egységes kkv-kra szakosodott tőzsdepiacként működik. Az AIM Italián jegyzett kkv-k száma évről évre folyamatosan növekszik, a kezdeti 5 darabról 2014-ben már 57 darab jegyzett kkv értékpapírjaival folyt a kereskedés.

A Borsa Italiana hivatalos indexe a FTSE Italia (MIB Storico), ami a 2014-es évet 15 988 ponton zárta.

5.2. Az olasz tőzsdék története

Olaszországban 1992 óta egy tőzsde működik, azonban az elmúlt két évszázadban ez nem mindig volt így. Volt olyan időszak, amikor a mai Olaszország területén 25 értéktőzsde működött párhuzamosan.¹¹⁷ A jelenkori Olaszország területén fekvő első tőzsdét Velencében alapították 1630-ban, de a "modern" tőzsde intézményének megszületése összefügg a Bonaparte Napóleon nevéhez fűződő, 1807-es francia kereskedelmi törvénykönyv 1808-ban történt bevezetésével. Az 1800-as évek előtt ugyanakkor már léteztek „modern kori tőzsdék” a mostani Olaszország területén, például az akkor Ausztriához tartozó Triesztben 1775-ben, valamint Nápolyban 1778-ban alapítottak értéktőzsdéket.¹¹⁸



18. ábra - A különböző olasz városokban önállóan működő történelmi tőzsdék székházai

¹¹⁶ https://it.wikipedia.org/wiki/Mercato_alternativo_dei_capitali

¹¹⁷ <http://www.ilsole24ore.com/includes2007/frameSole.html?http://www.f>

¹¹⁸ https://it.wikipedia.org/wiki/Borsa_Italiana

A legelső olasz tőzsdét egy 1802-es rendelettel alapították meg Rómában, a másodikat 1806-ban Velencében és csak ezt követte a Milánói Tőzsde 1808-as megalapítása. Olaszország 1861-es egyesítését megelőzően több helyi érdekeltségű tőzsdét alapítottak: Nápolyban 1810-ben, Genovában 1855-ben, Firenzében 1859-ben, Palermóban 1842-en, végül Torinóban 1850-ben és Bolognában 1861-ben.¹¹⁹ Az ország különböző pontjain található tőzsdék sokáig párhuzamosan működtek.

1991-ben szavazta meg az olasz parlament a tőzsdereformot, amelynek két legfontosabb intézkedése az egységes, egész országra kiterjedő olasz tőzsde kialakítása, valamint a „telematikai” rendszer bevezetése volt. Az 1992-ben hatályba lépett törvény értelmében az egyes önálló városokban működő tőzsdéket feloszlatták és milánói székhellyel létrehozták az egységes Olasz Értéktőzsdét, amelynek feladata az volt, hogy a piac összes szereplőjét – a Banca d’Italiát, a tőzsdeügynököket, a befektetési vállalkozásokat, a bankokat és a kereskedelmi kamarákat – összefogja és egységes kereskedést teremtsen Olaszországban.

A tőzsdeügynökök elvesztették monopóliumukat a tőzsdei ügyeletek felett és úgynevezett „Società di intermediazione mobiliare” (SIM), azaz befektetési közvetítő cégeket kellett létrehozniuk, amelyek mind saját, mind harmadik fél számára kereskedhetnek. Az akkor aktív tőzsdeügynökök eldönthették: kollégákkal társulva önálló SIM-eket hoznak létre, egy-egy kereskedelmi bankhoz kötődő SIM-hez társulnak, vagy továbbra is maradnak a szakmában és egyéni tőzsdeügynökként folytatják tevékenységüket.¹²⁰

Az 1991-es törvény azt is előírta, hogy a tőzsdei kereskedés többé nem fizikai kereskedést jelent, hanem egy virtuális platformot, ahol a megfelelő engedélyekkel rendelkező gazdasági szereplők kereskedést folytathatnak.

A reformoknak köszönhetően végül 1998-ra felállt az egységes olasz tőzsde, a Borsa Italiana S.p.A., amely egy magánkézben lévő részvénytársaság. A tőzsde a mai napig Olaszország pénzügyi kereskedő központjaként szolgál, székhelye Milánó központjában, a Piazza Affari téren van.

A Borsa Italiana S.p.A. és a London Stock Exchange 2007-ben megállapodást írt alá a két cég integrációjáról, létrehozva ezzel a vezető európai tőzsdecsoportot.¹²¹ Az ügylet értéke meghaladta a 2 milliárd dollárt.¹²²

¹¹⁹ Dall’Unità ai giorni nostri:150 anni di borsa in Italia című CONSOB kiadvány

¹²⁰ <http://www.historytour.it/default.php?idp=s&ids=8&iddoc=90&tipodoc=articolo>

¹²¹ <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/media-kit/storia/storia.htm>

¹²² http://m.portfolio.hu/finanszirozas/m_and_a/letrejott_az_angol-olasz_hazassag.84509.html

5.3. La Borsa Italiana S.p.A.

5.3.1. Tulajdonosi háttér

2007 óta az olasz tőzsde a London Stock Exchange Group plc (LSEG- <http://www.lseg.com/>) csoport tagja, amely részvényforgalom szempontjából az európai piac első számú tőzsdéje. 48 százalékos piaci kapitalizációval rendelkezik az FTSEurofirst 100-as listáján, valamint a jegyzések számát és értékét tekintve is a legnagyobb likviditású értékpapír-állománnyal rendelkezik.

Nemzetközi viszonylatban a LSEG csoport sokféle részvénnyel, kötvénnyel és értékpapírral kereskedik a holdinghoz tartozó tőzsdéken (London Stock Exchange, Borsa Italia, MTS (Európa vezető fix hozamú kötvény piaca¹²³), Turquoise¹²⁴(amerikai és páneurópai értékpapírok másodlagos, nem nyilvános értékesítési platformja, dark pools)). Az LSEG csoport tagjain keresztül páratlan hozzáférést biztosít a nemzetközi pénzügyi közösség számára az európai tőkepiacokhoz.

Az LSEG csoport a nagy teljesítményű kereskedési platformok és a tőkepiaci szoftverek egyik vezető fejlesztője és világszerte referenciaadatok széles körét, valamint valós idejű és post trading információkat szolgáltat a kereskedésekről az ügyfelei számára.

A londoni székhelyű LSEG csoport jelen van Olaszországban és Srí Lankán is, ahol mintegy 1 500 embert foglalkoztat.¹²⁵

5.3.2. Célkitűzések, feladatok

Az olasz értéktőzsde fő célkitűzése a piacok fejlesztése, a likviditás, az átláthatóság, a versenyképesség és a hatékonyság maximalizálása.

Legfontosabbak felelősségi körei a következők:

- a normáknak megfelelő kereskedés lefolytatásának biztosítása;
- a vállalatok tőzsdére lépési követelményeinek meghatározása és a befogadási eljárás kialakítása, lebonyolítása;
- a közvetítők tevékenységi követelményeinek meghatározása, a befogadási eljárás kialakítása és lebonyolítása;
- a tőzsdén jegyzett társaságok adatainak megfelelő kezelése.

A Borsa Italiana feladata az olasz tőzsdepiac szervezése és irányítása, amit olaszországi és nemzetközi irodái segítségével, egy teljesen elektronikus kereskedelmi rendszeren keresztül, valós időben hajt végre.

Alapvető működési elv, hogy a tőzsde magánkézben van, tehát vállalkozásként működik és feladata a kereskedés szervezése és irányítása, nem pedig a felügyelete. A felügyeleti és szabályozási funkciót Olaszországban a CONSOB¹²⁶ (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) és az olasz jegybank, a Banca d'Italia¹²⁷ látja el.

¹²³ <http://www.mtsmarkets.com>

¹²⁴ <http://www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/turquoise>

¹²⁵ <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/gruppo-borsa-italiana/gruppo-borsa-italiana.htm>

¹²⁶ <http://www.consob.it/mainen/index.html>

¹²⁷ <http://www.bancaditalia.it/homepage/index.html>

A felügyelet: CONSOB

Olaszországban a tőzsde felügyeleti szerve a CONSOB, azaz a „Commissione Nazionale per le Società e la Borsa”, vagyis az olasz tőzsd felügyelet. A CONSOB-ot egy 1974-es törvényerejű rendeletben hozták létre, a hatóság 1985-ben nyert teljes függetlenséget. A felügyeleti szerv tevékenysége a befektetők védelmére, a kereskedelem hatékonyságának javítására és az átláthatóság biztosítására terjed ki, célja az olasz értékpapírpia c fejlesztése.

A CONSOB a pénzügyi termékek (részvények, kötvények, állampapírok, befektetési alapok befektetési jegyei) ellenőrzését úgy végzi, hogy a befektetők számára minden szükséges információt elérhetővé tesz annak érdekében, hogy beruházásaikat tudatosan tudják kezelni. Ezt más néven átláthatósági ellenőrzésnek hívják.

Ellenőrzi még a közvetítők szabály szerinti beiktatását és az általuk végzett munkát is azért hogy megvédje a befektetőket az esetleges nem megfelelő magatartásból adódó anomáliáktól, amelyek miatt károsulhatnak. Ezt más néven „korrektségi ellenőrzésnek” nevezik.

A tőzsdepiacok ellenőrzése során a CONSOB arra törekszik, hogy maximális hatékonysággal folyjon a kereskedelem, hogy a befektetők könnyen tudjanak a pénzügyi termékekről tárgyalni; az árak minősége biztosított legyen, az árak valós piaci értékeket tükrözzenek, valamint minden esetben betartsák a végrehajtási szabályokat és a jogbiztonságot.¹²⁸

A Borsa Italiana feladata a Kongresszusi és Szolgáltatói Központ működtetése is. A központ nemcsak a hazai szakmai közönséget várja, hanem kiváló helyszínt biztosít a nemzetközi igényeknek megfelelően megrendezett konferenciák, kongresszusok, szemináriumok és egyéb továbbképzések számára is.

A vállalat továbbá informatikai szolgáltatásokat és elemző szoftvereket nyújt magán- és állami szereplők, valamint pénzügyi intézmények részére.

5.3.3. Vezetőség - szervezeti modell¹²⁹

Elnök: Massimo Tononi

A Borsa Italiana utolsó, nemrég leköszönt elnöke, Massimo Tononi bankár, aki 2015. augusztus 7-én azért mondott le, mert jelöltette magát a Banca Monte Dei Paschi di Siena kereskedelmi bank elnökválasztásán és szeptember 15-én a közgyűlés meg is szavazta kinevezését. Massimo Tononi egyébként 2011-2015 között töltötte be a Borsa Italiana elnöki tisztségét és ezt megelőzően a Prodi kormány alatt gazdasági államtitkár volt.¹³⁰



Massimo Tononi

¹²⁸ Forrás: <http://www.consob.it/mainen/index.html>

¹²⁹ <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/media-kit/board-directors.htm>

¹³⁰ https://it.wikipedia.org/wiki/Massimo_Tononi

Alelnök: Andrea Munari

Andrea Muranit 2014-ben nevezték ki a Borsa Italiana alelnökévé. Korábban a Banca Intesa Sanpaolo csoporthoz tartozó nagyvállalatokra specializálódott Banca IMI, majd a Banca Caboto ügyvezető igazgatói posztját töltötte be, illetve a Morgan Stanley Fixed Income Divízióját is vezette.

131

Ügyvezető igazgató: Raffaele Jerusalemi

2010 júniusában került be a London Stock Exchange Group igazgatótanácsába. 2010 áprilisa óta tölti be a Borsa Italiana ügyvezető igazgatói pozícióját, emellett a Tőkepiaci Műveletek részleget is ő vezeti.



Raffaele Jerusalemi

Tanácsosok:

Nicolas Bertrand, Gian Luca Bolengo, Carmine Di Noia, Marina Forquet Famiglietti, Alessandro Foti, Andrea Maldi, Massimo Mocio, Claudia Parzani, Antoine Shagoury.

Szakszervezeti Testület:

Elnök: Roberto Ruozi

Szakszervezeti vezetők: Mauro Cozzoli, Franco Carlo Papa

Szakszervezeti vezető-helyettesek: Arturo Sanguinetti, Nicola Frangi

Konzultációs Bizottság:

Elnök: Innocenzo Cipolletta

Alelnök: Lucrezia Geraci

Tagok: Paolo Astaldi, Fabio Galli, Gianluigi Gugliotta, Giovanni Sabatini

5.4. AIM Italia – Az olasz kkv-k tőzsdéje

Az AIM Italia az olasz tőzsde nagy növekedési potenciállal rendelkező kis- és közepes méretű olasz vállalatokra szakosodott piaca. Az AIM Italia tőzsdepiac 2012. március 1-jén jött létre a korábbi AIM és MAC (Mercato alternativo dei capitali – Alternatív tőzsdepiac¹³²) piacok egyesítésével. Az integráció célja az volt, hogy racionalizálják a különféle, kkv-knak fenntartott piacokat. Az egységes AIM kkv tőzsdepiac létrehozásával egyrészt dinamikusabbá és versenyképesebbé kívánják tenni a kkv-k tőzsdei kereskedését Olaszországban, másrészt pedig ki szeretnék használni az angol AIM több mint 15 éves tapasztalatából adódó know-how-t úgy, hogy közben alkalmazkodnak az olasz vállalkozói rendszer követelményeihez is.

Az AIM Italia a kkv-k számára egy olyan platformot nyújt, ahol hatékonyan elérhetik azt a szűk befektetői kört, amely erre a szektorra összpontosít. Azért jött létre, hogy gyorsabb és rugalmasabb tőzsdére lépést biztosítson a kkv-k számára, ugyanakkor egy olyan szabályozási rendszert működtessen, amely egyszerre veszi figyelembe a kisvállalkozások igényeit és a befektetők

¹³¹ <http://www.finanzaoperativa.com/nuovo-cda-di-borsa-italiana-confermati-tononi-presidente-e-jerusalmi-amministratore-delegato/>

¹³² Forrás: https://it.wikipedia.org/wiki/Mercato_alternativo_dei_capitali

megfelelő védelemét. Az AIM Italia egy MTF (Multilateral Trading Facility), azaz a Borsa Italiana által szabályozott tőzsdepiac.

A kkv-k az AIM tőzsdepiacára lépéskor nem kötelesek közzé tenni a vállalat eredményeiről szóló éves jelentésüket és a negyedéves jelentéseket sem. A kkv-kat a piacon egy kijelölt tanácsadó (Nomad - Nominated Advisor) képviseli, aki minden kkv esetében felméri és értékeli, hogy megfelel-e a cég a tőzsdére lépés követelményeinek. A részvénykibocsátást követően a Nomad feladata, hogy segítse és irányítsa az adott vállalatot addig, amíg a tőzsdén jelen van.

Az AIM Italia az olasz kkv-k számára az alábbi előnyöket kínálja:

- **Rugalmasság:** Az AIM Italia a rugalmas szabályozáson alapul, aminek köszönhetően a kkv-k egyszerűbben léphetnek a tőzsdére és emellett a tőzsdére lépés után is a kis- és közepes méretű vállalkozások szerkezetéhez igazítják a jelentési kötelezettségeket.
- **A Nomad központi szerepe:** A Nomad valójában egy tanácsadó, aki végigkíséri és segíti a céget a felvételi folyamatától kezdve egészen addig, amíg az AIM tőzsdén jelen vannak.
- **A fő tőzsdéhez képest egyszerűsített piacra lépési követelmények:** a kapitalizáció tekintetében nincs minimális vagy maximális cégméret, és a tőzsdén jegyzett részvények aránya elég, ha a vállalat összes részvényének 10 %-át eléri. Nincsenek különleges vállalatirányítási és pénzügyi követelmények sem.
- **Gyors és költséghatékony megoldás:** a fő piachoz képest sokkal gyorsabb hozzáférést tesz lehetővé, mindazonáltal a befektetők számára ugyanúgy biztosított az átláthatóság és a likviditás.
- **Nemzetközi jelenlét:** a kkv-k ezáltal valóban a globális piacra kapnak belépési esélyt, kihasználva a nemzetközi láthatóságot, amit az AIM az angol és az olasz piacokon való jelenlétével biztosít.¹³³

Az AIM Italián jegyzett kkv-k száma évről évre folyamatosan növekszik, a kezdeti 5-ről 2014-ben már 57-re nőtt a jegyzett kkv-k száma. A honlapjukon¹³⁴ folyamatosan közzé teszik azoknak a vállalkozásoknak a nevét és leírását, amelyek kifejezték szándékukat az AIM Italiára lépésre vagy felvételük már folyamatban van. Ezek között több biotechnológiával foglalkozó kisvállalat és startup vállalkozás is van, de az AIM Italiára szeretne lépni például az ismert olasz étteremlánc, a Gambero Rosso is.

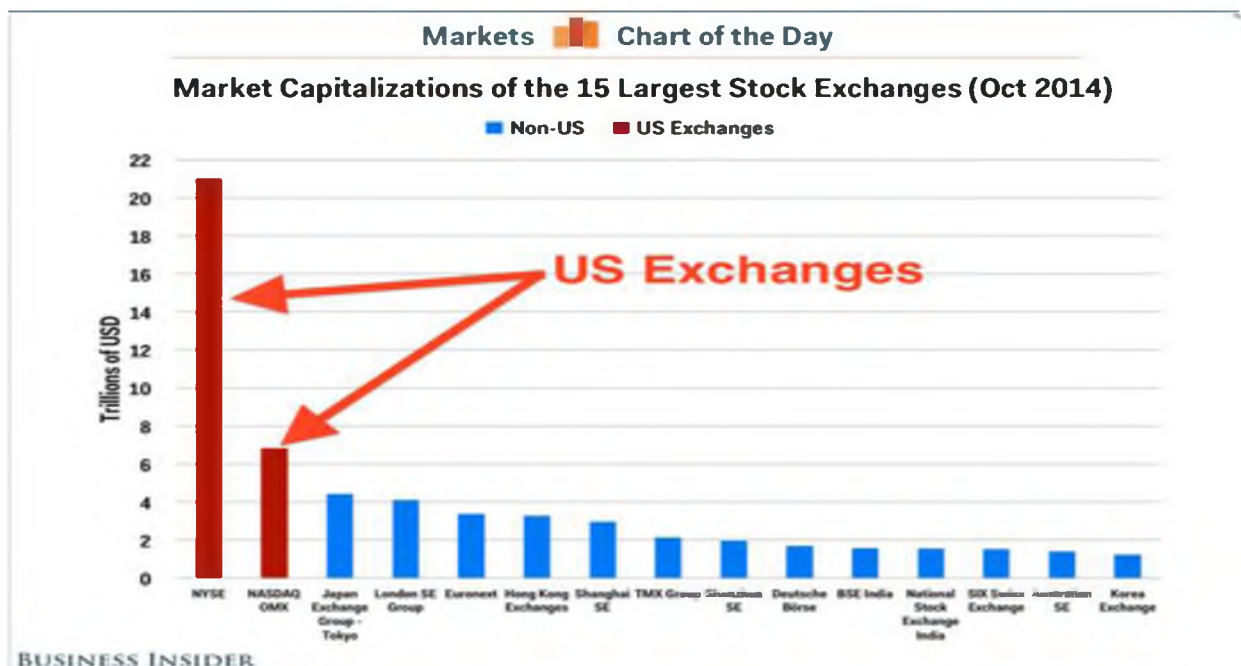
¹³³ <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/perche-aim-italia/percheaimitalia.htm>

¹³⁴ <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

6. USA

6.1. Általános áttekintés

Az Egyesült Államok rendelkezik a világ legnagyobb piaci kapitalizációjú részvénytőzsdéjével. Az USA-ban jelenleg 17 tőzsde található, ezek többsége New York-i vagy chicagói központtal rendelkezik. A világ két legnagyobb tőzsdéje, a New York Stock Exchange és a NASDAQ teljes piaci kapitalizációja megközelíti a 30 000 milliárd dollárt. (19. ábra) Az amerikai tőzsdéfelügyeletet a U.S. Security Exchange Commission (SEC) látja el.



89. ábra - A 15 legnagyobb tőzsde piaci kapitalizációja¹³⁵

6.2. Tőzsdék

6.2.1. New York Stock Exchange (NYSE)

A világ legnagyobb tőzsdéje a New York Stock Exchange (a továbbiakban: NYSE), ahol összesen 2 477 céget jegyeznek, ezek közül 1 928 belföldi, 519 pedig külföldi. Az NYSE piaci kapitalizációja 18,34 ezer milliárd dollár.¹³⁶

¹³⁵ <http://www.businessinsider.com/global-stock-market-capitalization-chart-2014-11>

¹³⁶ 2015. szeptemberi adatok alapján. (Forrás: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>)

Tulajdonosi háttér

A tőzsde tulajdonosa 2013-ig a világ első transzatlanti tőzsdecsoportja, a NYSE Euronext volt, amelyet az Intercontinental Exchange Inc. (a továbbiakban: ICE) amerikai székhelyű holdingtársaság ekkor sikeresen megszerzett. Az ICE 2005 óta maga is az NYSE által jegyzett cégek között szerepel.¹³⁷ Az ICE összesen tizenegy szabályozott piac és hét elszámolóház tulajdonosa Amerika- és Európa-szerte.

A kereskedés

Az NYSE-n hétfőtől péntekig helyi idő szerint¹³⁸ 9:30 és 16:00 között folyik a kereskedés, kivéve a tőzsde által előre bejelentett ünnepnapokat. E keretek között az NYSE folyamatos árverést biztosít, ahol a brókerek befektetőik megbízásai alapján bonyolítanak le részvénytranzakciókat.

2007. január 24. óta az NYSE részvényeivel – egy kicsi és nagyon magas árfekvésű állományt leszámítva – elektronikusan leadott utasítások alapján is lehet kereskedni. Jelenleg tehát hibrid piacként működik, ahol mind azonnali online, mind pedig a parketten keresztül ügyletekre is van lehetőség. A technikai újítás jelentősen megváltoztatta a tőzsde életét, 2007 első három hónapjában a megbízások több mint 82 %-a már elektronikusan érkezett.¹³⁹ Az elektronikus piaci környezettel összefüggő kockázatokat az Amerikai Egyesült Államok szabályozó szerveinek – a U.S. Securities and Exchange Commission (a továbbiakban: SEC) valamint a Commodity Futures Trading Commission (a továbbiakban: CFTC) – bevonásával kezelik, amelyek megfelelő védelmi mechanizmusokat követelnek meg.¹⁴⁰

2005-ig a parketten való közvetlen kereskedés jogával 1 366 „ülés” tulajdonosa rendelkezett. A kifejezés eredete azokra az időkre nyúlik vissza, amikor a parkettet még valóban széken ülve foglalták el a kereskedők, akiket gyakran a tőzsde „tagjaiként” emlegettek. 1868-ban 533 ülőhelyet biztosítottak a kereskedők számára, majd a székek száma több lépcsőben 1953-ra 1 366-ra nőtt. Az ülések ekkorra keresett árucikké váltak, mivel gazdájuk rendelkezett a parketten történő közvetlen kereskedés jogával.^{141,142} Hosszú évek során a helyek ára széles skálát járt be, általánosságban mindig igazodva az adott gazdasági környezethez. Árfolyamuk recessziók idején visszaesett, gazdasági fellendülés idején pedig szárnyalt. A legdrágább helyet (inflációtól tisztított történelmi adatokat figyelembe véve) 1929-ben adták el 625 ezer dollárért, ami mai értéken több mint 6 millió dollár lenne. Az utóbbi évek rekordját az 1990-es évek végén 4 millió dollárért értékesített helyek tartják, míg a mélypont 2001-ben következett be, amikor már 1 millió dollárért is meg lehetett szerezni egy széket. Napjainkra a székeket eltávolították és az NYSE évente adja ki kereskedésre jogosító engedélyeit. Saját számlára történő értékesítés esetén nagyjából évi 40 ezer dollárt, kötvénykereskedelemmel közvetítőként foglalkozók számára pedig ezer dollárt kell fizetni. A jogosultságok forgalomképtelenek, de a gazdasági társaság tulajdonosi szerkezetében történő változás esetén átruházhatóak.

¹³⁷ <https://www.nyse.com/quote/XNYS:ICE>

¹³⁸ North American Eastern Time Zone (ET)

¹³⁹ http://usatoday30.usatoday.com/money/markets/2007-07-11-nyse-traders_N.htm

¹⁴⁰ <http://fixglobal.com/home/whats-an-exchange-to-do-the-role-of-the-exchange-in-evaluating-algorithms/>

¹⁴¹ http://www.newworldencyclopedia.org/entry/New_York_Stock_Exchange

¹⁴² A leghíresebb “tőzsdetag” dinasztia a Barnes család, akik már ötödik generáción keresztül foglalnak helyet az NYSE-n. (Forrás: <http://www.worldlibrary.org/articles/nyse>)

1987-ben, a fekete hétfőt¹⁴³ követően megszakítási pontokat építettek a kereskedési rendszerbe a túlzott piaci volatilitás, valamint a pánikszerű, tömeges eladások kivédése érdekében. A „trading curbs” vagy „circuit breakers” kifejezésekkel jelölt belépési pontok a kereskedés meghatározott időre történő felfüggesztését jelentik, meghatározott mértékű árfolyamzuhanás esetén. A legfrissebb, 2013. április 8-a óta hatályos szabályozás szerint az S&P 500 előző napi átlagos záróárfolyamához viszonyított 7 % (Level 1), 13 % (Level 2) vagy 20 % (Level 3) visszaesés esetén a kereskedést felfüggesztik. Level 1 és 2 esetén 15:25-ig 15 percre van erre lehetőség, ezt követően azonban már nem élhetnek ezzel. Level 3 esetében – bekövetkezés időpontjától függetlenül – másnapig felfüggesztik a kereskedelmet. Az első két szinten egy napon belül csak egyszer függeszthetik fel a kereskedést. Így a Level 1 elérését követően újrakezdett kereskedési napon belül legközelebb csak Level 2 elérését követően állhat meg a forgalmazás, majd ezután csak a Level 3 elérésével.^{144,145}

NYSE MKT LLC¹⁴⁶

Az NYSE MKT LLC – korábbi nevén American Stock Exchange (AMEX) – kifejezetten a fiatal, ám magas növekedési potenciállal rendelkező vállalatok támogatására jött létre. A jegyzett vállalatok kihasználhatják az NYSE integrált kereskedelmi platformja, valamint high-tech piaci modellje által kínált valamennyi előnyt, az eladáskor célzott likviditást kínáló szolgáltatókkal kiegészítve. A NYSE MKT különböző szintű jegyzési feltételekkel működik, amelyeket az alábbi táblázat foglal össze.

13. táblázat - Az egyes jegyzési standardokhoz kapcsolódó feltételek¹⁴⁷

NYSE MKT INITIAL LISTING STANDARDS				
Required to meet one of the following distribution criteria:				
Quantitative Standards	Standard 1	Standard 2	Standard 3	Standard 4
Income from continuing operations before income taxes (in latest fiscal year or in two of last three FYs)	\$750,000 ¹			
Market capitalization			\$50 mm	\$75 mm OR \$75 mm ¹ and \$75 mm ¹
Total Assets and Total Revenue				
Market Value of Public Float	\$3 mm	\$15 mm	\$15 mm	\$20 mm
Stockholders' Equity	\$4 mm ²	\$4 mm ²	\$4 mm ²	
Minimum Price	\$3.00	\$3.00	\$2.00	\$3.00
Operating History		2 years		

Required to meet one of the following distribution criteria:			
Distribution Criteria	Option 1	Option 2	Option 3
Public shareholders ³	800	400	400
Public Float (shares) ³	500,000	1,000,000	500,000
Daily trading volume (6 month prior)	-	-	2,000 shares

¹ The applicable requirement must be satisfied in either the last fiscal year or 2 out of 3 most recent fiscal years
² Issuers are required to maintain \$2 million in Stockholders' Equity if the issuer has losses in 2 of the most recent 3 years; \$4 million if the issuer has losses in 3 of the most recent 4 years; or \$6 million if the issuer has losses in the 5 most recent fiscal years.
³ Public shareholders and public float do not include shareholders or shares held directly or indirectly by any officer, director, controlling shareholder or other concentrated (i.e. 10 percent or greater), affiliated or family holdings.

143 1987. október 19-én hirtelen mélyre zuhant a részvények árfolyama az NYSE-n. (Lásd bővebben: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200713/200713pap.pdf>)

144 <https://www.nyse.com/markets/market-model>

146 <https://www.nyse.com/markets/nyse-mkt>

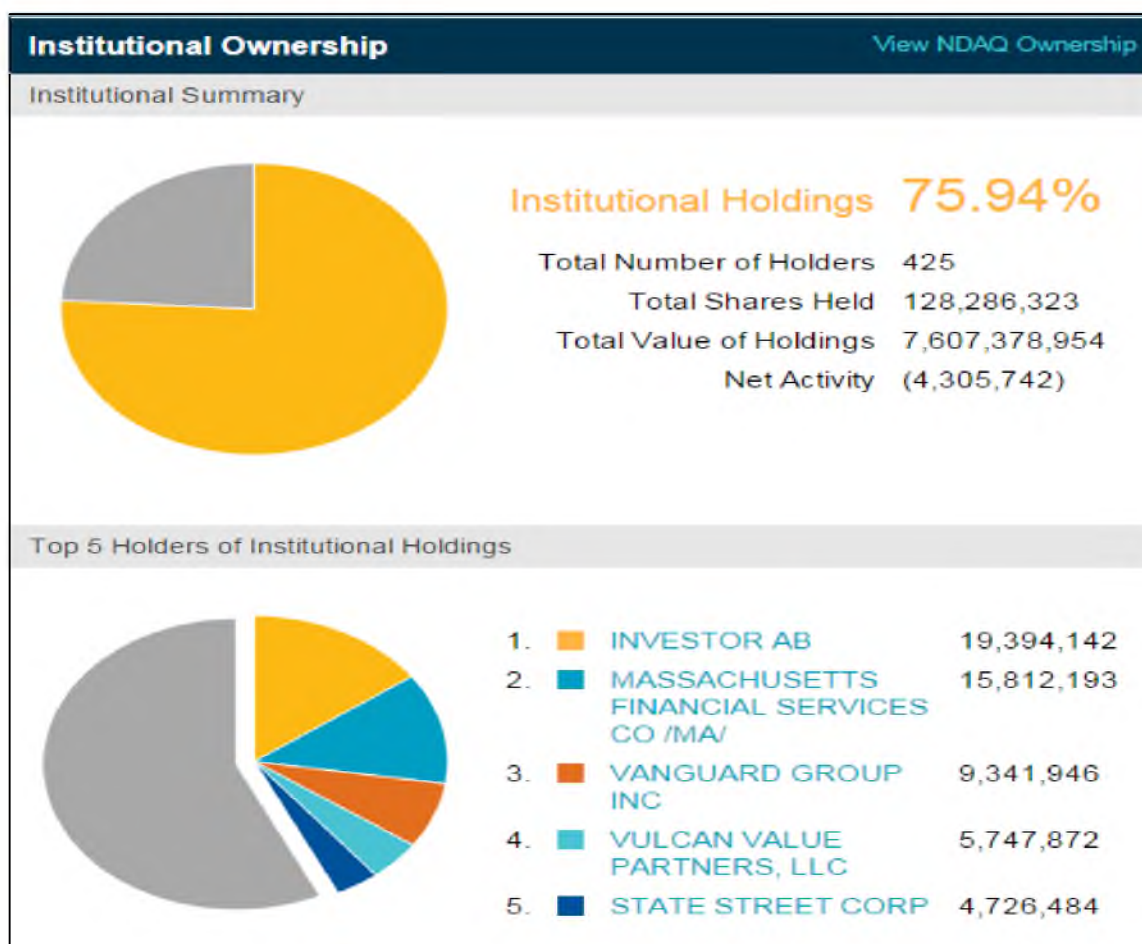
147 https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_MKT_Listing_Standards.pdf

6.2.2. NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)

A NASDAQ a második legnagyobb elektronikus részvénykereskedési rendszer az Egyesült Államokban és egyúttal a világon, piaci kapitalizációja és kereskedési volumene alapján egyaránt. Piaci kapitalizációja 2015 szeptemberében megközelítette a 7 trilliárd dollárt¹⁴⁸. A tőzsdén 3 600 vállalat értékpapírjaival kereskednek, a platform közel 10 000 ügyféllel rendelkezik. A jegyzett vállalatok között megtalálható az S&P 100 részvényindexben szereplő vállalatok 96 százaléka és a Fortune 100 index vállalatainak 90 százaléka. Fő indexe az értéksúlyozású¹⁴⁹ NASDAQ Composite Index, amely a NASDAQ-on jegyzett vállalatok részvényeit tartalmazza. A tőzsde 2000 óta nyilvános részvénytársaság formájában működik, melynek papírjait a NASDAQ-on jegyzik, NDAQ jel alatt.¹⁵⁰

Tulajdonosi háttér

Intézményi befektetők a NASDAQ részvényeinek 75,94 %-át birtokolják. A három legnagyobb tulajdonos az Investor AB svéd befektetési társaság, a Massachusetts Financial Services és a Vanguard Group amerikai vagyongazdálkodók.



20. ábra - A NASDAQ tulajdonosi szerkezete¹⁵¹

¹⁴⁸ <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>

¹⁴⁹ Értéksúlyozású index esetén a benne szereplő komponenseket a piaci kapitalizációjuk alapján súlyozzák

¹⁵⁰ <http://business.nasdaq.com/discover/nasdaq-story>

¹⁵¹ <http://www.nasdaq.com/symbol/ndaq/ownership-summary>

A kereskedés

A NASDAQ három fő tőzsdeszekcióval rendelkezik. A vállalatokat piaci kapitalizáció alapján sorolják be a különböző szekciókba (small, mid, large cap). Kisebbitől a nagyobb felé haladva a szekcióba történő belépési feltételek egyre szigorodnak. A tőzsdén jegyzett vállalatok átlagos éves növekedési üteme a NASDAQ 1971-es megalapítása óta 9,21 százalék.

A tőzsde szolgáltatásai¹⁵²

A NASDAQ négy, egymást kiegészítő üzleti szegmensen belül biztosít ügyfelei számára pénzügyi szolgáltatásokat.

TECH

A NASDAQ Technology Solutions képviseli a tőzsde kereskedési technológiával és szoftverekkel foglalkozó üzletágát. Ügyfelei között vannak klíringházak, brókercégek, szabályozók, állami és magánvállalatok is. A világ értékpapír-tranzakcióinak 10 százalékát a NASDAQ kereskedési technológiája támogatja. A NASDAQ által kifejlesztett kereskedési rendszert több mint 70 részvény piac alkalmazza közel 50 országban.

TRADE

A NASDAQ kereskedési felülete a világ egyik legnagyobb összefüggő tőzsdei hálózatához biztosít hozzáférést: világszerte 26 tőzsde, három klíringház és öt központi letétkezelő tartozik a NASDAQ hálózatához. A tranzakciók számának alapján a NASDAQ Stock Market biztosítja a leglikvidebb piacot az amerikai vállalatok részvényeinek kereskedéséhez. A tőzsdén elérhető termékek palettája igen széles. A vállalati részvények azonnali piacon kívül a határidős piacokon keresztül különböző származtatott ügyletek kereskedésére is lehetőség nyílik.

LIST

A NASDAQ-on jegyzett vállalatokon keresztül szinte minden iparág képviselteti magát az értéktőzsdén. Kiskereskedelmi, egészségügyi, pénzügyi és technológiai vállalatok egyaránt jelen vannak.

First North

A kis- és közepes méretű, növekedés előtt álló vállalatok számára külön szekció áll rendelkezésre, kevésbé szigorú belépési feltételekkel. A NASDAQ First North stockholmi székhelyű szekció, amely a fő piaccal párhuzamosan működik, s ahol a kereskedés azonos kereskedési rendszeren keresztül zajlik. A befektetők számára a First North lehetőséget biztosít a növekedés előtt álló vállalatok részvényeinek megvásárlására, a jegyzés előtt álló vállalatok pedig tapasztalatot gyűjthetnek, mielőtt belépnének a fő szekcióra. A First North szekcióból évente átlagosan 5 vállalat képes elérni a fő piacra való belépési küszöböt.^{153, 154}

¹⁵² <http://business.nasdaq.com/discover/nasdaq-story/our-businesses/index.html>

¹⁵³ <http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nasdaq-first-north>

¹⁵⁴ <http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/firstnorth>

INTEL

A tőzsde önálló adatszolgáltatást végez ügyfelei számára, ami szerves részét képezi a kereskedési döntések előkészítésének.

NASDAQ Enterprenurial Center¹⁵⁵

A NASDAQ technológiai fókuszú tőzsdéként vált világhírűvé, ahol a Szilícium-völgy legelismertebb vállalatai léptek tőzsdére. A kaliforniai technológiai startupok IPO-i iránti versenyének növekedése miatt a NASDAQ még a kibocsátás előtti időszakban fel kívánja venni a kapcsolatot a Szilícium-völgy kis és középvállalataival. 2015 szeptemberében a NASDAQ San Fransisco kereskedelmi központjában nyitott inkubátorházat. A központ üzleti képzéseket, mentorprogramot, illetve kapcsolatépítési lehetőségeket biztosít a térség vállalkozói számára. A programokban való részvétel ingyenes, a résztvevőktől csupán referenciákat várnak az inkubátorház korábbi vállalkozótársaitól vagy tanáraitól.

6.2.3. Chicago Stock Exchange (CHX)¹⁵⁶

Az Amerikai Egyesült Államok harmadik legnagyobb városában található Chicago Stock Exchange (a továbbiakban: CHX) önszabályozó nemzetközi értékpapírpiacként végzi tevékenységét a SEC felügyelete alatt. A National Market System szerves részét képező piac minden amerikai tőzsde versenyképes alternatíváját kínálja, a kereskedés megkönnyítése érdekében akár virtuálisan is, hiszen az NYSE, az NYSE Amex Equities, valamint a NASDAQ által jegyzett valamennyi értékpapír kereskedését lehetővé teszi.¹⁵⁷

A CHX-et 1882-ben alapították. Első elnöke Charles Henrotin volt. Működése első egy hónapjában 749 kereskedőhelyet értékesítettek. A XX. század eleje számos kihívás elé állította a piacot, az I. világháborút követően ideiglenesen a kereskedés felfüggesztésére is kényszerítette, röviddel az újranyitást követően pedig az 1929-es tőzsdekrachhal kellett szembenéznie. 1949-ben a CHX egyesült a St. Louis-i, clevelandi és minneapolis-i St. Paul-i tőzsdékkal, s ezzel létrejött a Midwest Stock Exchange.¹⁵⁸ A tőzsde 1993-as megújítását követően azonban ismét visszakapta régi nevét.

A CHX vállalati struktúrája és kereskedési rendszere kiemeli az elmúlt évekre jellemző tőzsdei folyamatokat:

- 2007 februárjában a SEC jóváhagyása mellett nonprofit, tagjai tulajdonában álló cégből részvényesi szerkezetre váltott;
- 2005 júliusában bevezette az *Electronic Book* kereskedési felületet;
- 2006 februárjában előzetes SEC-jóváhagyásért folyamodott új kereskedelmi modelljének bevezetése érdekében, ami 2007 februárjától teljes átállást eredményezett a *New Trading Modell* alkalmazására.

A CHX elektronikus rendszert működtetve összeköttetést biztosít intézményközi kereskedelemre vagy akár tőzsdén kívül jegyzett cégek kereskedésére is.

¹⁵⁵ <http://www.stockhouse.com/news/newswire/2015/09/24/nasdaq,-operator-of-well-known-public-stock-exchange,-is-opening-centre-for-private-startu>

¹⁵⁶ <http://www.stockmarkets.com/exchanges/north-america/chicago-stock-exchange/>

¹⁵⁸ <http://www.chx.com/chx/history/>

Mindez szemlélteti azt, hogy a CHX tudta tartani a lépést a gyorsan fejlődő technikával annak érdekében, hogy a nyilvánosan jegyzett cégek számára képes legyen biztosítani a XXI. század korszerű kereskedelmének valamennyi előnyét.

6.3. A kisvállalati finanszírozás helyzete az USA-ban

Az ötszáz alkalmazottnál kevesebbel rendelkező kis- és középvállalkozások alkotják az amerikai gazdaság gerincét. Az összes amerikai vállalat 99 százaléka kis- és közepes méretű, a magánszektor munkavállalóinak több mint 50 százalékát foglalkoztatja és az új munkahelyek 65 százalékát teremti elő a magánszektorban.

A hatékony működés érdekében a kkv-k számára elengedhetetlen a megfelelő finanszírozási formákhoz való hozzáférés. A 2008-as válság óta a kis- és középvállalkozások hitelfelvételi lehetőségei jelentősen romlottak. A Bázeli III-as tőkekövetelmények hatálybalépése óta a szektorral szemben támasztott banki követelmények tovább szigorodtak. A kkv-k sajáttőke-finanszírozása is nehezebbé vált, ahogy a kockázati tőke-befektető társaságok egyre inkább az érett stádiumban lévő vállalatokat preferálják a kockázatosabb, növekedési stádiumban lévő startupok helyett.

A TradeUp Capital tőkealap 2015-ös elemzése az alábbi módon foglalta össze az amerikai kkv-k finanszírozási helyzetét:¹⁵⁹

- A kkv-k **banki hitelezésének** helyzete sokat javult, de még nem érte el a válság előtti szintet. Az 1 millió dollár vagy annál kisebb értékű kkv-hitelek teljes állománya 2014 decemberében 302,06 milliárd dollár volt, 34 milliárd dollárral kevesebb, mint 2008-ban.
- A vállalati vezetők **optimistábbak a hitelfelvételi lehetőségekkel kapcsolatban**. A Wells Fargo által 2015 januárjában megkérdezett 600 kkv-tulajdonos 34 százaléka szerint könnyen tudtak hitelt felvenni. 2014 januárjában ugyanezen felmérés során a válaszadók csupán 28 százaléka válaszolt hasonlóképpen a feltett kérdésre.
- A szövetségi kormányzati források kiegészítő szerepet játszottak a válság után csökkenő kis- és középvállalati hitelezésben. A **Small Business Administration (SBA)** kormányzati ügynökség 2014-ben 29,6 milliárd dollárral támogatta a kkv-k hitelezését, ami közel megegyezik a 2012 és 2013-as évi támogatásuk mértékével.
- Az egyre népszerűbb **online hitelezői piac** a kisvállalatok számára kínál relatíve olcsó és gyorsan hozzáférhető finanszírozási formát 250 000 dollár alatt. Becslések szerint 2014-ben ezek az online felületek rekordösszegű, összesen 8,6 milliárd dollárnyi tőkét gyűjtöttek. Bizonytalanságra adhat okot a szektort várhatóan érintő, jövőbeni pénzügyi szabályozás.
- A **kockázati tőke-befektető társaságok** 4 356 üzletet kötöttek 2014-ben, melyek teljes értéke elérte a 48,3 milliárd dollárt. Ez új rekordnak számít a 2000-es évek internet boomja óta. Továbbra is jellemző az internetes és szoftveripari cégek dominanciája.¹⁶⁰

¹⁵⁹ http://www.tradeupfund.com/uploads/2/6/0/4/26048023/state_of_sme_finance_in_the_united_states_2015.pdf

¹⁶⁰ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-16/it-s-official-startup-funding-last-year-was-biggest-since-2000>

- Az **üzleti angyal** befektetések mértéke a kockázati tőkebefektetések stabil részévé vált 2014-ben. Az üzleti angyalok 2014 első felében 10,1 milliárd dollár értékben fektettek be a kkv-szektorba, ami 4,1 százalékos bővülést jelent 2013 első félévéhez képest.
- A **közösségi finanszírozás** szerepe jelentősen megnőtt. 2014-ben az online finanszírozási formákon keresztül összesen 10 milliárd dollár értékű forrás jutott el a kkv-khoz (2010-ben csupán 1 milliárd).

Melléklet

1. melléklet: A Deutsche Börse AG részesedései¹⁶¹

Deutsche Börse AG			
Eurex Frankfurt AG 100%	Deutsche Boerse Asia Holding Pte. Ltd. 100%	Clearstream Holding AG 100%	Deutsche Boerse Systems, Inc. 100%
Eurex Clearing AG 100%	Eurex Clearing Asia Pte. Ltd. 100%	Clearstream International S.A. 100%	Deutsche Börse Services s.r.o. 100%
Eurex Repo GmbH 100%	Eurex Exchange Asia Pte. Ltd. 100%	Clearstream Banking AG 100%	Impendum Systems Ltd 100%
Eurex Bonds GmbH 79%	Börse Frankfurt Zertifikate AG 100%	Clearstream Banking S.A. 100%	Indexium AG 100%
U.S. Exchange Holdings, Inc. 85%, 15%**	Börse Frankfurt Zertifikate Holding S.A. in liquidation 100%	Clearstream Banking Japan, Ltd. 100%	Market News International Inc. 100%
International Securities Exchange Holdings, Inc. 100%	Tradegate Exchange GmbH 75%, (4%)******	REGIS-TR S.A. 50%	STOXX Ltd. 100%
Eurex Global Derivatives AG 100%	BrainTrade Gesellschaft für Börsensysteme mbH 14%, 14%*****	Clearstream Fund Services Ireland Limited 100%	Infoboise S.A. 50%
Eurex Zürich AG 50%, 50%***	Deutsche Börse Commodities GmbH 16%	Clearstream Global Securities Services Limited 100%	
European Energy Exchange AG 63%		Clearstream Operations Prague s.r.o. 100%	
Powernext SA 66%		Clearstream Services S.A. 100%	
Cleartrade Exchange Pte. Limited 52%		LuxCSD S.A. 50%	
EPEX Spot SE 11%, 40%****			
APX Holding B.V. 100%			
Deutsche Börse Cloud Exchange AG 50%, (15%)******			

¹⁶¹ [http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/10 Deutsche Boerse Group/30 Company Structure](http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/10_Deutsche_Boerse_Group/30_Company_Structure)