

4. | Repópiac Magyarországon

A magyarországi repópiac fejlettségét tekintve jelenleg elmarad a nyugat-európai vagy amerikai repópiacoktól. A hazai repópiacot a jegybanki és az üzleti szféra szerint két részre bontva vizsgáljuk, ugyanis ez a két piaci szegmens meglehetősen eltérő sajátosságokkal rendelkezik.

4.1 Jogi háttér¹

a repó jelenleg nincs törvényileg definiálva

polgári jogi megközelítésben atipikus szerződés

Épt. szerint határidős ügylet

A repó, mint az értékpapírokkal végzett ügyletek egyik csoportja – más megfogalmazás szerint visszavásárlási kötelezettséggel kötött értékpapír-adásvételi szerződés – (és fordított visszavásárlási kötelezettséggel kötött értékpapír-adásvételi szerződés) fogalmát sem a polgári jog, sem az értékpapírtörvény nem határozza meg.

A repó *polgári jogi megközelítésben* egy olyan atipikus szerződésnek tekinthető, amelyben a felek egy értékpapír átruházásával egyidejűleg megállapodnak az értékpapír meghatározott áron történő visszavásárlásában és a szerződés minden egyéb feltételében. Abból a szempontból, hogy értékpapírral kapcsolatban az egyes szerződő feleknek milyen jogai és kötelezettségei vannak, különbségek mutatkoznak az egyes repótípusok között, így a hazai gyakorlatban alkalmazott repóügyletek között a papír átruházása vagy biztosítékként történő kezelése szempontjából megkülönböztetjük a szállítási és az óvadéki típusú repószerződéseket.

Az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapírtőzsdéről szóló 1997. évi CLI. törvény (*Értékpapírtörvény*, a továbbiakban: *Épt.*) fogalom rendszerében a repószerződéseket a határidős értékpapír adásvételi ügyletek közé sorolhatjuk be (*Épt.* 5. § b) pont). *A törvény nem határozza meg sem a határidős értékpapír-adásvételi ügyletek fogalmát, sem a repóügylet fogalmát.*

A jelenleg hatályos jogban a repó fogalmát alacsonyabb szintű, főként *számvetési jogszabályok* határozzák meg, azok sem egységesen.

¹ A fejezet a Szabályozási főosztály Tőkepiaci szabályozási osztályának közreműködésével készült.

A repóügylet fogalmát a *Magyar Nemzeti Bank* éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségeinek sajátosságairól szóló 18/1997.(II.4.) *Korm. rendelet* 2. §-ának (3) bekezdése a következőképpen fogalmazza meg. E jogszabály hatályában, azaz az MNB-re vonatkozó számviteli szabályok szempontjából:

az MNB számviteli szabályozása kitér a repó meghatározására

- repónak minősül az olyan ügylet, ahol a szerződés megkötésével egyidejűleg az egyik szerződő fél per-, igény- és tehermentesen eladja, vagy fedezetül átadja az értékpapírokat a másik szerződő félnek meghatározott összeg ellenében, meghatározott későbbi időpontban és feltételekkel történő visszavételi kötelezettség mellett.
- óvadéki típusú repóügylet az olyan repóügylet, amelyben az értékpapírokat az ügylet (a hitelnyújtás) teljes időtartamára az eladó számlavezetőjénél vezetett értékpapírszámlán a vevő kedvezményezettségével óvadékként zárolják.
- szállítási típusú repóügylet az olyan repószerződés, amelyben az értékpapírokat a pénzügyi teljesítéssel egyidejűleg az eladó számlavezetőjénél vezetett értékpapír-számláról átvezetik (transzferálják) a vevő értékpapírszámlájára, aki az ügylet időtartama alatt az értékpapírokkal szabadon rendelkezhet.

A *hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások* éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségeinek sajátosságairól szóló 198/1996. (XII.22.) *Korm. rendelet* a hitelintézetek vonatkozásában a következőképpen határozza meg a repó – a rendelet fogalom használatában a penziós (elhelyezési) ügylet – fogalmát:

a repóügyletek a precíziós ügyletek közé sorolhatók

- Penziós (elhelyezési) ügylet: az olyan ügylet, amelyben egy hitelintézet, pénzügyi vállalkozás vagy ügyfél (penzióba adó) a mérlegben szereplő vagyontárgyakat – pl. váltót, követeléseket vagy értékpapírokat (ide nem értve a devizát) – ruház át egy másik hitelintézetre, pénzügyi vállalkozásra vagy ügyfélre (a penzió átvevője) olyan megállapodás mellett, hogy ugyanezeket a vagyontárgyakat később egy megállapodott áron visszaszármaztatja – az a), illetve a b) pontban foglaltak szerint – a penzióba adónak.

a) *valódi penziós (elhelyezési) ügylet*: a penzió átvevője kötelezi magát, hogy a vagyontárgyakat egy meghatározott vagy az átadó által meghatározandó időpontban visszaadja,

b) *nem valódi penziós (elhelyezési) ügylet*: a penzió átvevője jogosult arra, hogy a vagyontárgyakat az eladási áron, vagy egy – a szerződésben ettől eltérő feltételeknek megfelelően – előzetesen megállapított más összeg ellenében, egy előre meghatározott, vagy egy általa későbbiekben meghatározandó időpontban szolgáltatassa vissza, a penzióba adó pedig köteles az átadott vagyontárgyakat visszavenni. Nem valódi penziós ügyletnek minősül az is, ha a penzióba adó és

a penzióba vevő úgy állapotodnak meg, hogy egy, a későbbiekben bekövetkező feltétel beálltakor a penzióba vevő visszaadja, a penzióba adó pedig visszaveszi a penzió tárgyát képező vagyontárgyat az eladási áron, vagy egy általuk közösen megállapított áron.

a befektetési vállalkozások szabályozása nem ismeri a repót

A befektetési vállalkozások éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól szóló 197/1996. (XII. 22.) Korm. rendelet nem tartalmazza a repó fogalmát, ilyen ügyletet nem ismernek, és nem is utal vissza a 198/1996. (XII. 22.) Korm. rendeletre sem.

4.1.1 A repóügyletek szabályozatlanságából eredő problémák

Abból adódóan, hogy a repóügyleteknek nincs egységes szabályozása, elfogadott és egzakt fogalma, ez az ügylettípus alkalmas a jogszabályok megkerülésére, a szabályozás kijátszására és így a szabályozás hatékonyságának lerontására.

A devizajog szempontjából a repóügyletek jogi megítélése nem egységes. Van olyan vélemény, amely szerint a repóügylet a devizáról szóló 1995. évi XCV. tv. 3. §. 28/b pontjába foglalt meghatározásnak megfelelően átruházható eszköznek tekinthető, mivel

- olyan jogról vagy követelésről szóló, értékpapírnak nem minősülő okirat kiállítása történik, amely
- pénzkövetelésről vagy tagsági viszonyról kiállított értékpapír átvételét igazolja, és
- az ügylet futamideje alatt az értékpapírok felett közvetett rendelkezést tesz lehetővé.

A devizatörvény a rövid lejáratú tőkeműveleteket nem tekinti liberalizálnak, ezért úgy rendelkezik, hogy „devizahatósági engedéllyel idegenítheti el a devizabelföldi a devizakülföldinek a devizabelföldi által

- kibocsátott olyan kötvényt és más hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt, továbbá pénzüpiaci eszközt, amelynek a kibocsátáskori lejáratú ideje rövidebb mint 365 nap,
- kiállított átruházható eszközt (Dtv. 35. §. (5) a)–b) pontok)”²

Az átruházható eszköz Dtv. szerinti fogalmába tartozik, többek között

- pénzkövetelésről kiállított – értékpapírnak nem minősülő – okirat,
- az olyan értékpapírnak nem minősülő okirat, amely valamilyen pénzkövetelésről szóló okirat vagy értékpapír, valamint tagsági jogot megtestesítő értékpapír átvételét igazolja, vagy ezek felett közvetetten a rendelkezést lehetővé teszi,

² A felsorolás nem teljes, az csak az ügy szempontjából releváns törvényi rendelkezéseket tartalmazza.

- pénzköveteléssel végzett határidős ügylet, továbbá árfolyam- és kamatkockázati csereügylet és más származékos ügylet, függetlenül attól, hogy arról okiratot állítottak-e ki vagy sem (Dtv. 3. § 28. b) és e) pont).

A devizatörvény szempontjából más a megítélése a „repó-ügyleteknek”, ha két különálló, azonnali értékpapír-adásvételi szerződésnek tekintjük azokat, mert akkor a szerződés tárgya az értékpapír alapján éven túli lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapír elidegenítésének minősül az ügylet, és így nem kell hozzá devizahatósági engedély. (Ez így jogilag nem is repóügylet, és nagy a kockázata a visszavásárlási szerződésnek, mert nem kötnek ki benne biztosítékot.)

a repót tekinthetjük adásvételnek...

Más a megítélése a repóügyleteknek akkor, ha az ügyletet egy azonnali értékpapír adásvétel és egy határidős ügylet kombinációjának tekintjük, mert akkor az ügylet akár együttesen, akár csak a határidős lábát tekintve devizahatósági engedélyköteles.

Más a repóügylet devizajogi minősítése abban az esetben, ha hitelnek tekintjük az ügyletet, mivel a repóügyletek, illetve -szerződések beleillenek a Dtv. hitel fogalmába is (Dtv. 3. § 30. d) pont).

... vagy hitelügyletnek

A Dtv. 3. § 30. pontja szerint hitel:

- „a) a pénzürtékre szóló kölcsön,
- b) a halasztott fizetés (kereskedelmi hitel, áruhitel, céghitel),
- c) az előleg és előrefizetés,
- d) az előző pontokban meg nem határozott olyan visszavásárlási kötelezettséget tartalmazó megállapodás, amelynek alapján a visszavásárlás az eladáskori árnál (értéknél) magasabb áron (értéken) történik: annak megállapításánál, hogy az ár (érték) magasabb-e az eladáskori árnál (értéknél) a visszavásárlással összefüggésben bármilyen jogcímen járó összeget egybe kell számítani.”

A repó körüli jogi bizonytalanságot fokozza, hogy ezek az ügyletek közgazdasági tartalmukat tekintve leginkább hitelműveletek. A hitelműveletté történő minősítést az idézett jogszabályok is helyenként megerősítik, pl. ezt támasztja alá a penziós ügyletek szabályozása a hitelintézetekre vonatkozó számviteli kormányrendeletben. Az MNB-re vonatkozó számviteli kormányrendelet terminológiája még használja is az óvadéki típusú repónál a hitelnyújtás kifejezést.

a repóügyletek közgazdasági tartalmukat tekintve leginkább hitelműveletek...

Mégis a repóügyletek jogi formájukat tekintve értékpapír-adásvételi szerződések (a tulajdonjog bizonyos részelemeinek korlátozásával) mégpedig egy azonnali és egy határidős adásvétel összekapcsolásából keletkező összetett szerződések.

... mégis jogi formájukat tekintve értékpapír-adásvételi szerződések

A befektetési alapok a szabályozásban található következetlenséget használják ki arra, hogy megkerüljék a rájuk vonatkozó szigorú – kockázatot csökkentő, a befektetési alap portfólióját védő – szabályok érvényesülését. A befektetési alapokról szóló 1991. LXIII. tv. 9.§ (3)–(4) bekezdése tiltja az alapkezelő társaság részére, hogy az

a befektetési alapok repók segítségével kerülnek meg a rájuk vonatkozó szabályozást

általára kezelt alap saját tőkéjét zálogjoggal vagy egyéb módon megterhelje, és az alap saját tőkéjének terhére (a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok megvásárlását kivéve) kölcsönt nem nyújthat. A törvény 36. § (4) bekezdése előírja a letétkezelő részére, hogy az általa őrzött, a befektetési alap tárcájában lévő értékpapírokat (a KELER kivételével) időlegesen sem bocsáthatja más birtokába.

Mindezek a szabályok, különösen az alap saját tőkéje kockáztatásának a kizárására irányuló 9.§ (3)–(4) bekezdések megkerülhetők repóügyletek kötésével.

A repó körüli teljes bizonytalanságot mutatja, hogy az utóbbi időben a pénzügyi jogi szaksajtóban több olyan cikk jelent meg ügyvédek részéről, amelyek nem tartják kizártnak, hogy a bíróság a repószerződést – az általános polgári jogi elvek alapján – semmisnek nyilvánítsa azon az alapon, hogy a visszavásárlási kötelezettséggel kötött értékpapír-adásvételi szerződés egy hitelviszonyt leplez, és mint ilyen leplezett szerződés nem létezik, jogi érvennyel nem bír, hanem azt a szerződést kell figyelembe venni, aminek az elleplezésére az adásvételi szerződés irányul, azaz valójában a hitelszerződést. Ebből az a következtetés adódik, hogy a hazai jogi irodák által a külföldi befektetőknek adott jogi vélemények is ilyen bizonytalan talajon állnak, és azt sem lehet egyértelműen megmondani, hogy jogvita esetén a független bíróság milyen szakvéleményre alapozva hozna ítéletet, s hogy az ítéletnek mi lenne a tartalma. A külföldi befektetések szempontjából – különösen, ha szankcióval akarjuk sújtani a szabályszegőket – egyértelmű szabályozási háttér megalkotása szükséges.

4.1.2 A repó szabályozása az Európai Unió tőke megfeleléséről szóló irányelvben

A Tanács 93/6/EECs. 1993. március 15-i Határozata a befektető cégek és hitelintézmények tőke megfeleléséről a következő definíciót tartalmazza a repó- és a passzív (fordított) repóügyletekről. (Az idézet a direktíva Official Journalban megjelent hivatalos magyar nyelvű fordítása.)

*az EU rendelkezik
konkrét
repódefiniációval...*

„17. Visszavásárlási megállapodás és fordított visszavásárlási megállapodás bármilyen megállapodás, amelyben egy intézmény (bank vagy brókerház) vagy partnere értékpapírok vagy értékpapírokra vonatkozó, garanciával fedezett tulajdonjog átruházásáról rendelkezik, a hivatkozott garanciát egy hivatalosan bejegyzett, az értékpapírok tulajdonjogát birtokló értéktőzsde állította ki, és a megállapodás nem teszi lehetővé egy pénzügyi intézménynek, hogy – az értékpapírok (vagy azokat kiváltó hasonló jellegű értékpapírok) megha-

tározott áron és előre meghatározott vagy meghatározandó jövőbeli időpontban való visszavásárlására vállalt kötelezettség mellett – egyidejűleg egynél több partnerre ruházza át vagy egynél több partnernél elzálogosítson egy bizonyos értékpapírt: a megállapodás az értékpapírokat eladó intézmény szempontjából visszavásárlási megállapodásnak, az értékpapírokat megvásárló intézmény szempontjából fordított visszavásárlási megállapodásnak minősül.

Egy fordított visszavásárlási megállapodás interprofesszionális ügyletnek minősül olyan esetben, amikor a partnerre kiterjed a Közösség szintjén megvalósuló prudenciális koordináció, vagy a partner A övezetű pénzintézmény a 89/647/EEC Határozat szerint, vagy egy elfogadott harmadik országbeli befektető cég, vagy amikor a megállapodás egy bejegyzett klíringházzal vagy tőzsdével jön létre.

18. Értékpapír-kölcsönzés és értékpapírkölcsön: minden olyan tranzakció, aminek keretében egy intézmény vagy partnere megfelelő fedezeti biztosíték mellett átruházza értékpapírjait egy olyan kötelezettség ellenében, miszerint az átruházás kedvezményezettje – a kölcsönvevő – kötelezettséget vállal arra, hogy egy bizonyos jövőbeli időpontban vagy az átruházó felszólítására egyenértékű értékpapírokat szolgáltat vissza az átruházónak: az ügylet az átruházó intézmény szempontjából értékpapír-kölcsönzésnek, a kedvezményezett intézmény szempontjából értékpapírkölcsönnek minősül.

Egy értékpapír-kölcsönzés interprofesszionális ügyletnek minősül olyan esetben, amikor a partnerre kiterjed a Közösség szintjén megvalósuló prudenciális koordináció, vagy a partner A övezetű pénzintézmény a 89/647/EEC Határozat szerint, vagy egy elfogadott harmadik országbeli befektető cég, vagy amikor a megállapodás egy bejegyzett klíringházzal vagy tőzsdével jön létre.”

Tájékoztatásul megjegyezzük, hogy az EU 2000 júniusától a nemesfémekre és az egyéb árukra is kiterjeszti a tőkemegfelelés szabályozását és az áru fogalmát a repó- és értékpapír-kölcsönzés tárgyai közé beveszi.

... és az értékpapír-kölcsönzés is szabályozva van

4.2 Számviteli problémák

Nemzetközi viszonylatban számos ország nem rögzít repóügyletekre vonatkozóan specifikus könyvviteli szabályokat. A nemzetközi számviteli alapelvek azonban azt mondják ki, hogy az eseményeket nem aszerint kell könyvelni, amilyen formában azok megjelennek, hanem *közgazdasági tartalmuk alapján*. A repó esetében ez azt jelenti, hogy a megjelenési formája lehet ugyan prompt eladás és határidős vétel; ha tartalmát tekintve ez egy fedezett hitelt testesít meg, akkor hitelügyletként kell könyvelni.

közgazdasági tartalmuk alapján kell könyvelni

EU számviteli irány-
elvek

Az Európai Unió Banki Számviteli Irányelvei (*Bank Accounting Directive*) szerint azokat a repóformákat, amelyeknél a papír nem kerül a vevő birtokába (óvadéki, illetve háromszereplős repó) a következő alapelvek szerint kell könyvelni:

A vevő szempontjából:

- A megvásárolt értékpapír nem kerül a mérlegbe.
- A fizetett vételár eszközoldalon kerül kimutatásra, olyan tételeként, mint bármely pénzüpiaci hitelnyújtás. Azon belül viszont lehetőség van a számla megbontására és a repóból származó hitelállomány feltüntetésére.

Az eladó szempontjából:

- Az eladott értékpapír az eladó mérlegének továbbra is részét képezi, de át kell vezetni egy specifikus – megjelölt – számlára, amelyen fel van tüntetve, hogy ez az állomány ki van repózva.
- A kapott vételár forrásoldalon kerül kimutatásra éppúgy, mint a pénzüpiaci kölcsön felvétele esetében. Itt is lehetőség van a felvett hitelek számla megbontására repóból származó, illetve általános pénzüpiaci hitelfelvételre.

A repóelszámolás egyes különleges esetei

A PSA/ISMA szerződés egyik fontos pontja szerint, amikor a két repózó fél egymással repó- és fordított repóügyletek sorozatát köti, teljesítésképtelenség esetén beszámíthatók egymásba az ellentétes irányú ügyletek (nettósíthatók a pozíciók). A számviteli gyakorlat ezt nem tudja minden esetben követni, mivel a szerződéseknek különböző lejárataik vannak, különböző papírok szerepelnek benne – így a bruttó elvű elszámolás gyakori ilyen esetekben. Egyes országokban azonban mégis megengedett az ellentétes pozíciók egymással szembeni törlése és nettósított figyelembevétel a mérlegben (a GMRA is lehetővé teszi ezt).

Főleg az USA-ban fordul elő a repónak az a fajtája, hogy a lejáratkor más – a vásárolt papírokkal megegyező piaci értékű – értékpapírokat adnak vissza. Ilyenkor is a fentiekhez hasonló módon kell könyvelni. Ebben az esetben is abból kell kiindulni, hogy a repó közgazdasági tartalma megtestesíti-e a hitelezést, avagy az értékpapír értékesítése és későbbi visszavétele a cél.

Magyarországon jogi
szabályozatlanság

A repóügyletek számviteli értelmezése Magyarországon leginkább a jogi szabályozatlanság miatt aggályos. A Számviteli és az Értékpapír törvény nem tesz említést a repóügyletről. Ezáltal – általában – az alkalmazóra van bízva, hogy eladásnak és egy későbbi időpontra vonatkozó (mérleg alatti) visszavásárlási kötelezettségnek vagy kölcsönügyletnek könyveli. Mind a két megoldás eltér a repó közgazdasági tartalma által meghatározott repófogalom lényegétől.

A jogalkotók sajnos más törvényben sem alkottak arról egyértelmű és általános érvényű rendelkezést, hogy minek minősül a

repóügylet. Ez számos könyvelési megoldást szült a gyakorlatban. A könyvviteli kimutatás emiatt sokszor nem a valóságnak megfelelő. Egyesek kölcsönügyletként könyvelik, mások két prompt adás-vételnek, ismét mások pedig a prompt eladás mellett mérleg alatt könyvelik a határidős kötelezettséglábat is.

A repó könyvelhető *kölcsönügyletként*. Ilyenkor az eladó könyveiből nem kerül ki az állampapír. Ugyanakkor forrásoldalon új pénzüsszeghez (forráshoz) jut, ami eszközoldalon pénzként jelenik meg. A bankok (vagy szakosított hitelintézetek) és a nem bankok között a kölcsönügyletként könyvelt repó tartalékköteles, mivel a forrásállományban növekedés jött létre. Ez a potenciális repópiac jelentős szegmensét tántorítja el attól, hogy a közgazdaságilag repótartalmú ügyleteket valóban repónak könyvelje.

*könyvelhető kölcsön-
ügyletként*

Megjegyezzük azonban, hogy a *bankok közötti* repóügyletek kölcsönügyletként történő könyvelése tartalékképzési szempontból nem hátrányos egyik fél számára sem (hiszen ez bankközi hitelnek minősül, amelyre nem kell kötelező tartalékot képezni), tehát a repó kikerülése érdekében azonnali végleges eladás és visszavásárlásként könyvelt ügyleteknek bankok között nincs létjogosultsága (ezt azonban esetenként az bankok sem megfelelően vagy félreértelmezik).

A könyvelés másik gyakorlata, amikor az *állampapír kivezetésére kerül* a mérlegből (E/V-ként könyvelik). Ilyenkor az ügylet határidős lábát elméletben mérleg alatti kötelezettséggként kell(ene) nyilvántartani. Kevésbé prudens bankoknál előfordult olyan gyakorlat, hogy a devizatörvényt megsértve, éven belüli futamidejű határidős visszavásárlási típusú ügyletkötésre került sor. Ebben az esetben a bank, amennyiben a könyvelésében fellelhető az ügylet határidős lába, egy devizahatósági ellenőrzés során komoly retorzióknak teszi ki magát, ezért előfordul, hogy a határidős ügylet nem kerül lekönyvelésre. Az üzleti szférában az egyik legelterjedtebb gyakorlat a külföldiekkel folytatott repó könyvelésével kapcsolatban az, hogy az értékpapír-eladást azonnali ügyletként könyvelik, míg a visszavásárlási kötelezettséget nem juttatják el a könyvelésre, csupán analitikus nyilvántartást vezetnek valamely kevésbé feltűnő helyen (fiókszerződés), majd az ügylet második lábának időpontjában szintén azonnali ügyletként számolják azt el.

*könyvelhető eladási
és visszavásárlási
ügyletként*

A végleges eladásként történő könyvelési módnak számos hátránya van a vállalkozás gazdálkodására tekintettel; ezek a következők:

*az E/V könyvelés
hátrányai*

- az eredményt rontó (vagy javító) hatás nem a megfelelő üzletágban jelentkezik,
- a készletértékelés során gondot – esetenként veszteséget – okozhat,
- eltéríti a piaci átlaghozamokat,
- torzítja a statisztikai kimutatásokat.

A 4.2.1-től a 4.2.4 fejezetig leírt problémák a prompt eladásnak és későbbi azonnali visszavásárlásnak könyvelt, de tartalmuk alapján repóügyletekként jellemezhető tranzakciókra vonatkoznak.

4.2.1 A vállalkozás eredményének üzletágak közötti és időben történő átrendezésének hatása

eltéríthető az eredmény jelentkezésének időpontja

A repó azonnali végleges eladásként a mérlegből kivezetve és később szintén azonnali visszavásárlásnak könyelve eltérítheti az eredmény jelentkezésének időpontját (akár az egyik évről a másikra is), illetve megzavarhatja a vállalkozás egyes területeinek eredménykimutatását.

A papír eladója kénytelen a kamatokkal és a haircuttal csökkentett áron eladni a fedezetként szolgáló papírt, ezzel veszteséget realizál. Visszavásárláskor azonban a haircuttal csökkentett értéken vásárolja vissza, ami ezen az áron kerül könyvelésre.

3. táblázat

Az azonnali adásvételként könyvelt repó számviteli folyamata

	Papír eladója	Papír vevője
Az ügylet előtt	Beszerzi a papírt piaci árfolyamon. Ezen kerül a mérlegébe.	
Az ügylet prompt lábánál	Eladja a papírt kamattal és marginnal csökkentett árfolyamon. Veszteséget realizál az értékpapír-kereskedelem során.	Megvásárolja a piacinál olcsóbban a papírt, és beszerzési (alacsonyabb) értéken kerül a könyveibe.
Az ügylet promptnak könyvelt határidős lábánál.	Visszavásárolja a papírt a marginnal csökkentett árfolyamon, és ezen a beszerzési áron veszi nyilvántartásba. Ezt követően a papír eladásáig a kamatköltségen kívül a margin is veszteségként jelenik meg.	Eladja a piacinál a marginnal alacsonyabb, de a beszerzési árnál a kamatokkal magasabb árfolyamon. A kamat a hitelezés helyett az értékpapírokkal kapcsolatos műveletek eredménye során szerepel.
Az ügyletet követően	Eladja az értékpapírt piaci árfolyamon, és realizálja a margint nyereségként.	
Az ügylet eredője az eredmény szempontjából.	A valójában kamatköltség az értékpapírügyletek eredménye sort rontja. Ha a mérleg fordulónapja az ügylet alatt van, kisebb eredmény kimutatása. Ha az értékpapír eladása előtt, de az ügylet után, akkor is kisebb az eredmény.	A kapott kamat nem a hitelezés eredményét, hanem az értékpapír-kereskedelem eredményét növeli.

A repó prompt eladásánál (esetünkben jellemzően) az állampapírt a piaci értéke alatt – diszkont tényezővel (repókamattal) és haircuttal – csökkentett értéken vásárolja meg a passzív fél (passzív félnek nevezzük az első tranzakció alkalmával a papír vásárlóját, aki később visszaadja a papírt). Tehát – amennyiben azt feltételezzük, hogy a papír árfolyama állandó – az adott állampapírt a passzív fél korábban magasabb bekerülési (piaci) értéken vásárolta. Amikor a repó prompt lába megvalósul, a passzív félnek el kell könyvelnie a veszteséget a korábbi (tényleges) állampapír-vásárlás és a repó-ügylet keretében történő azonnali eladás között.

A repó határidős lábánál a haircuttal növelt – tehát ismételten nem a piaci – áron kerül visszaszármaztatásra a papír, szintén OTC adásvétel formájában. Ezzel az ügylettel az aktív fél (aktív félnek nevezzük az első tranzakció során a papír eladóját, aki a második ügyletlábnál visszavásárolja a papírt) ismételten hátrányos helyzetbe kerül, mivel ugyan az értéke alatt vásárolta vissza az állampapírt, de ahhoz, hogy könyvvitelileg mérsékelje az első lábnál elszenvedett veszteséget (realizálja a haircutot), el kell adnia piaci áron a visszakapott papírt.

a treasury nem feltétlenül érdekelt az E/V könyvelésben

Példa a repó prompt adásvételként történő elszámolásra

Egy példa segítségével vizsgáljuk meg ezt a helyzetet. Az aktív fél átad (illetve jogilag elad) a passzív félnek 100 egység értékű állampapírt. Feltételezzük, hogy az állampapír nettó árfolyama az egész idő alatt változatlan. A 100 egységnek elegendő fedezetet kell nyújtania a hitel összegére, a felhalmozott ügyleti kamatra, illetve a marginra. Ha feltételezzük, hogy a repó futamidejére vonatkoztatott kamat 8 egységnyi és a margin 2 egységnyi, akkor az aktív fél 90 egységért adja el a papírt. Ebben az esetben a könyvelés már eleve a fix kamatozású üzletek területére mutat ki 10 egységnyi veszteséget a papír eladójánál, hiszen a 100 egységért beszerzett papírt 90 egységért értékesíti.

Amikor aztán eljön a visszavásárlás ideje, az aktív fél 98 egységet fizet a piacon 100 egységet érő papírért. Így a könyvelés az aktív félnél 2 egységnyi nyereséget tud kimutatni, de azt sem azonnal, hanem csak akkor, amikor a 98 egység bekerülési értéken nyilvántartott kötvényt eladja (100 egységért). A nyereség egy későbbi időpontban és ismételten az értékpapír-műveletek eredménye soron jelenik meg.

A valós tartalma az ügyletnek leginkább hitelezés, ami azt jelenti, hogy a két árfolyam közötti különbség – ebben az esetben 8 egység – a hitel díja (kamata). A hiteldíj pedig a könyvelés nem megfelelő során fog megjelenni.

A passzív fél esetében az ügylet ellentétes előjellel zajlik. Az eset annyival egyszerűbb, hogy a prompt vásárlás során kerül készletbevitelre az állampapír a vásárláskori értéken. A határidős láb során pedig azonnal jelentkezik a nyereség. Ilyen szempontból tehát a hitelezés eredménye azonnal megjelenik az állampapírok adásvétele soron, és a marginnal ebben az esetben semmi dolgunk nincs, hiszen a határidős láb során automatikusan kinullázódik.

Az egész ügylet végén az aktív fél gyakorlatilag a hitelkamato-
kat fizette meg, ami viszont nem a vállalkozás hitelköltségei, hanem
az értékpapír-ügyletek eredménye soron jelenik meg az eredmény-
kimutatásban, ezáltal rontaná az adott tevékenység eredményét.
Emiatt sok helyen eleve érdektelen a treasury fix hozamú papírokkal
foglalkozó területe az ilyen finanszírozási igény eladás és határidős
visszavásárlás formájában történő feltüntetésében.

4.2.2 A készletértékelés anomáliái

*a készletértékelés so-
rán a zárolás és érté-
kesítés nehézségei*

A készletértékelés problémáit egy példán keresztül mutatjuk be.
Egy bróker cég hétfőn vásárol 100 darab államkötvényt 100%-os
árfolyamon. Kedden pénteki felszabadítással zárol fedezetként
100 egységet. Szerdán újabb 100 darabot vesz 110%-os árfolya-
mon. Csütörtökön elad 100 egységet. Pénteken felszabadítja a fe-
dezetet.

Feltételezésünk szerint a bróker cég a FIFO készletértékelési
módszert alkalmazza.

Kérdéses, hogy kikerül-e a készletből a fedezetként zárolt papír
(E/V ügyletekként könyvelt repó, illetve szállítási repó esetben
jellemzően kikerül). Amennyiben kikerül, úgy a FIFO módszer alap-
ján a 100%-on vásárolt papír, amit a KELER 95%-on fogad be, a zá-
rolás feloldásakor ugyanezen az árfolyamon vissza is kerül. Ha a zá-
rolással egyidőben a papírok kivezetésre is kerülnek a saját készlet-
ből, akkor 5% veszteség keletkezne, mivel a 100%-on vásárolt papír
95%-on kerül vissza, miközben gyakorlatilag semmilyen veszteség
nem keletkezett. A konfliktus könyvviteli feloldása érdekében el kel-
lene adni a visszakapott papírt a piacon.

Ezek alapján nem javasolható, hogy a zárolás az adásvételhez
hasonló készlettel legyen, inkább a mérleg alatti tételek között
vagy egyes analitikákban kellene kimutatni.

Az eladott papírok értékesítésének készletértékelési problémái
a következők. A 100 darabos eladás FIFO alapon a 100%-os
árfolyamú papírból történik. Ugyanakkor a zárolás is ebből a papírból
történt. Mondhatjuk tehát – a FIFO eljárás mellett – azt is, hogy az el-
adás a 110%-os csomagból történt, hiszen a 100%-os csomag záro-
lás alatt állt, abból nem lehetett eladni. A választásunktól függően le-
het 100%-ot vagy 110%-ot könyvelni az eladott papír beszerzési
költségeként, ami az eredményre is hatással van.

Megoldás lehetne, ha a FIFO elvet úgy alkalmaznák a vállalko-
zások, hogy mindig a FIFO után megmaradó csomagot tekintenék
zároltnak. Ez viszont akkor mond csődöt, amikor analitika szintjén,
fizikai formában, sorszámmal ellátott zárolt értékpapírokból gon-
dolkodunk.

4.2.3 A piaci átlaghozamok eltérítése

A végleges értékpapír-eladások kimutatásai között gyakran végleges eladásokként feltüntetett repóügyletek rejtőznek. A repóügylet előállításához nyilván az szükséges, hogy a repókamat az adásvételek közötti árfolyam-különbözetben legyen érvényesítve. Ettől az ügylet első adásvétele során kimutatott árfolyam akár – futamidő függvényében – lényegesen is eltérhet a piaci árfolyamtól lefelé, mivel az értékpapír alulértékelve kerül a vevőhöz.

az adásvétel során kimutatott árfolyam lényegesen is eltérhet a piaci árfolyamtól

Az ügylet mindkét lábánál jelentkezik viszont a haircut, amit szintén csak az árfolyamokban lehet érvényesíteni. Ez ugyan – a repókamat belekalkulálásával szemben – nem okoz problémát a két adásvétel egymáshoz viszonyított árfolyamában, viszont az egész ügyletsorozatban – biztosítva a pénzkihelyező biztonságát – alacsonyabb árfolyamon kerül kimutatásra.

Az alacsonyabb árfolyamértékek mesterséges módon magasabb hozamokat indukálhatnak, és egy erős repópiac esetében – ahol prompt ügyletek formájában zajlik az üzletkötés – az egész másodpiaci hozamgörbén elmozdulást lehet tapasztalni a valóságosnál magasabb hozamok irányába.

4.2.4 Statisztikai problémák

A statisztikai kimutatások esetében is előfordulhatnak a repó-, illetve testvérkonstrukcióinak nem tökéletes szabályozottsága miatt eltérések. Megjegyezzük, hogy Magyarországon még nincs befolyásoló hatása a statisztikai hibáknak, mivel az OTC állampapíradatokból kevés esetben találtunk egymáshoz viszonyítva lényegesen eltérő árfolyamot; ugyanakkor a potenciális eltérések kiküszöbölésére időben fel kell készülni. Ilyenek lehetnek pl. az árfolyamra vonatkozó adatok vizsgálata során, illetve a mennyiségi adatok szerint előforduló zavaró adatok.

A repó fedezeteként használt értékpapír másodpiaci árfolyamát, ezen keresztül pedig az indukált hozamát térítheti el a repóügylet két időben eltérő azonnali ügyletként való könyvelése és a KELER OTC statisztikájába való bevétele (részletesebben lásd az előbbiekben). A problémát kiküszöbölhetné, ha tudomásra kerülne, hogy az eladások közül mennyi takar határidős ügyletet, és milyen repókamat (és margin) kerül felszámításra. Ugyanakkor ennek az elszámolási módnak az az előnye, hogy nem lehet egyértelműen megkülönböztetni a valódi végleges eladástól. Így a jelenlegi szabályozás feltételei között a statisztikai hiba szűrésére sincs mód.

E/V könyvelés eltérheti az értékpapír számított átlagárfolyamát az OTC-piacon

A mennyiségekre lehet torzító hatású, amennyiben a repó két üzletfele egymástól eltérő módon számolja el az ügyletet. Amennyiben az eladó kivezeti az értékpapírt a könyveiből, de a vevő nem

*ellentmondásos
az értékpapír-
kölcsonzési ügyletek
könyvelése is*

könyvelni le mérlegtételnek, akkor az értékpapír “eltűnik” a két intézmény között. Fordított helyzetben pedig – amikor az eladó nem vezeti ki a papírt, és a vevő nyilvántartásba veszi azt mérlegtételként – akkor a papír duplikálódik.

Ellentmondásos az értékpapír-kölcsonzési ügyletek könyvelése is. Amikor ugyanis ‘A’ kölcsönadja ‘B’-nek az értékpapírt, akkor ‘A’ mérlegében – mint a papír tulajdonosa – benne marad az eszköz. ‘B’-nek azonban joga van véglegesen eladni a papírt ‘C’-nek, aki szintén tulajdonossá válik. Ilyenkor számos kérdés merül fel. Az üzletág felfutása esetén – ami a közeljövőben kétséges – statisztikailag akár meg is sokszorozódhat a piacon lévő értékpapírok száma. Az sincsen megfelelő módon szabályozva, hogy tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapír esetén melyik tulajdonos gyakorolhatja a tulajdonosi jogokat, illetve kamatozó eszköz esetén kit illet a kamat.

4.2 Repópiac az üzleti szférában

4.2.1 Az üzleti repópiac fejlődésének akadályai

*az üzleti szféra által
bonyolított
repóügyletek kevés-
bé átláthatók*

A jegybanki repópiaccal ellentétben az üzleti szféra által bonyolított repóügyletek sokkal kevésbé átláthatók. A statisztikák szerint a piaci szereplők egymás között alig kötnek repóügyleteket Magyarországon, sokkal elterjedtebbek a repókat helyettesítő E/V ügyletek. Ez a tendencia több oknak is köszönhető, melyek közül kiemelkedő szerepet töltenek be a törvényi, illetve a jegybanki szabályozások által támasztott korlátok.

*a törvényi szabályo-
zás által támasztott fő
korlátok...*

Az 1995-ben hatályba lépett devizatörvény kizárja a külföldiek mindennemű magyarországi rövid lejáratú (éven belüli) határidős ügylet folytatásából. Mivel a repók jellemzően éven belüli futamidejű határidős ügyletek, ezért a legális szereplők köre a devizabelföldiekre korlátozódik, ami egyúttal azt is jelenti, hogy a potenciális repópiaci forgalom csupán töredéke annak, amekkora liberalizáció esetén lehetne. Ugyancsak gátat szab a repópiac fejlődésének az a jegybanki rendelkezés, amely a repóügyleteket tartalékolási kötelezettség alá vonja. A bankoknak így túl költséges repózniuk,³ sokkal olcsóbb számukra, ha két spot adásvételként hoznak létre szintetikus repókat. Amennyiben a két adásvételi szerződés azonos időpontban keletkezik, az ügylet E/V ügyletnek minősül, amely már nem esik tartalékolási kötelezettség alá, közgazdasági tartalmát tekintve viszont megegyezik a repóval.

³ Ez csak a bank-nem bank viszonylatban kötött ügyletekre vonatkozik, hiszen a bankok egymás közötti repóügyletei tartalékmentesek.

Az E/V ügyletek az ebben a tekintetben kevésbé prudens bankok értelmezésében lehetőséget jelenthetnek a kötelező tartalékpéztetés megkerülésére, de mivel határidős ügyletnek minősülnek (amennyiben az ügyletben szereplő két adásvétel között eltelt idő meghaladja a 8 napot), ezért a külföldieket továbbra is akadályozzák a szintetikus repó létrehozásában. Abban az esetben viszont, ha az E/V ügyletben szereplő két adásvételi szerződést eltérő időpontra datálják a felek, már nehezen bizonyítható, hogy határidős ügyletet kötöttek, úgy tűnik, mintha két független (véletlenül azonos tárgyú, mennyiségű és ellentétes irányú) azonnali adásvételről lenne szó. A külföldiek előszeretettel használják a szintetikus repó létrehozásának ezt a módját; sokkal szívesebben kötnek ilyen ügyleteket belföldi partnerekkel, mintsem hogy azonos feltételek mellett betétet helyezzenek el egy számukra alacsony hitelképességű magyar banknál, még akkor is, ha a szintetikus repó tranzakciós költsége esetleg magasabb egy egyszerű betételhelyezésénél.

... és azok megkerülése

Egy másik módszer, amellyel megoldható, hogy a határidős ügyletek „átváltozzanak” spot ügyletekké, hogy a kétszereplős ügyletekbe beiktatnak egy harmadik partnert (nem elszámolóházat). A határidős ügyletben szereplő két adásvételt ilyenkor két különböző partnerrel végzi a harmadik fél, s ezután a két partner egymás között nettózza pozícióit. Így még nehezebben bizonyítható, hogy határidős tevékenységről lett volna szó. Ennek a módszernek a hátránya, hogy dupla partnerkockázatot jelent a klasszikus repó- vagy E/V ügyletekhez képest. A partnerkockázat csökkentése megoldható elszámolóházak közbeiktatásával, ami viszont az ügylet költségét növeli meg.

Meg kell említeni ugyanakkor, hogy nehéz különbséget tenni azon ügyletek között, amelyek nem azért jöttek létre, hogy egy adott szabályozást megkerüljenek, hanem tisztán piaci indíttatásból. A piaci szereplők egy meghatározó része sokszor fedezeti ügyletet köt a már korábban megvásárolt portfóliójára, mely utólag pusztán a száraz számokat tekintve teljesen hasonló helyzetet eredményez, mint ha E/V ügyletet kötött volna.

További akadályt jelent a repópiac fejlődésének a bankok egymással szemben állított hitel limitei. Ez a probléma annak ellenére fennáll, hogy az üzletek többsége DVP elszámolással történik. A bankok egy jelentős csoportja ugyanis nem vállalja fel az ügylet nemteljesüléséből fakadó (minimális) kockázatot. Ez lehet az egyik magyarázata annak is, hogy több esetben inkább az MNB-vel kötnek aktív repóügyletet a bankok, mint más piaci szereplővel, akitől esetleg olcsóbban juthatnának forráshoz.

a bankközi limitek indokolatlanul a repókra is kiterjednek

Napjainkban a limitek kialakítása a hazai kereskedelmi bankok központjainál (külföldön) történik, és sok esetben a hazai bankoknak nincs ráhatásuk a limitekre. Ebben a kérdésben rövid távon nem is számíthatunk előrelépésre, mivel a nemzetközi pénzügyi

piacokon jelenlévő bizonytalanság negatívan befolyásolja a limitek szorosságát.

A bankközi limitrendszer egyúttal azt is jelenti, hogy a magyar bankközi piacon nem olcsóbb repózni, mint sima – fedezet nélküli – hitelt felvenni. A kockázatok ugyanis nem a kamatokban, hanem a piaci szereplők egymással szemben állított alacsony limitszintjeiben testesülnek meg. A repók sok esetben a bankközi limitek keretén belüli elbírálásba esnek, ami irracionális, hiszen kockázat szempontjából nem indokolt a két ügylettípust azonos elbírálásban részesíteni.

a repópiac kibontakozásának további akadályai

A repópiac kibontakozását akadályozza az is, hogy a bankok általában csak a feltétlenül szükséges állampapír-mennyiséget tartják portfóliójukban, sokszor nem rendelkeznek szabad papírokkal, amelyekkel repóügyleteket bonyolíthatnának. Problémát jelent még az a tény is, hogy a likviditáshiány, illetve bőség általában egyirányú, vagyis ha likviditás hiány van a piacon, akkor a szereplők többségének pénzre van szüksége, ellenkező esetben pedig többnyire mindenki pénzt akar kihelyezni, tehát sokszor nincs meg a repóügyletkez egyidőben szükséges keresleti és kínálati oldal.

Nehézséget jelenthet továbbá a szállítási repók és az E/V ügyletek számviteli nyilvántartásából eredő potenciális veszteségek problémája. A leggyakrabban használt FIFO elv alapján történő nyilvántartás ugyanis sok esetben (ál)veszteséget okozhat a repóügyleteket végző szereplők számára (*ld. 4.2.2. fejt.*), míg bankközi hiteleknel ilyen nem fordul elő.

További problémát jelent az elszámolások relatív bonyolultsága, amely annak ellenére, hogy álproblémának tűnhet, sok helyen ténylegesen a repóforgalom akadályaként jelenik meg. A legtöbb bank belső szabályzata előírja az írásos szerződések meglétét, amely egy repóügylet esetén több adminisztrációt igényelhet, mint egy egyszerű bankközi hitel esetén. Az adminisztráció nagymértékben csökkenthető lenne, ha a bankok (az MNB-hez hasonlóan) általános üzleti feltételeik keretében rögzítenék a repókra vonatkozó szabályikat, illetve ha az üzleti feltételekben a KELER vonatkozó szabályzataira hivatkoznának.

a liberalizáció monetáris politikai szempontból jelenleg nem vállalható

Összességében elmondható, hogy jelenleg Magyarországon sokkal jellemzőbb a szintetikus repók vagy a repó-testvérkonstrukciók alkalmazása, mint a klasszikus értelemben vett repóké. Ennek elsősorban a jegybanki, illetve törvényi szabályozások jelentik a magyarázatát. Könnyen elképzelhető, hogy amennyiben megszűnne a repókra vonatkozó tartalékkötelezettség, illetve lehetővé válna a külföldiek részére a rövid lejáratú határidős tevékenységek végzése, az eddig E/V ügyletként, illetve két adásvételként könyvelt ügyletek döntő hányada repóügyletként jelenne meg. Nem egyértelmű ugyanakkor, hogy ezen felül mekkora növekedést produkálna a repópiac a szabályozások liberalizálása esetén. A bankoknak a tartalékkötelezettség megszűnésével lehetővé válna, hogy a nagy be-

tételhelyező ügyfelek részére nyilvánosan meghirdessenek repó konstrukciókat. Kérdés, hogy megéri-e nekik kisebb ügyfelekkel is repózni, vagy a tranzakciós költségek miatt a repó ügyfélkörük maradna-e az a kiválasztott kör, amellyel valamilyen formában eddig is kötöttek ilyen ügyleteket? A tartalékkövetelmény eltörlése feltételezhetően azzal a következménnyel járna, hogy a banki források jelentős része repóként jelenne meg a bankok mérlegében (amennyiben a többi forrás tartalékköteles maradna). Ez a megoldás tehát további tartalékelkerüléshez vezethetne, így monetáris politikai szempontból jelenleg semmiképpen sem elfogadható.

Amennyiben a tartalék jövedelmi hatása nagymértékben csökken, akkor a bankok tartalékmegkerülési motivációja is mérséklődik. A kötelező tartalékolás miatti jövedelmezőségi hatás két tényező miatt csökkenhet: a tartalékráta csökkenése, illetve az elhelyezett tartalékok után fizetett kamatok piacihoz közeli szintre növelése következtében. Az MNB céljai között a sterilizáció költségeinek – ésszerű keretek közötti – visszafogása monetáris politikai szempontból magasabb fokú prioritást élvez, mint az üzleti instrumentumok (pl. repópiac) fejlesztése, ezért a bankközi kamatszintet jobban megközelítő kamatfizetés a tartalékként elhelyezett eszközökre nem lehetséges, a jegybanknak más lépéseket kell tennie a repópiac fejlesztése érdekében. A tartalékráta fokozatos csökkentésére a sterilizációs nyomás tartós elmúlásával, a jegybank aktív oldali műveleteinek irányadóvá válása esetén lehet számítani. Ebben az esetben szintén csökkenhet a kötelező tartalék jövedelem elvonási hatása és erősebb fejlődési pályára állhat a repópiac Magyarországon.

A repó tartalék-kötelezettség alóli kivételével kapcsolatos pro és kontra érvek

A tartalékkötelezettség megszüntetése mellett szól:

– Jelenleg néhány bank a nagyobb betéteseivel kötött betéti ügyleteit a kötelező tartalék megkerülésével (gyakran E/V szerződésekkel álcázva) köti. Így a repó tartalék alóli kivétele nem, vagy nem csak a betétektől csoportosítana át összegeket, hanem az eszköz végleges eladási, majd visszavásárlási ügyleteitől is.

– A bankok szabad rendelkezésű állampapír-állománya véges, tehát a potenciális lehetőség az effektív tartalékráta csökkenésére limitált.

– Az állampapírok címlétezése, illetve a tranzakciós és ügyviteli költségek növekedése miatt nem érné meg a bankoknak az eredetileg betétként nyilvántartott nem nagy összegű betétek átforgatása (átforgatása) repóügyletekbe.

– A bankok az eszközeladás-határidős visszavétel ügyleteiket kétoldalú megállapodás alapján készítik, melynek határidős lábát szegényesen dokumentálják. Ugyanakkor a repótartalékolás alóli kivételét követően megnyílna az út a repó, mint egy betételhelyezési alternatíva legális hirdetésére, publikálására.

A tartalékkötelezettség megszüntetése ellen szól:

- A repó tartalék alóli kivétele során a bankok a nagyobb ügyfelekkel kötött betéti szerződéseiket átalakíthatják repóügyletekké, ezáltal kibújva a tartalékolási kötelezettség alól.
- A korábban E/V ügyletekként könyvelt betételhelyezést a bankok ezentúl legalisan hirdethetnék repóügyletekként, amivel az ilyen ügyletek száma várhatóan emelkedésnek indulna.
- A tartalékolás kijátszási lehetősége az effektív tartalékráta csökkenéséhez vezethet. A jegybank célja hosszú távon, hogy amennyiben lehetővé válik az effektív tartalékráta csökkentése, azt a nominális ráta csökkentésén keresztül hajtsa végre.

A külföldiek rövid lejáratú határidős tevékenységének engedélyezése feltételezésünk szerint szintén eredményezhetné azt, hogy az eddig „kerülőúton” kötött repók valódi repóügyletekként jelenjenek meg, ami átláthatóbbá tenné a piac ezen szegmensét. Megintcsak nehéz megjósolni, hogy az eddigi ügyleteken felül mennyi lenne az engedélyezésből fakadó állománynövekedés, de valószínűsíthető, hogy jelentős ugrás lenne tapasztalható. Egyes szereplők ugyanis prudenciális okokból kifolyólag jelenleg egyáltalán nem kötnek szintetikus repókat. Amennyiben a külföldiek belföldiekkel folytatott repótevékenysége liberalizálttá válna, a jelenleg repó szempontjából is prudens társaságok feltételezhetően szintén belépnének a piacra. A liberalizáció okozta többlet-tőkebeáramlás a jelenlegi gazdasági helyzetben a monetáris politika vitelét nagyban megnehezítené vagy ellehetetlenítené. A közelmúltban tapasztalt világgazdasági válsághelyzetek sorozata még inkább megfontolásra ösztönzi a konvergáló országok jegybankjait a liberalizációs lépések tekintetében. Nem kívánatos ugyanis, hogy a felhalmozódó spekulatív tőke gyors kivonásának hatására fundamentumokkal alá nem támasztott tágabb körű tőkemozgások történjenek, amelyek hosszabb távon is képesek lennének megingatni a külföldi működőtőke bizalmát. Ezért a külföldiek magyarországi rövid határidős állampapír-műveleteinek liberalizációja az elkövetkező néhány évben (legkésőbb az EU-tagságunkig) nem hajtható végre.

a tisztánlátás elősegíthetné a repópiac kibontakozását

A hazai repópiac serkentése érdekében mindenképpen hasznos lenne, ha a piaci szereplőkben tudatosulnának a repók és a bankközi hitelek között fennálló különbségek. Sok esetben nincsenek tisztában alapvető dolgokkal, vagy csak egyszerűen megszokásból idegenkednek a repózástól. Sokuknak például még mindig elkerüli a figyelmét, hogy a bankok egymás közötti repóügyletei nem esnek tartalékolási kötelezettség alá. Nem kellene, hogy problémát jelentsen a FIFO elv alkalmazásából adódó esetleges veszteségektől való félelem sem, hiszen óvadéki repó esetén a papírok nem kerülnek ki a könyvekből, ezért fel sem merülhet az átértékelédből fakadó veszteség. Nem indokolt továbbá, hogy a repókat a

bankközi limitek keretén belülre sorolják egyes bankok, hiszen a két ügylettípus egészen más kockázati besorolást érdemelne. Úgy gondoljuk, hogy amennyiben ezek és az ehhez hasonló alapvető kérdések a piaci szereplőkben tudatosulnak, talán beindul a jelenleg indokolatlanul „beragadt” repópiac.

4.2.2 Az üzleti repók jellegzetességei Magyarországon

Az ÁKK kezdeményezésére 1997-ben a piaci szereplők egy tag csoportjának közreműködésével a PSA/ISMA keretszerződés alapján elkészült egy – a magyar piaci és jogi környezetet figyelembe vevő – repó keretszerződés-tervezet. Az eddigi tapasztalatok szerint a hazai szereplők egyáltalán nem használják ezt az egységes szerződés-tervezetet, mivel egyrészt a törvényi rendezetlenség miatt számos kérdésben nem nyújt megoldást a keretszerződés használata,⁴ másrészt – mint korábban már említettük – a repóügyletek a meglévő szabályozások megkerülése érdekében többnyire valamilyen más konstrukció formájában jelennek meg. Ezek a konstrukciók általában zsebszerződések keretein belül rögzített ügyletek, így rendkívül nagy kockázatot foglalnak magukban.

repó keretszerződés-tervezet

A hazai repóügyletek jellemzően pénzkölcsön által vezérelt ügyletek, a fedezetként átadott értékpapírok milyensége másodlagos jelentőségű. A repók legnagyobb része a külföldi ügyfelek kiszolgálása érdekében jön létre, akik általában a forint elleni, illetve melletti spekulációból kifolyólag – s nem a várható kamatjövedelem miatt – jelennek meg a hazai tőkepiacon. A magyar brókercégekkel, illetve bankokkal a spekulációt repóügyletek keretében végzik a fedezettség nyújtotta biztonság miatt.

spekulációs célú repóügyletek

A spekulációs ügyletek mellett a hazai bankok és brókercégek a repókat elsősorban likviditásszabályozásuk eszközeként használják. Ritka esetekben előfordul, hogy a repó (vagy E/V) ügylet mögött értékpapír-kölcsönvételi vagy kölcsönadási szándék húzódik meg, de ez inkább bizonyos szokatlan piaci helyzet bekövetkeztekor fordul elő. (Jellemző példa erre 1997 tavasza, amikor az MNB a korábbi várakozásokkal ellentétben emelte betéti kamatait, a piaci szereplők – arra számítva, hogy a kamatemelés csak átmeneti, s a csökkenő trend hamarosan visszaáll – nagy mennyiségben repóztak ki állampapírt portfólióikból, hogy időlegesen megszabaduljanak azon papírjaiktól, amelyeken rövid távon – a korábbi csökkenő ho-

Magyarországon ritka az értékpapír-indíttatású ügylet

⁴ Egyik ilyen jogi vonatkozású probléma a csődtörvénnyel kapcsolatos. A probléma akkor merül fel, amikor a fedezetként szolgáló értékpapír eladója csődbe kerül. Ilyenkor a repó vevője a csődtörvény értelmében hátrasorolt követeléssel rendelkezőként fog szerepelni, hiába kerültek tulajdonába a papírok a repószerződés értelmében (óvadéki és háromszereplős repónál). Ennek a problémának a megoldásához a csődtörvényt is módosítani kellene, nem elegendő egy keretszerződés létrehozása.

zamtrend visszaálltáig – veszteséget könyvelnének el. Ekkor a repók indíttatása kifejezetten értékpapír kölcsönadásán alapult – és nem pénz kölcsönvétele, vagy kölcsönadása által motivált módon történt.)

jellemző futamidő

Futamidő tekintetében a közelmúltig legjellemzőbb az 1 hónapos lejárat volt, ami annak a következménye, hogy a bankok az MNB 1 hónapos betétjét közvetítették tovább brókercégek, befektetési alapok, vállalatok és külföldi partnereik felé különböző felárral. Jellemző volt még az O/N és 1 hónap közötti lejárat, a hónapon túli ügyletek viszont nagyon ritkák voltak. Sok esetben volt megfigyelhető hosszabbítás a futamidő lejártakor. Az egyhónapos irányadó jegybanki instrumentum futamidejének márciusban történt kéthetesre csökkentése várhatóan a repók átlagos futamidejének rövidülését is maga után fogja vonni.

4.2.3 Fedezetértékelés

kezdetleges hazai fedezetértékelés

A magyarországi repópiac tökéletlenségét fokozza az ügyleteknél használt fedezetértékelés kezdetlegessége. A fedezeteket csak az ügylet elején értékelik a szereplők annak függvényében, ki a partnerük és milyen futamidejű ügyletet kötnek. A sokszor vitákba torló megegyezési folyamat többnyire rászorultsági alapon dől el, vagyis általában az a fél enged, amelyiknek nagyobb szüksége van az ügylet létrejöttére. A futamidő alatti folyamatos fedezetértékelés egyáltalán nem jellemző, s ez növeli a repók kockázatát. A KELER jelenlegi elszámolási rendszere nem is teszi lehetővé pótlólagos margin bekérését, ezért még ha történne is napi fedezetértékelés, az alul-, illetve túlfedezettséget csak az ügyletek lejártával lehetne korrigálni. A napi fedezetértékelés hiánya, valamint a fedezetként használt (illikvid) hitelkonszolidációs állampapírok miatt az ügyletek jellemzően túlfedezettség mellett jönnek létre.