

BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM
PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR

SZAKDOLGOZAT

Hegy Csaba
esti tagozat
Mérnök – közgazdász szakirányú
továbbképzés

2020

NYILATKOZAT

Alulírott Hegyi Csaba büntetőjogi felelősségem tudatában nyilatkozom, hogy a szakdolgozatomban foglalt tények és adatok a valóságnak megfelelnek, és az abban leírtak a saját, önálló munkám eredményei.

A szakdolgozatban felhasznált adatokat a szerzői jogvédelem figyelembevételével alkalmaztam.

Ezen szakdolgozat semmilyen része nem került felhasználásra korábban oktatási intézmény más képzésén diplomaszerzés során.

Tudomásul veszem, hogy a szakdolgozatomat az intézmény plágiumellenőrzésnek veti alá.

Budapest, 2021.április.22.

Mogy. Csaba
.....
hallgató aláírása

BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM
PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR

A vállalati kötvénypiac hazai jellemzői

Belső konzulens: Dr. Nagy Gyula

Hegy Csaba

esti tagozat

Mérnök – közgazdász szakirányú

továbbképzés

2020

Tartalomjegyzék

1. Bevezetés	5
2. Kötvények és értékelésük bemutatása	6
2.1 <i>Befektetéssel és értékpapírokkal kapcsolatos fogalmak és magyarázatok.....</i>	<i>6</i>
2.1 <i>A kötvényekkel kapcsolatos fontosabb alapfogalmak</i>	<i>8</i>
2.2 <i>Kötvények minősítése (besorolása, rating).....</i>	<i>12</i>
3. Hazai vállalati kötvénypiac jellemzői	14
3.1 <i>A magyar vállalati kötvénypiac 2021 előtt.....</i>	<i>14</i>
3.2 <i>Növekedési Kötvényprogram bemutatása</i>	<i>25</i>
3.2.1 <i>A Növekedési Kötvényprogram céljai.....</i>	<i>25</i>
3.2.2 <i>A program feltételrendszere</i>	<i>26</i>
3.2.3 <i>A kötvényprogramban való részvétel lépései.....</i>	<i>27</i>
4. Vállalati kötvénypiac helyzete Európában.....	33
4.1 <i>Napjainkban a kötvénypiacokról általánosságban</i>	<i>34</i>
4.2 <i>A hazai kötvénypiac összehasonlítása a visegrádi országok piacaival</i>	<i>42</i>
4.3 <i>Különbségek és hasonlóságok a négy ország kötvénypiacának tekintetében</i>	<i>47</i>
5. Összefoglalás	50
6. Irodalom jegyzék	52

1. Bevezetés

Amikor szakdolgozatomnak a vállalati kötvénypiac hazai jellemzőinek a feltérképezését választottam az a cél motivált, hogy megvizsgáljam a hazai vállalatok a napi finanszírozásukhoz és hosszú távon fejlődésükhöz, működésük biztosításához milyen lehetőségek közül választhatnak. A vállalatok számára a kötvénypiacon történő forrásbevonás, a bankhitel felvétele mellett, alternatív finanszírozási lehetőséget is biztosít. A vállalatok többféle forrást használnak a hosszútávú beruházásaik és mindennapi üzleti tevékenységük finanszírozására, a finanszírozás saját tőke mellett történhet idegen forrás igénybevételével, azaz bankhitelből vagy a kötvény, illetve részvénytől való forrásbevonással is.

A befektetők és hitelt felvevők egy adott piaci környezetben és előre jó pontossággal meghatározható módon működnek. Egy majdani befektetés sikeressége nagymértékben attól függ, hogy ennek a környezetnek a változásairól időben tudomást szereznek-e, és megfelelő módon tudnak-e a változásokra reagálni.

A Budapest Gazdasági Egyetemet, azért kezdtem el mert szerettem volna érteni a körülöttem zajló folyamatokat, legyen szó gazdasági hírekről, vagy az aktuális munkahelyem működésével kapcsolatos stratégiai döntésekről. Az itt tanultaknak már eddig is nagy hasznát vettem, most pedig szeretném az elsajátított ismereteket valamilyen szinten a saját magam és esetlegesen mások hasznára fordítani. Ezért választottam szakdolgozat témámnak a vállalati kötvénypiac hazai jellemzőit. A kérdéskört számtalan szakmai portál és pénzügyi szakértő vizsgálja, mindamelllett még mindig nem olyan egzakt tudomány a befektetések világa, mint a fizika, vagy matematika.

Dolgozatomban egy kis szakmai kitekintés és a jelen helyzet bemutatása után, felhasználva a kapcsolódó elméletet, kitérek a vállalati kötvénypiac hazai helyzetének vizsgálatára, valamint az uniós, azon belül is a négy visegrádi ország kötvénypiaci folyamatainak és lehetőségeinek vizsgálatára. Lezárásként, pedig összefoglalom vizsgálódásom eredményét.

2. Kötvények és értékelésük bemutatása

„A makrogazdasági összefüggések rendszerében az értékpapírok közvetítő szerepet töltenek be a megtakarítók és a beruházók között. Az értékpapír ezért közgazdasági lényegét tekintve a különböző időpontbeli pénzek cseréjének eszköze (értékpapírt vagy kötvényt vásárolunk, akkor jövőbeli pénzt vásárolunk meg jelenbeli pénzünkért).” (Baka, 2008)

Vagyis a befektető mai pénzét cseréli el egy jövőbeli pénzáramlás-sorozatra. Az értékpapírok árazása tehát annak kiszámítása, hogy mennyit érdemes adni ma az értékpapír által képviselt jövőbeli pénzáramlás-sorozatért.

Jelen összefoglaló célja a kötvényekkel kapcsolatos fontosabb alapfogalmak és tudnivalók részletezése, valamint értékelésük rendszere és ennek bemutatása.

2.1 Befektetéssel és értékpapírokkal kapcsolatos fogalmak és magyarázatok

„Az értékpapír fogalmának közgazdaságtani tartalma: olyan forgalomképes okirat, amely valamilyen vagyoni értékkel kapcsolatos jogot testesít meg. Forgalomképességét pedig az fejezi ki, hogy átruházható.” (Sodics, 2007)

A kötvények is mint egyéb hitel vagy tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok többféle képpen és különböző szempontok alapján csoportba foglalhatók.

Az értékpapírok egyik legfontosabb csoportosítási szempontja lehet a benne foglalt jog:

- A követelést megtestesítő értékpapírok esetében a két résztvevő elismeri az egyik fél követelését, valamint a másik kötelezettségét és az értékpapíron feltüntetik a teljesítés időpontját. (váltó, csekk, kötvény)
- A részesedést megtestesítő értékpapírok igazolják a jogot valamely vállalkozás alaptőkéjéhez történő hozzájáruláshoz és az eredményből való részesedéshez (részvény, részesedési jegy)
- Az áruval kapcsolatos jogot megtestesítő értékpapírok az értékpapír tulajdonosának az áru feletti rendelkezési jogát biztosítják (közraktárjegy, hajóraklevél)

- Tagsági viszonyt (részvény) és hitelviszonyt (kötvény) megtestesítő értékpapírokat is megkülönböztetünk

A kötvények az utóbbi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok csoportjába tartoznak a fenti csoportosítást figyelembe véve.

További csoportosítási lehetőség az értékpapírokat hozamuk szerint kategorizálni, ez alapján vannak:

- Nem kamatozó értékpapírok, amelyek csak formai szempontból ítélték meg, mivel diszkonttal kerülnek értékesítésre (váltó, egyes kötvény fajták)
- Fix kamatozású értékpapírok esetében az értékpapír tulajdonosa a névértékre vetítve meghatározott rendszeres kamatjövedelemhez jut (kincstárjegy)
- Változó hozamú értékpapír a társaság eredményéből való részesedére ad jogot az értékpapír tulajdonosának (részvény)
- Átmeneti hozamú értékpapírok esetén a tulajdonos az értékpapír alapján fix, illetve változó hozamra tarthat igényt, amennyiben a lehetőségeket ki akarja használni (változó kamatozású kötvény)

A kötvények értékelésének egyik legfontosabb paramétere és jellemzője az értékpapír lejáratára, mely szerinti csoportosítás az alábbiak figyelembevételével lehetséges:

- Rövid lejáratú értékpapírok, amelyek egy éven belüli lejáratúak
- Közép lejáratú értékpapírok, amelyek 1-5 éven belüli lejáratúak
- Hosszú lejáratú értékpapírok jellemzően 5 év feletti lejáratúak
- Lejárat nélküli értékpapírok, mint például a részvény

Egy értékpapír értékelésének kihagyhatatlan tényezője, hogy ki az adott értékpapír kibocsátója:

- Állam által kibocsájtott értékpapírok
- Pénzügyintézetek által kibocsájtott értékpapírok
- Gazdasági társaságok által kibocsájtott értékpapírok
- Bárki által kibocsátható értékpapírok

A kötvények között jelenleg az úgynevezett klasszikus, másnéven kamatszelvevényes kötvények dominálnak, ahol egy rögzített jövőbeli pénzáramlás-sorozatot veszünk meg.

A kamatfizetés gyakoriságát tekintve beszélhetünk olyan kötvényről, ami lejáratkor egyösszegben kerül visszafizetésre; annuitásos kötvényről, ahol a pénzáramlás sorozat minden eleme megegyezik; valamint kamatos kamatozású kötvényekről, ahol a futamidő alatt ki nem fizetett kamattal a fennálló névérték kerül növelésre.

Szakedolgozatomban a vállalati kötvények értékelésével és piaci szabályozásban betöltött szerepükkel foglalkozom. Mielőtt elkezdem a vállalati kötvénypiac hazai jellemzőinek taglalását, fontos tisztázni a kötvényekkel kapcsolatos főbb fogalmakat.

2.1 A kötvényekkel kapcsolatos fontosabb alapfogalmak

A kötvényt hitelpapírnak nevezzük, mert a kötvény kibocsájtója csak kölcsön kapja a befektető pénzét előre meghatározott időre, ennek általában rögzített lejárat van. A kötvény pénzáramlás-sorozata a kibocsátó hiteltörlesztése és a kamat fizetése. A kibocsátónak akkora összeget kell visszafizetnie, amely biztosítja a kötvényvásárlás és a későbbi pénzáramlás-sorozat egyenértékűségét.

Névérték (par value, face value) a kibocsátó adósságát testesíti meg. A névértéket általában kerek címletekben (Magyarországon például 10 ezer vagy 100 ezer Ft-ban, az Egyesült Államokban 100 vagy 1.000 \$-ban) határozzák meg. A névértéknek két szempontból van jelentősége; egyrészt a kibocsátó legkésőbb lejáratkor a névértéket köteles visszafizetni, másrészt a kamatokat a névértékre vonatkoztatva állapítják meg.

Névleges kamatláb, vagy kupon ráta (coupon rate) a kötvény névértékére vonatkozóan megállapított évi kamatláb. A legtöbb hosszú lejáratú kötvény fix kamatozású, azaz a kamatfizetés mértékét a kibocsátáskor rögzítik. A kamatfizetés a kibocsátó döntésétől függően történhet évente, félévente, esetleg gyakrabban. A félévenkénti kamatfizetés a befektető (kötvénytulajdonos), az évente történő kamatfizetés az adós számára kedvezőbb. Alapesetnek azt tekintjük, amikor a kamatláb az egész futamidő alatt állandó, és a kamatokat évente fizetik. Ez azt jelenti, hogy a kibocsátónak minden esedékességi időpontban - függetlenül a piaci kamatláb alakulásától - a kibocsátáskor rögzített kamatot kell fizetnie.

A rögzített kamatlábú kötvények egy sajátos formája a kamatszelvény nélküli kötvény (zero coupon bond), amelyet mélyen a névérték alatt bocsátanak ki. A kibocsátási

árfolyamot diszkontálással számítják ki, a kötvény kibocsátója által felajánlott névleges kamatláb alapján. Egy hosszabb lejáratú kötvény esetében lehet, hogy a kibocsátási árfolyam csak a névérték 35-40 százaléka. A kötvényt elemi kötvénynek is hívják, mivel az egész futamidő alatt csak egyetlen pénzáramlás történik, amikor a lejárat végén a kibocsátó visszafizeti a névértéket.

Kibocsátási árfolyam. A kibocsátási árfolyam az az ár, amelyen a kötvényt az elsődleges piacon forgalomba hozzák. A kamatozó kötvényeket általában névértéken, vagy ahhoz közeli árfolyamon bocsátják ki. Ha a kibocsátási árfolyam a névérték alatt van, akkor a kötvény diszkonttal kerül forgalomba, ha a kibocsátási árfolyam meghaladja a névértéket, a kötvény prémiummal (ázsóval) kerül forgalomba.

Lejárat (maturity). A kötvény lejárata az az időpont, amikor a névérték teljes egészében visszafizetésre kerül. Legegyszerűbb az olyan kötvénykonstrukció, amelynél a névértéket a lejáratkor egy összegben fizetik vissza.

Piaci érték (market value), a kötvény elméleti árfolyama, a kötvényből származó jövőbeli pénzáramlások jelenértéke. Szokás még a kötvény belső értékének is nevezni.

Aktuális piaci árfolyam (current price) az az árfolyam, amelyen a kötvénnyel a másodlagos piacokon kereskednek. A kötvények árfolyamát gyakran a névérték %-ában fejezik ki. (Illés, 2007)

A kötvények elméleti árfolyama

A kötvények elméleti árfolyama számított, matematikailag kalkulált árfolyam, meghatározását árazásnak is hívják. Az elméleti árfolyam ismerete azért fontos, mert a befektető ennek alapján tudja eldönteni, hogy az aktuális piaci árfolyamon érdemes-e megvásárolni vagy eladni valamely adott kötvényt. A vevő számára az elméleti árfolyam lesz a legnagyobb (maximális) ár, amit hajlandó kifizetni a papírért, az eladó számára viszont a kötvény elméleti árfolyama jelenti azt a legkisebb (minimális) árat, amelyen hajlandó lesz eladni a kötvényt. Mivel azok a befektetők, akik fix kamatozású értékpapírt vásárolnak, a jelenbeli pénzüket jövőbeli pénzáramlásokra (kamatokra és tőketörlesztés(ek)re) cserélik, így az eszközök piaci értékére adott általános definíció a kötvényekre alkalmazva a következők szerint fogalmazható meg:

Bármely kötvény piaci értéke, elméleti árfolyama a kötvény tartásából származó jövőbeli pénzáramlások együttes jelenértéke.

Mivel a jövőbeli pénzáramlások nagysága és esedékessége rögzített, így a kötvények elméleti árfolyamának kiszámítása viszonylag egyszerű feladat. Az elemző teendői a következők:

- A kötvényből származó jövőbeli pénzáramlás sorozat meghatározása.
- A pénzáramlások diszkontálására alkalmas kamatláb meghatározása.
- A jelenérték-számítás elvégzése (diszkontálás)

A kötvények elméleti árfolyama nem csak a jövőbeli pénzáramlások nagyságától és időbeli esedékességétől, hanem a diszkontálásukhoz használatos kamatlábtól is függ. A kötvényből származó pénzáramlásokat a befektetők által elvárt hozammal diszkontáljuk. A kérdéses kötvénytől a befektető legalább akkora hozamot vár el, mint a hasonló kockázatú és futamidejű kötvények tényleges hozama (piaci hozama).

A kötvények árfolyamára ható tényezők

A kötvény aktuális piaci árfolyama más eszközök árához hasonlóan a kereslet-kínálat hatására a piacon alakul ki, A kötvények iránti keresletet és kínálatot makrogazdasági tényezők és szubjektív tényezők is befolyásolják. Normális gazdasági körülményeket feltételezve - jól működő (hatékony) tőkepiacon - a kötvény aktuális árfolyama lényegesen és tartósan nem térhet el a piaci értékétől, az elméleti árfolyamától. Ezért elsősorban azt kell vizsgálnunk, hogy ez utóbbi alakulását milyen tényezők befolyásolják. Ha a kötvény piaci értékének (elméleti árfolyamának) definíciójából indulunk ki, nevezetesen a kötvény piaci értéke a kötvény futamideje alatt képződő pénzáramlások jelenértéke, diszkontált értéke, akkor nem nehéz felismerni az alakulására ható tényezőket. Ezek a következők:

- az idő múlása a hátralevő futamidő csökkenése, és
- a befektetők által elvárt hozam (a piaci hozam, kamatláb) változása.
- névleges kamatláb nagysága és változása
- a törlesztés időbeni alakulása

A kötvények hozama

A befektetések hozama kifejezhető abszolút összegben és százalékos formában is. Egy befektetés hozama legáltalánosabban a befektetésből származó tiszta jövedelem (nyereség, profit) és az annak megszerzéséhez szükséges ráfordítás viszonya alapján határozható meg.

A különböző befektetési formák összehasonlíthatósága érdekében a hozamokat éves (annualizált) százalékban fejezik ki. A kötvény birtokosának a jövedelme két forrásból származhat: a kötvény kamatából, valamint a névérték és a vételi árfolyam különbségéből. Attól függően, hogy mindkét forrásból származó jövedelmet figyelembe vesszük-e és milyen időtávon, a kötvények hozamát többféle mutatóval mérhetjük.

- *Névleges hozam:* Fix kamatozású kötvények esetében a névleges hozam nem igényel számítást, általában rányomtatják a kötvényre. Ez a mutató azonban nem fejezi ki a kötvény tényleges hozamát. A névleges hozam ugyanis csak akkor egyezik meg a tényleges hozammal, ha a kötvényt névértéken vásárolták és a lejáratig megtartják.
- *Egyszerű vagy szelvény hozam:* Az egyszerű hozam olyan mutató, amelyben az évi kamatjövedelmet az aktuális piaci árfolyamhoz viszonyítják.
- *Tényleges hozam:* lejáratig számított hozam, az a kamatláb, amellyel a kötvényből származó jövedelmeket (kamat, törlesztés, névérték) diszkontálva, azok összege éppen egyenlő a kötvény vételi (bruttó) árfolyamával. A tényleges hozamot gyakran nevezik még belső kamatlábnak, illetve a kötvény belső megtérülési rátájának is. A tényleges hozam legfőbb előnye az előző két mutatóval szemben, hogy figyelembe veszi a kötvényből származó valamennyi jövőbeni jövedelmet, és azok időbeli alakulását, ezért a legszélesebb körben elfogadott mutató.
- *Tartási időre számított tényleges hozam:* Tartalmában a lejáratig számított hozammal azonos mutató. Olyankor használható, amikor a befektető előre tudja, hogy csak bizonyos ideig fogja megtartani a kötvényt. A számításokban ilyenkor a névérték helyett a kötvény becsült eladási árfolyamát, a lejáratig hátralévő évek száma helyett a tervezett tartási periódusok számát kell alkalmazni.

- *Duration*: A duration a kötvény effektív (tényleges) lejáratára, a kötvény által kifizetendő pénzáramlás lejáratának súlyozott átlaga. „A kötvények kamatlábkockázatának, vagy kamatláb érzékenységének is szokás nevezni. Három fajta értelmezése él a szakirodalomban.” (Veres, 2016)
 - „Az első szerint a duration a hozam-ár görbe egy adott pontjához illesztett érintő meredeksége (hozam és ár között inverz kapcsolat van). A hozam emelkedésével az ár egyre kisebb mértékben csökken.
 - A második értelmezés szerint a duration a jelenértékkel súlyozott átlagos futamidőt fejezi ki. Ez a megközelítés figyelembe veszi a futamidő előtti kamatfizetéseket és a pénz időértékét is (minél nagyobb cash flow érkezik futamidő előtt, annál nagyobb a súlya)
 - A harmadik megközelítés azt vizsgálja, hogy adott hozamváltozás mellett, hogy változik a kötvény árfolyama (ha 1 százalékponttal változik a kötvény hozama, akkor hány százalékkal változik az ára)” (Veres, 2016)

2.2 Kötvények minősítése (besorolása, rating)

A kötvény minősítéséről a kibocsátó hitelképességéről és ezen keresztül a kötvény kockázatosságáról szükséges tájékozódnia a befektetőknek. A gyengébb hitelképességű kibocsátók kötvényei alacsonyabb besorolást kapnak, így a kockázatosabb kötvényeknek magasabb hozamot kell ígérni ahhoz, hogy a befektetők hajlandók legyenek megvásárolni. A kötvények minősítését erre szakosodott intézmények végzik. A három legismertebb nemzetközi minősítő ügynökség a Moody's, és a Standard & Poor's és Fitch. A kötvények besorolása a kibocsátók üzleti és pénzügyi kilátásainak megítélése alapján történik. Ha a Moody's, Fitch vagy a Standard & Poor's egyszer besorol egy kötvényt, akkor az a minősítés mindaddig érvényes, amíg a kibocsátó pénzügyi helyzetében vagy üzleti kilátásaiban nincs határozott változás.

Minden minősítő a hasonló elven működő osztályozó rendszert alkalmaz, amivel segítséget nyújtanak a befektetőknek, hogy a vásárolni kívánt kötvény hitelminőségét összevethessék más kötvényekével. A minősítés alapján a kötvényeket két nagy csoportra osztják; befektetésre ajánlott kötvényekre és spekulatív kötvényekre.

<i>Befektetésre ajánlott</i>	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
<i>legerősebb</i>	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
<i>Spekulatív</i>	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC+
	Caa2	CCC	CCC
	Caa3	CCC-	CCC-
	Ca	CC	CC
<i>leggyengébb</i>	C	C	C
		D	D

1. táblázat: Kötvények minősítése (Forrás: fidelity.com)

A fenti táblázat mutatja az egyes minősítők által használt kódokat, melyek egyfajta erőssorrendbe rendeződnek, azaz a sorban előrébb álló jobb minősítéssel rendelkezik, mint a következő. A BBB- (Standard & Poor's és Fitch), a Baa3 (Moody's) besorolás vagy jobb a befektetésre ajánlott kötvényeket jelöli, az ez alatt lévő minősítéssel rendelkező kötvények, már a spekulatív kategóriába tartoznak.

3. Hazai vállalati kötvénypiac jellemzői

Amennyiben egy vállalat a tevékenységéhez külső forrást kíván bevonni, a leginkább megfelelő finanszírozási forma kiválasztásához szükséges az alternatív lehetőségek széleskörű feltárása. A bankhitelnek valós alternatívát jelentő, likvid és fejlett kötvénypiac hozzájárulhat a vállalatok forrásainak több pillérre helyezéséhez és ezáltal a kedvezőbb költségű forrásellátottsághoz. Bár országoként jelentős eltérést mutatkozik, de különösen az angolszász világban, valamint az Európai Unió fejlett és egyes feltörekvő országaiban egyaránt elterjedt a kötvényen keresztüli forrásbevonás a vállalati szektorban.

3.1. A magyar vállalati kötvénypiac 2021 előtt

Magyar vállalati kötvénypiac fejlődése 2000-es évek elejétől

A magyar kötvénypiac sajátossága az állampapírpiacon túlsúlya. Az államkötvény és diszkont-kincstárjegy kibocsátások volumenének kiszorító hatása erősen érződik az egyéb hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok piacán.

A vállalati kötvénypiacot nem szabad ugyanazon a szemüvegen keresztül nézni, mint a részvénypiacot, mert az itt forgalmazott értékpapírok, illetve az irántuk érdeklődést mutató befektetők köre eltér a részvénypiacon megfigyeltektől. Emiatt a piac fejlettségének megítéléséhez először tudnunk kell, hogyan is működik a vállalati kötvénypiac a világ fejlettebb régióiban, de erre egy másik fejezetben fogok kitérni.

A hazai kötvénypiac egyik legfontosabb ismérve az volt, hogy a piacot az elsődleges kibocsátás dominálja, a másodlagos piacon csak a legnagyobb kibocsátók tudtak számottevő likviditást generálni.

A vállalati kötvényekkel kapcsolatban alkalmazott befektetői stratégia legtöbbször a „buy and hold”. Az elsődleges piacon, illetve közvetlenül a kibocsátás után megszerzett papírok általában teljes futamidőre a portfolióba kerülnek.

A kínálati oldalon a legfőbb probléma volt, hogy csak nagyon kevés kötvénysorozat érte el azt a kritikus volument, amely alapja lehetett egy likvid másodpiacnak. Szokás két csoportba osztani a kibocsátókat szerepük és aktivitásuk szerint. Az első, kis csoportba tartoznak a meghatározó, nagy kibocsátók, melyek kötvényei általában a másodpiacra is

megfelelő likviditással bírnak. Ezek a kibocsátók stabil, jobb hitelbesorolású nagyvállalatok, melyek folyamatosan jelentkeznek finanszírozási szükségletükkel a piacon, és ez a folyamatos jelenlét segíti az aktív másodpiac kialakulását. Nagy volumenű, fix kamatozású, hosszú lejáratú kötvényekkel jönnek a piacra, általában ciklikusan. A legtöbb ilyen vállalat a közüzemi vagy infrastrukturális iparból, illetve a nagyobb fejlesztési intézmények közül kerül ki.

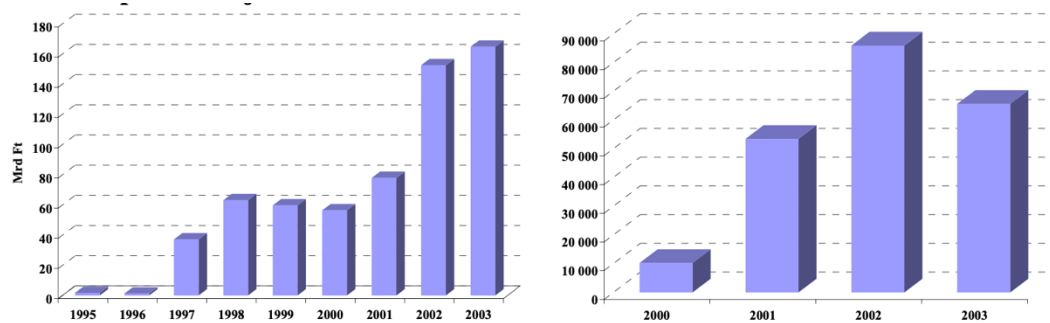
A másik, jóval népesebb táborba tartoznak a kisebb kibocsátók, melyek szinte kizárólag az elsődleges piacra építenek, másodpiaci szerepük marginális. Ezek a cégek opportunistá kibocsátók, akik egy-egy alkalommal jelennek meg finanszírozási szükségletükkel, amelyek volumenükben sem versenyezhetnek a nagyobb kibocsátókkal. Kötvényeik jóval speciálisabbak, egyéni igényükhöz igazított, pénzügyi innovációkkal „felturbózott” értékpapírok, melyek így nem is tarthatnak igényt a befektetők széles körének érdeklődésére.

Magyar vállalati kötvénypiac 2000-től

A magyar vállalati kötvénypiacot a tőkepiaci szabályozás a tőzsdére terelte egyrészt azzal, hogy a 200 millió forint feletti nyilvános kibocsátásokat 2001-ig tőzsdére kellett vezetni, másrészt a tőzsdekényszer intézményén keresztül, ami előírja, hogy a tőzsdére bevezetett értékpapírokra vonatkozó megbízásokat a kereskedő cégeknek a tőzsdén kellett teljesíteni (az állampapírok kivételével). A vállalati kötvények belföldi másodpiacát gyakorlatilag lefedte a tőzsdei vállalati kötvénypiac, melynek kapitalizációja mintegy 164 milliárd forint környékén volt.

A baloldali ábra a vállalati kötvények tőzsdei kapitalizációjának alakulását, a jobboldali ábra az új bevezetéseket mutatja 2000-2003 felőlelő időszakban a magyar tőzsdén.

A nem állami kibocsátású hitelpapírok piaca



Forrás: BÉT

1. ábra (Forrás: BÉT, 2004)

Az ábrán látható, hogy a piaci volumen dinamikus növekedést mutatott. 2000 óta a kapitalizáció háromszorosára emelkedett, ami elsősorban a 2002-ben megfigyelhető ugrásszerű növekedésnek volt köszönhető, amikor is duplájára emelkedett a piaci állomány. 2003-ban a növekedés üteme megtorpanni látszott, de ez elsősorban nem az új kibocsátások csökkenése, hanem a lejáratok megnövekedése miatt következett be. Az akkori piaci állomány ugyanakkor még nem volt összemérhető az állampapír piac kapitalizációjával.

A kapitalizáció több mint 60 százalékát változó kamatozású papírok adták, melyek másodpiaci forgalomban még a nagyobb volumenű állampapíroknál sem igazán voltak aktívabbak. A kibocsátók nagyobb része a pénzügyi szférából került ki.

Érdekes képet mutatott a kötvények lejárat szerkezete is. A bevezetett sorozatok között nem volt olyan papír, amelynek hátralévő futamideje meghaladta a 4 évet, és a kibocsátáskori futamidejük sem haladta meg jellemzően az 5 évet. A vállalati kötvények piaca ez alapján alapvetően még a rövidebb futamidejű papírok piaca volt.

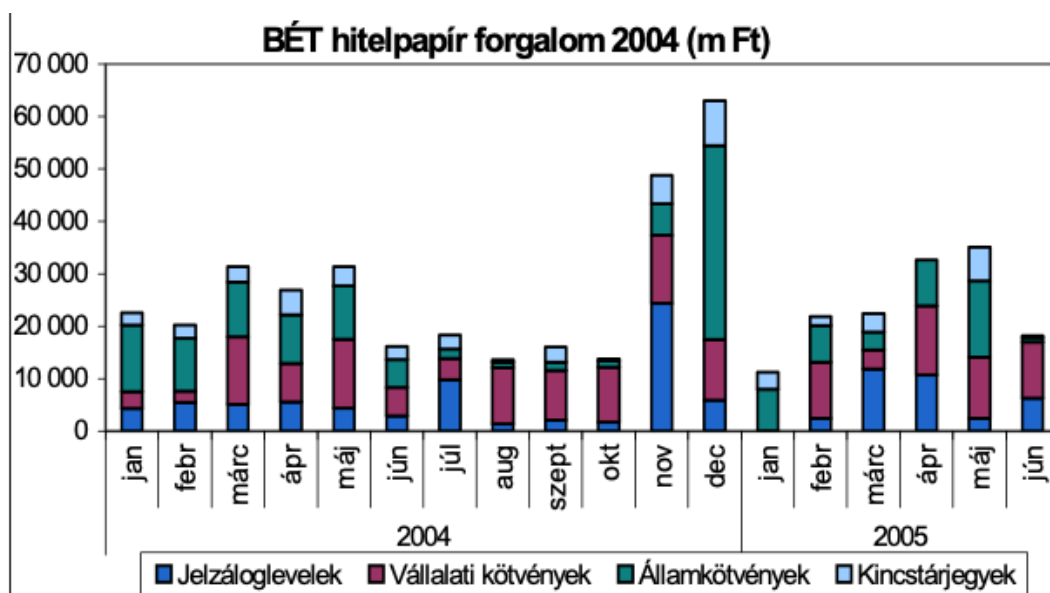
Általánosságban elmondható, hogy a kapitalizáció nagysága alapvetően determinálja a kötvények likviditását, ezért nem várható el, hogy a vállalati kötvények forgalma összemérhető legyen a részvénypiac forgalmával. 2003-ban 68 milliárd forint értékű forgalmat bonyolítottak ezen a piacon, ami 7 százalékkal haladta meg az előző év forgalmát (63 milliárd forint). A kötésszám ezzel szemben másfélszeresére emelkedett.

A vállalati kötvények összességében a 2003. év teljes tőzsdei forgalmának 3 százalékát adták (az állampapírok forgalma ennek 2,8-szorosa volt).

A piac likviditását leginkább a kapitalizáció forgási sebességével lehet megragadni, ami a piaci állományhoz viszonyítja a forgalmat. Ez a vállalati kötvények esetében 2003-ban 41 százalék volt, azaz közelítőleg két és fél évente fordult meg a teljes kapitalizáció a tőzsdén. (Tóth, 2004)

Az ezt követő éve az azonnal piac forgalmának legnagyobb közel 94 százalékát a részvények forgalma tette ki, az állampapírok és vállalati kötvények forgalma alig haladta meg a 2 százalékot. mint az alábbi ábra is mutatja. (MNB, 2005)

BÉT hitelpapír forgalom 2004



2. ábra (Forrás: MNB 2005 Tőkepiac)

Nyilvános kötvénykibocsátásra is sor került, melynek értéke 2005-ben 58,5 Mrd forint volt és számottevő emelkedést jelentett a 2004 évi 41,5 Mrd forint kibocsátáshoz képest. A forgalmi adatok tekintetében 2005-ben (49,88 Mrd forint) 13 százalékkal haladta meg a 2004 évi hasonló időszakra vonatkozó forgalom volumenét a kötvényekkel történő kereskedelem.

A jelzáloghitelek miatt kirobbant 2007 évi pénzügyi válság globálissá nőtte ki magát pár hónap leforgása alatt. A rendkívül összetett válság komoly összefogást kívánt meg a

vezető országoktól és azok összehangoltan próbálták meg minimalizálni a piacra gyakorolt romboló hatását. Magyarországot különösen érzékenyen érintette a válság azért, mert a gyenge forint miatt megnőtt a devizahitel-kitettség mértéke mind a lakossági, vállalati és államháztartási szektorban egyaránt. Szükség volt az államcsőd elkerülésére az IMF által nyújtott 25 Mrd euró hitelkeretre, valamint a jegybank is hirtelen megemelte az irányadó kamatot 11,5 százalékpontra. Külön nehezítő tényező volt, hogy Magyarország ellen már 2004 óta eljárás folyt a túlzott államháztartási deficit miatt. (Csizmadia, 2014)

„2008 őszén az egyre nehezebbé váló forrásbevonási körülmények a hazai piaci kibocsátásokon tapasztalható gyenge aukciós keresletben, sikertelen, elhalasztott vagy felfüggesztett aukciókban és hozamemelkedésben is tükröződtek. A likviditási problémák különösen a kelet-közép-európai régióban jelentkeztek, ugyanakkor a piaci zavarok a kevésbé fejlett euró-zóna tagországokat sem kerülték el. A cseh, lengyel, magyar, román állampapírpiacokon egyaránt jelentősen emelkedtek a hozamok, meredeken csökkent az aukciós kereslet és visszaesett a másodpiaci forgalom.” (Kiss-Mák, 2009)

„Magyarországon a Lehman-csődöt követő időszakban mindössze 100 millió eurónak megfelelő összegű kibocsátás történt.” (Kiss-Mák, 2009)

A környező régió országaiban a visszaeső kereslethez az adósságkezelők úgy alkalmazkodtak, hogy csökkentették vagy felfüggesztették a kibocsátásokat. Ez természetesen a vállalati kötvénypiacra is hatással volt.

A vállalatok GDP-arányos hitelállománya átlagosan 60 százalék körül volt 2008-ban, ez dinamikus csökkenésnek indult ezt követően. A hitelek lejáratát tekintve a rövid lejáratú hitelek állománya esett vissza nagyobb mértékben.

A BÉT forgalma a 2007-es évhez képest 20 százalékos csökkenést könyvelt el, a BUX index 58 százalékos visszaesést jelentett. (BÉT, 2008)

A kötvénypiacon az állami kötvények forgalma volt egyedül jelentős mértékű, köszönhetően annak, hogy minden befektető a legkisebb kockázatot jelentő értékpapírokat kereste. Ezen felül a jegybank elkezdte a devizakötvények kibocsátását is melyre óriási kereslet volt.

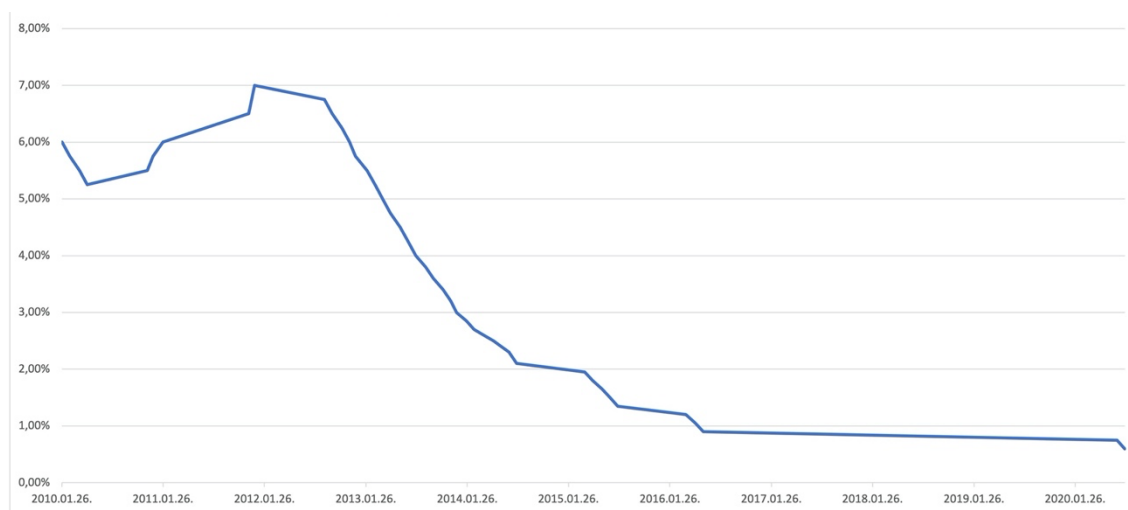
2009 folyamán kezdett visszatérni a befektetési kedv és erősödésnek indult a vállalati kötvénypiac a világban és idehaza is.

2010-től új szakasz kezdődött a hazai kötvénypiacon, aminek erős lökést adott, hogy a MOL és az akkor még újnak számító RFV is kötvényt bocsájtott ki. A kibocsátások sikeressége miatt újabb kötvényeket bocsátottak ki 2011 folyamán. Fontos megjegyezni, hogy ez a két kötvényt életképes alternatívát jelentett az állampapírokkal összehasonlítva, hiszen közel azonos hozamot ígért, alacsonynak mondható kockázat mellett (hiszen a kibocsátási összeg és a vállalati mérlegadatok összevetése alapján ez a forrás elenyésző volt). Őket követte a Business Telecom Távközlési Zrt. valamint a Nordtelekom és az Alteo is bejelentette kötvénykibocsátási szándékát.

Folyamatos volt a fejlődés az ezt követő években. 2014 folyamán már 100 feletti volt a hitelpapírok száma a BÉT hitelpapír szekciójában. (Barta, 2014)

A jegybank pedig éveken keresztül folyamatosan csökkentette a jegybanki alapkamat mértékét. Az alábbi ábra jól szemlélteti ennek a változását.

A jegybanki alapkamat mértékének változása 2010-2021



3. ábra (Forrás: MNB)

A kötvénypiac fejlődése azonban nem volt egyenletes folyamat, számos negatív tényező, mint a görög államcsőd lehetősége, a hazai pénzügyi szereplőknél (Questor és Buda Cash ügyek) bekövetkezett csődök negatívan hatottak a piacra. Ezek ellenére is a hazai

kötvénypiac fejlődött, újabb és újabb szereplők jelentek meg kötvénykibocsátással (Wing csoport, Alteo, Richter, stb.).

A BÉT éves beszámolóinak vizsgálata alapján a főbb számok a 2015 és 2018 közötti időszakot felölelő időtartamban a következők voltak: (BÉT, 2016,2017,2018)

A 2015 év tekintetében a vállalati kötvénypiacon (34 kibocsátás történt) a bevezetések száma 2014-hez képest 27 százalékos csökkenést szenvedett el, azonban ezt a nagyobb volumenű bevezetések ellensúlyozták. A bevezetett állomány mérete 3.5 százalékkal növekedett és elérte az 535 Mrd forintot. Fontos megjegyezni, hogy megjelent új kibocsátóként a Magyar Fejlesztési Bank Zrt..

2016-ban a vállalati kötvények piacán az új sorozatok bevezetései száma a tavalyi 34-ről 20-ra csökkent, azonban a nagyobb volumenű bevezetések és rábocsátások ezt ellensúlyozták, így a bevezetett állomány átlagos mérete változatlan maradt és elérte az 523 Mrd forintot. Ehhez hozzájárultak új kibocsátóként az Eximbank Zrt., Tündérszíkla Vagyonkezelő Zrt. és WINGHOLDING Zrt. kötvénykibocsátásai és bevezetései is.

„2017 folyamán a vállalati kötvények piacán az új sorozatok és rábocsátások bevezetés száma a tavalyi 30-ról 23-ra csökkent. Bár a bevezetések volumene jelentősen, 55,8 százalékkal 154,4 Mrd forintra nőtt, a lejáratok miatt a bevezetett állomány átlagos mérete 17,2 százalékkal 433,5 Mrd forintra csökkent. Az új állomány közel 97 százalékát az Eximbank Zrt. és az MFB Zrt. bevezetései adták.” (BÉT, 2017)

„2018-ban a vállalati kötvények piacán az új sorozatok és rábocsátások bevezetésének száma a tavalyi 23-ról 26-ra nőtt, azonban a bevezetések volumene 13 százalékkal, és a lejáratok miatt a bevezetett állomány átlagos mérete is 12 százalékkal 381,6 Mrd forintra csökkent. Az új állomány közel 71 százalékát az MFB Zrt. kötvénybevezetései adták.” (BÉT, 2018)

Jelenlegi helyzet bemutatása

A cégek számára létfontosságú, hogy hozzáférjenek a mindennapi üzleti tevékenységük és hosszú távú beruházásaik finanszírozásához szükséges forrásokhoz. Többek között ezzel indokolta a Magyar Nemzeti Bank (MNB) az 2019-ben közzétett versenyképességi

programjában, hogy fel kell fejleszteni és lendületet kell adni a hosszú évek óta gyengélkedő hazai vállalati kötvénypiacnak.

Kétségtelen, hogy egy megfelelően fejlett és likvid kötvénypiac a vállalatok javát szolgálja, hiszen szélesíti a forrásbevonási lehetőségeiket. Mindenekelőtt a bankhitelekkel szemben jelenthet ez megfelelő alternatívát. Ráadásul a diverzifikált finanszírozás lehetősége egészséges versenyt idézhet elő a bankhitelek és a kötvénypiaci források között, aminek eredményeként a vállalatok forrásszerzési költsége akár mérséklődhet is.

A kkv-k előtt is nyitva áll ez a lehetőség

Az MNB adatai azt mutatják, hogy míg a nem pénzügyi vállalatok bankhiteleinek GDP-arányos értéke meghaladja a 17 százalékot, addig a kötvényállományuk mindössze 1,5 százalék körüli alakult 2018 végén. Márpedig ez az érték messze elmarad mind az európai uniós, mind a közép- és kelet-európai országok átlagától, ahol ez jellemzően 5-7 százalék körül alakul. (Csabai, 2019)

A jegybank szerint a kötvénykibocsátás elsősorban a nagyobb vállalatok számára jelenthet alternatívát, de a piac fejlődésének köszönhetően később a kis- és középvállalkozásokkal (kkv) szemben fennálló hitelkövetelések is megjelenhetnek értékpapírosított formában, ami a kkv-szektor finanszírozási feltételeinek további javulását eredményezheti.

A 2019 tavaszától elindult Növekedési Kötvényprogram (NKP) keretében az MNB 300 milliárd forint keretösszegben nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, jó minősítéssel rendelkező kötvényeket, valamint cégekkel szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírokat vásárolt.

A vállalatokat forrással ellátó piacok közötti egészséges verseny révén a jegybanki kamatdöntések is jobban érvényesülhetnek, így az MNB a háromszázalékos inflációs céljának fenntartható elérését több úgynevezett transzmissziós csatorna is hatékonyan tudja támogatni.

Az MNB tájékoztatása szerint 2019 első pár hónapjában 145 cég regisztrált a Növekedési Kötvényprogramba. Közülük szeptember végéig tizennyolcnak a neve vált ismertté,

amelyekből 15 megkapta a jegybank által felkért két német cég – a Scope Ratings GmbH és az Euler Hermes GmbH – pozitív hitelminősítését mind a vállalatukra, mind a kibocsátandó papírjukra. Erre a Mol Nyrt.-nek külön nem volt szüksége, mivel korábban már értékesített kötvényeket, így rendelkezett az ahhoz szükséges hitelminősítéssel. A 4iG Nyrt. viszont szeptember végén még várt a zöld jelzésre, miután közgyűlése szeptember elején adta áldását a kötvénykibocsátásra.

A tizennyolc cégből kettő szeptember végéig már értékesített is kötvényeket az NKP keretében. Elsőként a Pannonia Bio közel 15 milliárd forint értékű, tízéves futamidejű, 2,4 százalékos éves fix kamatozású papírokat, átlagosan 99,6849 százalékos eladási áron, amelyből fakadóan azok átlaghozama 2,4357 százalék lett. A Mol pedig 28,4 milliárd forintos összértékben, tízéves futamidejű, évi kétszázalékos fix kamatozású, 1,9055 százalékos hozamú kötvényeket dobott piacra, amelyeket a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) által működtetett Xbond multilaterális kereskedési rendszerben regisztráltak.

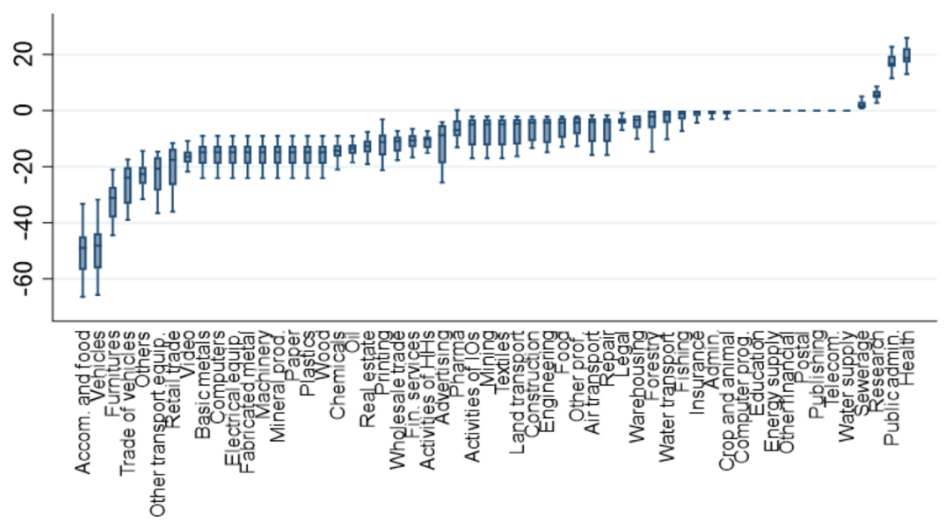
Előbb intézmények, aztán kisbefektetők

A jegybank kikötése szerint az NKP-ban kibocsátott kötvényeket az értékesítésüket követő fél éven belül be kell vezetni a BÉT-re, így azok a másodlagos forgalomban mások számára is elérhetőek lesznek. Fontos viszont tudni, hogy a vállalati kötvények darabjának a névértéke nem lehet 100 ezer eurónál alacsonyabb. Márpedig ez behatárolja, hogy azokból első körben alapvetően intézményi befektetők (bankok, biztosítók, nyugdíjpénztárak, befektetési alapkezelők) vásárolhatnak. A lakossági kisbefektetők csak közvetve, úgy részesülhetnek az NKP keretében piacra dobott kötvények hozamából, ha például egy alapkezelő az általa menedzselt kötvényalapba tesz ilyen papírt.

Pandémia és félelem a piacokon

A pandémia 2020 márciusában felforgatta a teljes világgazdaságot és a pénzpiacokat. Az államok által bevezetett korlátozások hatására a gazdasági teljesítmény mindenhol jelentős mértékben visszaesett, mely negatív értelemben kihat a vállalatok teljesítményére és háztartások pénzügyeire is egyaránt. Az alábbi ábra szemlélteti legjobban ennek a visszaesésnek a mértékét.

Pandémiás sokk hatása: kibocsátási növekedés üteme 2020-ban ágazatonként
országokra lebontva



4. ábra (IMF – Ebeke 2021)

Az Eurosystem az euroövezet monetáris hatósága, a pandémiás vészhelyzetre való válaszként meghirdette 1.850 Mrd euró értékű eszközvásárlási programját a PEPP-t¹, hogy csökkentse a hitelfelvételi költségeket, bővítsék a hitelnyújtásának lehetőségét a lakosság, cégek és kormányzatok számára is. Az Eurosystem tagjai az Európai Központi Bank és azon tagállamok nemzeti központi bankjai, ahol a közös valuta az euró. Az Eurosystem célja az árstabilitás fenntartása és védelme.

Az Eurosystem 2020 márciusától 2021 januárjáig 810 Mrd euro értékben már vásárolt pénzügyi termékeket a meghirdetett eszközvásárlási programja keretében. Többek között az EKB tovább fokozta a hosszú távú finanszírozási műveleteit azáltal, hogy növelte a likviditást, meghosszabbítva 2022 júniusáig azt az időszakot, amely alatt lényegesen kedvezőbb feltételeket alkalmaznak. Ezen felül az irányadó kamatlábakat változatlanul, történelmi alacsony szinten tartják. (Lehmann, 2021)

¹ PEPP: Pandemic Emergency Purchase Program (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>)

Magyar válságkezelés

A KBER országokhoz hasonlóan a Monetáris Tanács 2021 januárjában úgy döntött, hogy folytatja a Növekedési Kötvényprogramot és jöhetnek a 30 éves kötvények is.²

Az eddigi 750 milliárd forintról 1.150 milliárd forintra növelte a Növekedési Kötvényprogram keretösszegét a Magyar Nemzeti Bank. A maximális futamidő 20 évről 30 évre emeléséről és az MNB által egy vállalatcsoport felé maximálisan vállalható kitétség 50 milliárdról 70 milliárd forintra történő emeléséről is döntött a Monetáris Tanács. A program kezdete óta eddig összesen 46 vállalat 53 kötvénysorozatának kibocsátására került sor, mely során a vállalatok közel 900 milliárd forint értékű forrást vontak be.

A kötvénypiac fejlődési lehetőségei

A fejlett piacokon a kötvénypiac kialakulása és fejlődése több évtizedes szerves folyamat. A fejlődő piacokon – ahova ebből a szempontból Magyarország is tartozik – ezek a lépések nagyon gyorsan és általában párhuzamosan történtek meg, gyakran komoly külső ráhatás segítségével (pl. kormányzati szerepvállalás). Emiatt a kialakuló rendszer kevésbé lett stabil, és számos torzulást szenvedhetett el.

Egy piac potenciális méretét természetesen leginkább a lehetséges kibocsátók száma és nagysága határozza meg. Lehet bármilyen fejlett jogszabályi és infrastrukturális háttér, ha az adott piacon nem működnek olyan nagy cégek, amelyek megfelelnek a korábban már kifejtett követelményeknek, akkor a piac létrehozása csak ábránd lehet. Természetesen ez a kijelentés elsősorban a másodlagos piacra vonatkozik, hiszen az elsődleges piac ettől függetlenül is virágzásnak indult. Magyarország ebben a tekintetben nem a korlátlan lehetőségek hazája, hiszen ilyen kibocsátóként eddig csak egy-két óriás vállalat léphetett fel. Ezen hivatott változtatni az MNB által meghirdetett Növekedési Kötvény Program, aminek segítségével bármelyik, a feltételeknek megfelelő cég (min. B+ minősítésű), legyen az akár közép vállalkozás, részt vehet.

² <https://www.portfolio.hu/bank/20210112/dontott-az-mnb-folytatodik-a-novekedesi-kotvenyprogram-johetnek-a-30-eves-kotvenyek-465000>

3.2 Növekedési Kötvényprogram bemutatása

3.2.1 A Növekedési Kötvényprogram céljai

Az NKP elindításával az MNB növelni kívánja a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságát, elősegítve azt, hogy a vállalatok a bankhitelek mellett megfelelő mértékben támaszkodjanak a kötvénykibocsátáson keresztüli forrásbevonásra is. Az NKP keretében a jegybank nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket vásárol, ami elősegíti a magyar vállalati kötvénypiac likviditásának bővülését.

Növekedési Kötvényprogram főbb lépései



5. ábra (Forrás: MNB, 2019)

Egy vállalat kötvénykibocsátáshoz vezető útját alapvetően négy különböző szakaszra bonthatjuk: az előkészítési, a felkészülési, a kibocsátási, valamint a kibocsátás utáni szakaszra. Az MNB Növekedési Kötvényprogramjának keretében vásárolt vállalati kötvényeket a Budapesti Értéktőzsde Zrt. (BÉT) által működtetett valamely kereskedési helyszínre (az XBond elnevezésű multilaterális kereskedési rendszerbe vagy a tőzsde, mint szabályozott piac hitelpapírszekciójába) szükséges a forgalomba hozataltól számított 90 napon belül bevezetni. A multilaterális kereskedési rendszer (MTF) egy viszonylag új, egyre nagyobb teret hódító kereskedési helyszín, mely a klasszikus szabályozott piacra történő bevezetésnél egyszerűbb belépési követelményeket és kisebb adminisztrációs terhet jelent a kibocsátó vállalatoknak. A 2019 március végén bejelentett

vállalati kötvényvásárlási program keretében a jegybank 2019 júliusától nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket vásárol az elsődleges és másodlagos piacon egyaránt.

3.2.2 A program feltételrendszere

Az MNB Növekedési Kötvényprogramjának főbb paraméterei		
	Nem közzállalatok kötvényei	Közzállalatok kötvényei
Keretösszeg	1.150 milliárd Forint	
A vásárlások kezdete	2019. július 1.	2021. március 16.
A vásárolt kötvények kibocsátói	hazai székhellyel rendelkező nem pénzügyi vállalatok, melyek nem minősülnek közzállalatnak	hazai székhellyel rendelkező nem pénzügyi vállalatok, melyek közzállalatnak minősülnek
A vásárolt kötvények devizaneme	forint	
A vásárolt kötvények eredeti futamideje	legalább 3 év, legfeljebb 30 év	
A vásárolt kötvények hitelminősítése	legalább B+	
Az MNB vásárlásának aránya egy kötvénysorozatból	legfeljebb 70%, elsődleges és másodlagos piacon	legfeljebb 50%, csak másodpiacon
Az MNB maximális kitétsége egy vállalat csoporttal szemben	50 Mrd Ft	70 Mrd Ft
Egy kibocsátás minimális volumene	1 Mrd Ft	

2. táblázat (mnb.hu)

Az MNB az NKP keretében csak olyan vállalati kötvényt vásárol, melynek kibocsátója megfelel a programban megfogalmazott főbb követelményeknek.

3.2.3 A kötvényprogramban való részvétel lépései

Előkészítési szakasz

A vállalatnak először azt kell eldöntenie, hogy akar-e beruházási, bankhitel kiváltási vagy egyéb céllal plusz forrást bevonni, és ha igen, azt a kötvénypiacról kívánja-e megtenni. Amennyiben egy vállalat szeretné, hogy az általa kibocsátott értékpapírok esetében az MNB vásárlóként megjelenjen az NKP keretében, akkor fel kell vennie a kapcsolatot a jegybankkal az MNB honlapján található regisztrációs felületen keresztül. A regisztrációt követően a vállalatnak fel kell vennie egy a hirdetményben meghatározott szolgáltatás végzésére vonatkozó engedéllyel rendelkező befektetési szolgáltatóval a kapcsolatot. A befektetési szolgáltatóval való egyeztetés után körvonalazódhat, hogy a vállalat NKP-ban való részvétellel egybekötött kötvénykibocsátása megvalósítható-e. Amennyiben a vállalat eléri a megfelelő minősítést, javasolt felvennie a kapcsolatot egyéb kulcsfontosságú külső tanácsadókkal is a számviteli, jogi és dokumentációs előkészületek megkezdéséhez.

A befektetési szolgáltatóval való kapcsolatfelvétel

A programban való részvételi szándék jelzését követően az előkészítési szakasz elején a potenciálisan kibocsátó vállalatnak egy befektetési szolgáltatóval kell felvennie a kapcsolatot, amely a kötvénykibocsátás teljes folyamatában érdemi segítséget nyújt számára. A befektetési szolgáltató eleinte a kötvénykibocsátás megvalósíthatóságáról, valamint az NKP feltételrendszeréről tud tájékoztatást nyújtani, véleményt tud alkotni arról, hogy a B+ minősítésnek a vállalat és a kötvény milyen eséllyel felelhet meg, valamint a hitelminősítési folyamat során is segíteni tudja a vállalatot. A befektetési szolgáltató emellett segít a vállalat pénzügyi helyzete és a stratégiája alapján felkészülni a kibocsátásra, valamint a kötvénypiaci információit felhasználva pontosabb képet adhat a vállalatnak a potenciális befektetői köréről, így a bevonható források mértékéről is. Ezen felül a befektetési szolgáltató jegyzési garancia vállalásával biztosíthatja a kibocsátás sikerességét és a kibocsátás záró szakaszáig támogatást nyújt a vállalatnak. A befektetési

szolgáltató segít annak az eldöntésében is, hogy az adott vállalat által kibocsátott kötvényeket, mely a BÉT által működtetett kereskedési helyszínre érdemes bevezetni.

Az NKP-ban való részvételhez szükséges hitelminősítés megszerzése

Az NKP-ban való részvételhez szükséges, hogy a vállalat által kibocsátandó kötvény legalább B+ minősítést szerezzen egy, az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) által nyilvántartásba vett, felügyelt és az MNB által a jegybanki fedezetértékelés körében elfogadott hitelminősítőtől (S&P, Fitch, Moody's, Euler Hermes, Scope Ratings).

A vállalatoknak a hitelminősítés során együtt kell működniük a hitelminősítővel és rendelkezésére kell bocsátaniuk a szükséges információkat. A hitelminősítés folyamata átlagosan két hónapot vesz igénybe, amennyiben a vállalat a hitelminősítő által kért információkat teljeskörűen és időben rendelkezésre bocsátja. A minősítéshez szükséges információk időben és megfelelő formában történő átadásában a befektetési szolgáltatók is segíthetik a vállalatot.

A hitelminősítési folyamat során a vállalatnak adatszolgáltatási kötelezettsége van mind a hitelminősítő, valamint a jegybank felé egyaránt. A hitelminősítés elvégzéséhez szükséges adatszolgáltatás és magának a hitelminősítésnek az elvégzése három fő szempont szerint megy. Első körben megvizsgálják az adott cég üzleti kockázati profilját, ahol figyelembe veszik az iparág-specifikus tényezőket, piaci részesedést, termékek-vevők-eszközök diverzifikációjának hármását, a vállalat működési eredményességét és annak változékonyságát, megvizsgálják a szektor/vállalat specifikus tényezőket is. Második körben felállítják a vállalat pénzügyi kockázat profilját, ahol vizsgálat alá veszik a vállalat tőkeáttételét és adósság védelemre vonatkozó intézkedéseit, vizsgálják a cég likviditási helyzetét, cash-flow termelő képességét. Harmadik záró lépcsőben megvizsgálják a cég pénzügyi és számviteli politikáját, az anyavállalat háttértámogatását, valamint felméri a versenytársak a céghez viszonyított helyzetét.

További partnerek kiválasztása, számviteli, jogi és dokumentációs előkészületek

A megszerzett hitelminősítés után a vállalat kapcsolatba léphet további külső tanácsadókkal is, akik többek között segítenek a kibocsátáshoz szükséges dokumentáció elkészítésében, valamint az üzleti-pénzügyi és a jogi átvilágításban. A külső tanácsadók

közül a befektetési szolgáltató mellett, ezért a jogi tanácsadó, valamint a könyvvizsgáló cég a legfontosabbak.

A jogi tanácsadó segítséget nyújt a tájékoztató, információs dokumentumok megtervezésében és összeállításában, segítségre van a cég jogi átvilágításában, támogatást nyújt a társasági szabályozási lépések és jóváhagyások meghozatalában, eljárás és jogi képviselőt biztosít a Felügyelet/BÉT által lefolytatásra kerülő eljárások folyamán.

A könyvvizsgáló a tájékoztatóban megjelenő pénzügyi jelentés elkészítésében és jóváhagyásában közreműködik, segít a vállalat üzleti és pénzügyi átvilágításában, auditálja a beadott beszámolókat és a későbbiekben is folyamatosan adatot szolgáltat a minősítés és kibocsátás során.

Felkészülési szakasz

A felkészülési szakaszban a vállalat döntően a kibocsátáshoz szükséges dokumentációs elvárásoknak tesz eleget, valamint a befektetőknek bemutatja a kötvénykibocsátás részleteit.

Kibocsátás alapidokumentumai

Amennyiben a kötvénykibocsátás nyilvános forgalomba hozatalnak minősül, a kibocsátónak ún. tájékoztatót (prospektust) kell készítenie és a forgalomba hozatalt megelőzően közzé tennie, mely utóbbira csak a Felügyelet előzetes jóváhagyását követően kerülhet sor.

Amennyiben pedig a kötvénykibocsátás zártkörű forgalomba hozatalnak minősül, szintén elegendő egy információs összeállítást készítenie a kibocsátónak. A hatályos szabályozás szerint azonban zártkörű forgalomba hozatal, csak akkor valósul meg, ha a kötvény csak egyetlen befektető számára kerül felajánlásra, amire az NKP esetében nincs lehetőség.

Tájékoztató

A tájékoztatónak szükséges azokat az információkat tartalmaznia, amikre a befektetőknek szükségük van a megalapozott befektetési döntés meghozatalához. Ezek az információk döntően: a kibocsátó pénzügyi adatai, az értékpapírokban megtestesített jogok, a

kibocsátás okai és részletei. A tájékoztatót egyetlen dokumentumként (összevont tájékoztató) és különálló dokumentumokként (a tájékoztatót felosztva) is elkészítheti a vállalat, aminek a részei: a kibocsátóra vonatkozó információkat tartalmazó regisztrációs okmány és a kötvényekre vonatkozó információkat tartalmazó értékpapírjegyzék.

Kereskedési helyszínre bevezetéssel kapcsolatos dokumentációs kötelezettség

Előzőekben már említésre került, hogy a kibocsátónak az NKP-ban történő részvételhez kötelezettséget kell vállalnia a kibocsátott kötvények valamely BÉT által üzemeltetett kereskedési helyszínre történő későbbi (a forgalomba hozattól számítva 90 napon belüli) bevezetésére. A vállalat jelenleg két lehetőség közül választhat: az XBond elnevezésű multilaterális kereskedési rendszer vagy a tőzsde, mint szabályozott piac hitelpapírszekciója

A befektetői roadshow

A felkészülési szakasz elején a vállalat bemutatkozik a befektetők számára (egy roadshow keretében), ahol a vállalat egyéni és csoportos találkozókra bemutatja magát (ideértve a rá vonatkozó legfontosabb pénzügyi információkat), a jövőbeli stratégiai célkitűzéseit, a tervezett kötvényfeltételeket és a kötvénykibocsátás során bevont források tervezett felhasználását.

A kibocsátási szakasz, az aukció

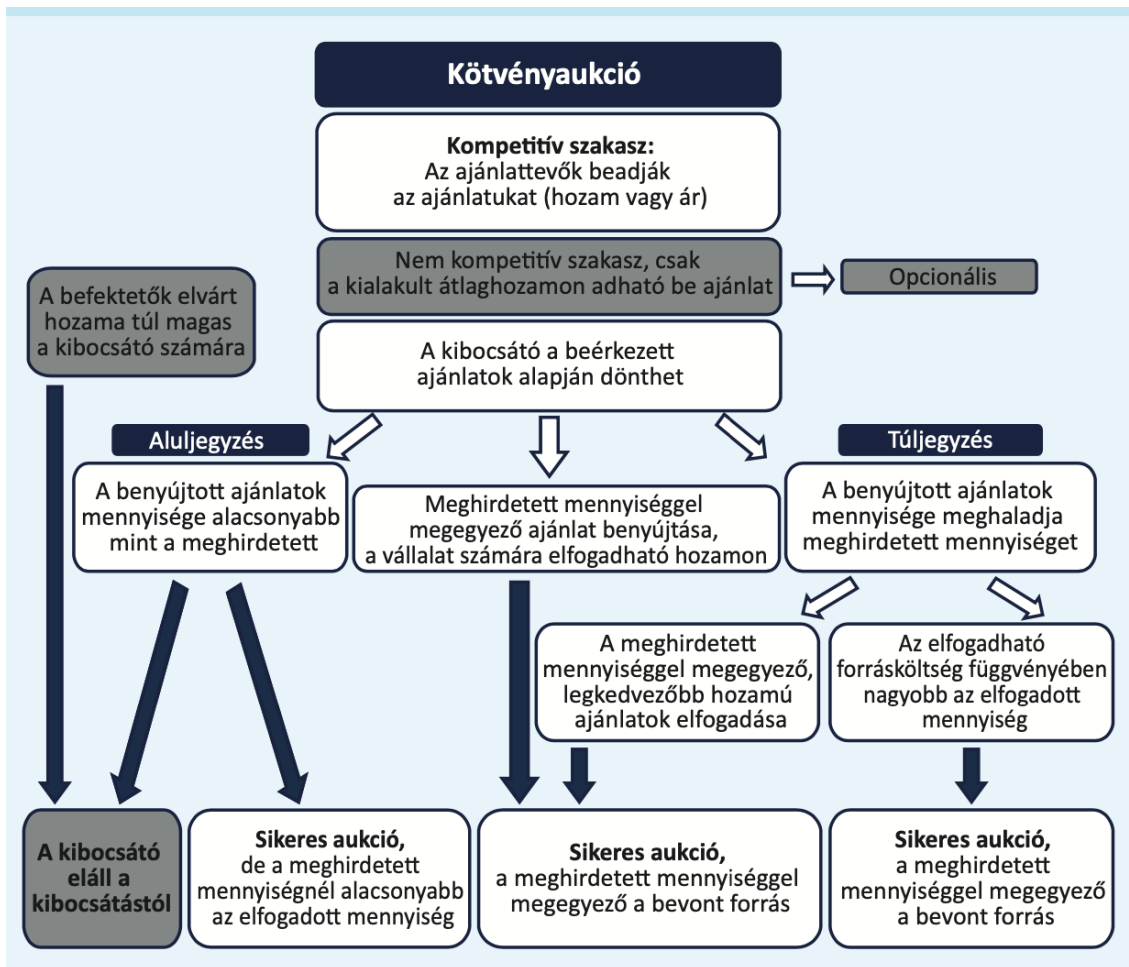
Az NKP keretében a jegybank az elsődleges piacon, csak olyan vállalati kötvényeket vásárol, amelyeket a BÉT aukciós kereskedési rendszerén keresztül lebonyolított értékpapír-aukció keretében bocsátanak ki. Emellett az MNB kizárólag nem nyilvános ajánlati könyves aukciós értékesítéssel kibocsátott értékpapírokat vásárol. Ennek lényege, hogy az ajánlattétel során az ajánlattevők nem ismerik, hogy ki milyen hozamon/árfolyamon adott be ajánlatot. Továbbá a jegybank csak olyan aukción vásárol értékpapírokat, amely az alábbi kritériumoknak megfelel:

- A kibocsátott értékpapírok maximum 50 százaléka kerülhet egy aukciós ajánlattevőhöz.
- A kibocsátott mennyiség maximum 10 százalékkal haladhatja meg a meghirdetett mennyiséget.

- A benyújtható hozamajánlatok felső-, és/vagy a benyújtható árajánlatok alsó korlátja előzetesen meghatározásra kerül.
- A Kibocsátó vállalja, hogy az értékpapír-sorozat egy részének a futamidő lejáratá előtti visszavásárlása esetén legalább olyan arányban vásárol vissza abból az MNB-től, mint amilyen arányban az MNB az adott értékpapírsorozatból értékpapírral rendelkezik a visszavásárlás időpontjában.

Maga a kötvényaukció lehetséges kimenetét jól szemlélteti a lenti folyamatábra, de pár szóban szeretném a főbb szempontokat sorra venni. A kompetitív szakaszban az ajánlattevők megteszik ajánlatukat hozam és ár tekintetében. A beérkezett ajánlatok vizsgálata alapján három eset fordulhat elő, aluljegyzésről beszélhetünk, ha a beadott ajánlatok mennyisége alacsonyabb, mint a meghirdetett mennyiség. Ilyenkor a kibocsátó dönthet úgy, hogy eláll a kibocsájtástól, vagy sikeresnek minősíti az aukciót és elfogadja a meghirdetett mennyiségnél alacsonyabb mennyiséget. Túljegyzésről akkor beszélünk, ha a benyújtott ajánlatok mennyisége meghaladja a meghirdetett mennyiséget. Itt két eset lehetséges, elsőként a meghirdetett mennyiséggel megegyező vagy jobb kondíciójú ajánlat érkezik, másik esetben pedig a forrásköltség függvényében nagyobb az elfogadott mennyiség (ajánlat), azaz jóval több megegyező, de közel azonos kondíciójú ajánlat érkezik. Harmadik lehetséges változat, hogy a meghirdetett mennyiséggel és a vállalat számára elfogadható hozamon benyújtott ajánlat érkezik, ilyenkor is sikeres aukcióról beszélünk.

Kötvényaukción lehetséges kimenetelei és döntési mechanizmusa



6. ábra (Forrás: MNB, 2019)

A kibocsátás utáni szakasz

A sikeres kötvénykibocsátást követően a vállalatok új feladattal szembesülnek, a kötvény valamely BÉT által üzemeltetett kereskedési helyszínre történő bevezetésével.

A kibocsátónak a kötvény futamideje alatt a rendkívüli közzétételi kötelezettségek teljesítése, illetve a BÉT által meghatározott díjak megfizetése mellett számos egyéb feladata, kötelezettsége is van. Ezek közül a legfontosabb, hogy a kibocsátó a kötvényben vállalt fizetési kötelezettségeit (kamattfizetés, valamint tőketörlesztés) határidőben teljesítse a kötvénytulajdonosok felé.³

³ Vállalati Kötvénykibocsátási Útmutató az MNB Növekedési Kötvényprogramjához - Magyar Nemzeti Bank (2019)

4. Vállalati kötvénypiac helyzete Európában

Nem pénzügyi társaságok esetében tipikusan kétfajta adósság jelenik meg, bank-kölcsön és valamilyen hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, mint amilyen a kötvény is. Hogy melyik célravezető választás, vagy akár a kettő megfelelő arányban történő együttes alkalmazása-e a jó, az nagyban függ a vállalat fejlettségétől, az iparágtól és annak ciklikusságától, az irányadó kamatoktól és egyéb tényezőktől.

A vállalati kötvényeknek a kötvénypiac finanszírozásban betöltött arányát számos tényező befolyásolja, ezek közül kiemelhető a gazdasági és a tőkepiaci fejlettség, szabályozói és intézményi környezet, vagy akár a vállalatok pénzügyi kultúrája a fent említett tényezőket tekintve.

Egy példát kiemelve, a 2008-2009 évi pénzügyi krízis folyamán az euro övezetben a nem pénzügyi vállalatok úgy reagáltak a szigorodó banki kölcsön feltételekre, hogy a banki adósságuk összetételét átváltották egyéb hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba. Ezzel egyidőben a piaci adósságok költsége együtt emelkedett és hamarosan meghaladta a banki adósságok költségét. (bbj.hu)

A vállalati kötvények széles spektruma megtalálható a kötvénypiacokon, az egyszerű struktúrájú kötvényektől egészen a bonyolultabb, opciókat tartalmazó kötvényekig. A kibocsátásra kerülő kötvényeknél a kibocsátó vállalat a cég jövőbeli tervei és működési cash flow-ja szempontjából leginkább megfelelő mennyiséget, futamidőt, devizanemet, kamatozást, tőketörlesztést alakíthat ki, illeszkedve a befektetői kör elvárásaihoz. Ebből a rugalmasságából fakadóan terjedt el a fejlett intézményi struktúrával rendelkező országokban a vállalati kötvény, és tekinthetjük az egyik leghatékonyabb forrásallokációt biztosító instrumentumnak a pénz- és tőke-piacon. A hazai piacon tipikus hosszabb futamidejű bankhitellel szemben egy sztenderd kötvény jellemzően fedezetlen és konkrét hitelcél sincs definiálva, vagyis a kötvény a vállalatok számára nagyobb szabadságot biztosít a bevont források hatékony felhasználásában. Ezen felül, a fizetési kötelezettségeken túli egyéb kötelezettségvállalás mértéke is jellemzően alacsonyabb a kötvényen keresztüli forrásbevonásnál, mint a hitelfelvételnél. Szintén a rugalmasság irányába hat, hogy egy klasszikus kötvény esetében a kibocsátó vállalat számára a futamidő alatt bármikor lehetőség nyílik a kötvények visszavásárlására, illeszkedve a

vállalat finanszírozási költségeinek és jövőbeli cash-flow-inak leghatékonyabb alakításához.

4.1 Napjainkban a kötvénypiacokról általánosságban

A válság előtt igaz volt, hogy majdnem háromszoros áron lehetett vállalati kötvényekkel kereskedni, mint a koronavírust megelőző hónapokban, annak ellenére, hogy a világ jegybankjai elképesztő összegeket öntöttek a piacra, hogy segítsék a likviditás fenntartását.

A vételi és eladási ár közötti nagyobb különbségek az európai befektetésre ajánlott kötvényeknél és a feltörekvő piaci dolláros kötvényeknél megmaradtak a MarketAxess⁴ adatai szerint, amely szerint ez új normát jelenthet a piacon az évek óta tartó szinte nulla volatilitás és alacsony kereskedési költségek után.

Az alapkezelők szerint kevesebb kereskedelmi ügyletet bonyolítanak most, mint a koronavírus kitörése előtt, mivel sokkal többbe kerül. A nagy jegybankok beavatkozására nagy szükség volt, hogy lejjebb menjenek a különbségek, ebben a Fed bejelentése játszott a kulcsszerepet, miszerint a befektetésre ajánlott és bővülő kötvények piacára is beszáll vevőként.

2020 márciusában előfordult, hogy nem volt jegyzés, a kötvénypiacok gyakorlatilag befagytak a koronavírus miatti pánikhangulatban.

Sok elemző szerint a piacok egyensúlyba kerülnek majd, ha lehet látni, mikor lesz a végső kilábalás a koronavírus-válságból, de a likviditás nem valószínű, hogy visszatér a koronavírus-járvány előtti időkhöz.⁵

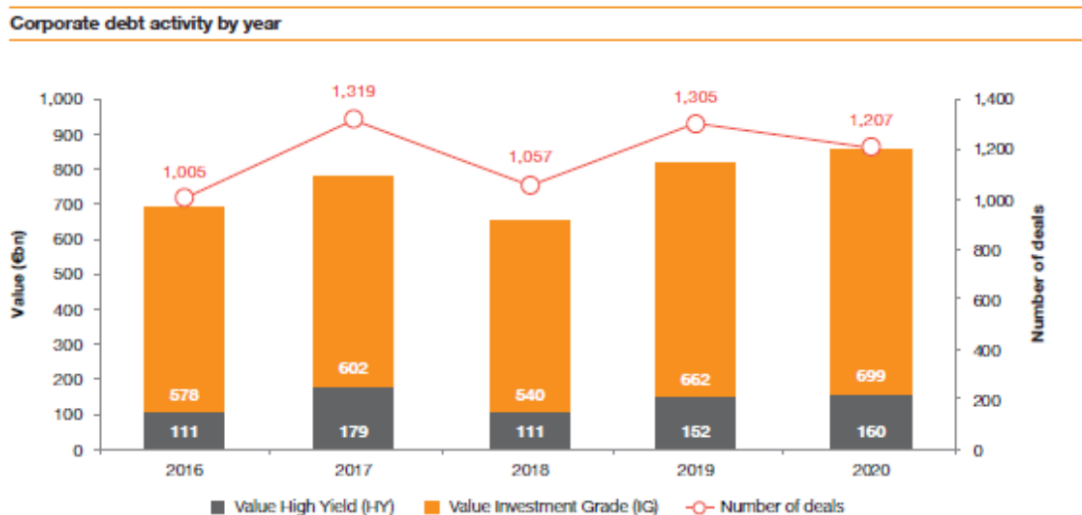
Az európai kötvénypiacon ettől függetlenül megmaradt az élénk kereskedelem 2020 folyamán is, mely 1.207 ügyletet és közel 859 Mrd euro forgalmat és emelkedést jelentett a teljes vállalati kötvénypiacon, mellyel felülmúlta a 2019-es eredményeket is, amikor ennek mértéke 2019 folyamán elérte a 814 Mrd eurot, az ügyletek tekintetében viszont

⁴ <https://www.marketaxess.com/trade/euro-bonds>

⁵ <https://www.portfolio.hu/befektetes/20200422/elintezte-a-koronavirus-a-vallalati-kotvenyeket-ez-a-piac-sem-lesz-mar-a-regi-427584>

kevesebb köttetett, mint 2019-ben, amikor is 1.305 ügylet volt a kötvénypiacon. Ezt a mozgást jól szemlélteti a lenti grafikon.

Európai vállalati kötvénypiaci forgalmi adatok 2016-2020



7. ábra (Forrás: PWC UK)

A válság kirobbanása előtt még kedvezőek voltak a piaci viszonyok, mely aránylag erős kezdést indított el 2020 első negyedében, aztán a második negyedében már látszódott a pandémia hatása, ahogy a cégek likviditást kerestek a pénzpiacon a további működésük folytatásához. A pandémia ellenére 2020 bizonyult az egyik legerősebb évnek a magas kamatozású kötvények volumenét tekintve.

Az államkötvények hozamai egész Európában alacsonyban vannak és előreláthatólag maradnak is ezeken a szinteken.⁶

A kötvénypiac jelenlegi helyzete torz képet fest az elmúlt évekhez képest. A 2008-as válságból való lassú kilábalás és a hosszú időn keresztül alacsonyban tartott infláció miatt a jegybanki alapkamatok még mindig nagyon alacsonyban vannak. A piaci szereplők várakozásai alapján növekedő infláció várható, ami normál esetben megemelné a jegybanki kamatokat és a rövidtávú kötvények kamatát.

⁶ <https://www.pwc.co.uk/services/risk-assurance/insights/debt-watch-europe.html>

A válságkezelés miatt az országok rengeteg államadósságot halmoztak fel és többségük 2020-ban is rekord hiánnyal zárt a koronavírus elleni védekezések miatt keletkezett kiadásoknak köszönhetően. A gazdaságpolitikusok pedig a kamatkiadások miatt nem hajlandóak magasabbra emelni az alapkamatokat.

Elemzők szerint előfordulhat, hogy a befektetők nemhogy reálkamatot nem fognak elérni, hanem akár negatív reálkammattal is lehet számolni majd a kötvénybefektetések után a fejlett piacokon. Ez a trend akár a következő évekre is így maradhat.

A feltörekvő piacok kötvényei ugyan jelentős felárat kínálnak a fejlett piaci kötvényekhez képest, így a hozamok emelkedése esetén jobb eredményt lehet elérni velük, de különösen oda kell figyelni a növekedési kilátásokra ebben az esetben.

Ellenben több ország tekintetében is elmondható, hogy jóval kisebb devizaadóssággal és nagyobb devizatartalékkal rendelkeznek, mint korábban.

Néhány kibocsájtó főleg fejlődő és kelet-európai országok új magasabb kockázatú kötvény kibocsájtásával próbálja meg ellensúlyozni az infláció hatását.⁷

Lokális vállalati kötvénypiacok fejlődése Közép- és Kelet-Európában

Minden közép- és kelet-európai országnak megvan a maga helyi vállalati kötvénypiac. Méretüket, forgalmukat és a kibocsájtó cégek számát tekintve ezek a piacok megmaradtak kis méretűnek, annak ellenére, hogy nagyon sok kibocsájtó számára biztosított a hozzáférés a kötvénypiacához.

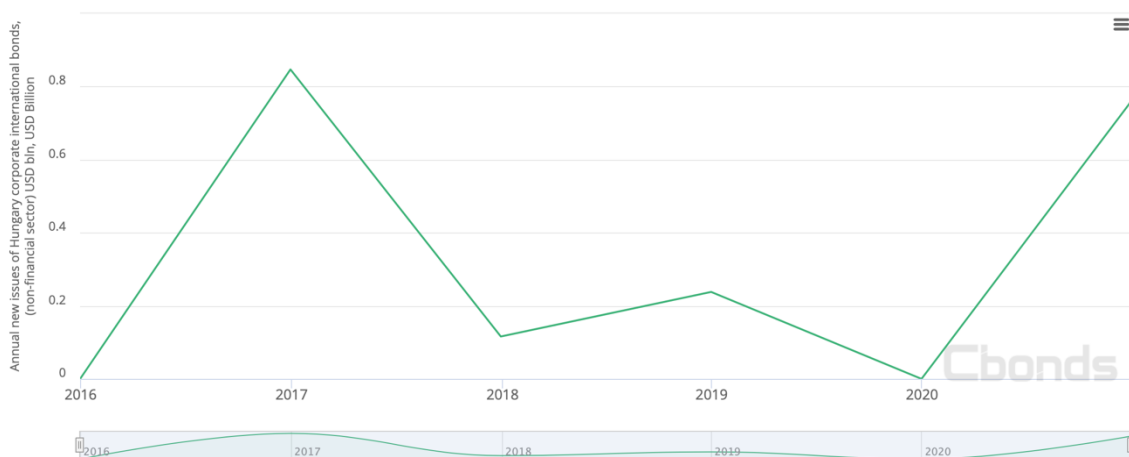
A magyar tőzsde vállalati kötvénypiac 2017-ben mért adatok alapján közel 3,65 Mrd euro volt. A vállalati kötvénypiac 3 százalékát tette ki a magyar gazdaság teljesítményének. 2017. évben 13 vállalat kötvénye volt elérhető magyar tőzsdén.

A nem pénzügyi vállalati kötvénykibocsátások volumenének alakulása jól megfigyelhető a cbonds statisztikájának az adatai alapján, melyet a 2015-től mai napig történő változások nyomonkövetésére szűrtem le.⁸

⁷ <https://www.penzcentrum.hu/megtakaritas/ha-ezt-a-4-pontot-betartod-2021-ben-is-kaszalhatsz-a-kelet-europai-kotvenypiacon.1111914.html>

⁸ <https://cbonds.com/indexes/19709/>

Nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátási adatai – magyarországi adatok



8. ábra (Forrás: Cbonds)

A cseh vállalati kötvénypiac értéke 2017. évben 8,84 Mrd euró körül volt. 32 vállalat kötvénye volt elérhető ebben az időszakban a cseh tőzsdén. 2016-ban csupán 86 kibocsájtás történt a helyi kötvénypiacon. A vállalati kötvénypiac értéke a cseh GDP 5,1 százalékát tette csak ki.

Az alábbi grafikon mutatja a cseh nem pénzügyi vállalati kötvények kibocsátási volumenét az elmúlt öt évet felölelő időszakban, 2016-2021-ig bezárólag.⁹

Nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátási adatai – csehországi adatok



9. ábra (Forrás: Cbonds)

⁹ <https://cbonds.com/indexes/19733/>

Szlovákiában a teljes kötvénypiac értéke 4,83 Mrd euro körül alakult. Ez mértékét tekintve nagyobb, mint a magyar kötvénypiac, de kisebb, mint a cseh kötvénypiac értéke. 2015 folyamán összesen csak 14 cég bocsájtott ki mintegy 26 kötvény sorozatot. A szlovák tőzsde forgalmát elsősorban a kötvények hozzák és a legtöbb tranzakció az államkincstáron keresztül történik.

A cbonds statisztikai adatai alapján a szlovák nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátásaira leszűrt grafikon a 2015-től 2020 végéig mutatja az új kibocsátások volumenét.¹⁰

Nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátási adatai – szlovákiai adatok



10. ábra (Forrás: Cbonds)

A lengyel kötvénypiac helyzete egy kicsit más képet mutat a másik három vizsgált ország piacához képest.

2009-ben néhány év közös munka után a varsói tőzsde a Bondspottal közösen új kereskedési platformot nyitott Catalyst néven, kimondottan vállalati kötvényekkel való forgalom bonyolítására dedikáltan. Az elképzelés az volt, hogy biztosítsák, hogy a piac különböző méretű és paraméterű kibocsátásokat tudjon befogadni, és különböző befektetői csoportok igényeit is kiszolgálja: nagy- és lakossági befektetők, intézmények és magánszemélyek részére egyaránt adott a lehetőség. A közösen létrehozott platform támogatja a nem állami kibocsátású adósság instrumentumok kereskedelmét is mint,

¹⁰ <https://cbonds.com/indexes/19723/>

önkormányzati kötvények, vállalati kötvények és akár jelzáloglevelekkel egyaránt lehetséges kereskedni.

2012-ig a lengyel vállalati kötvénypiac két számjegyű növekedést ért el, csak 2012 első negyedében a kibocsátások értéke meghaladta a 100 Mrd-t a nemzeti valutában mérve. A kötvénypiac GDP-hez mért értéke 2011-ben elérte a 3 százalékot.

2015 után lassulás volt megfigyelhető a következő tényezők miatt:

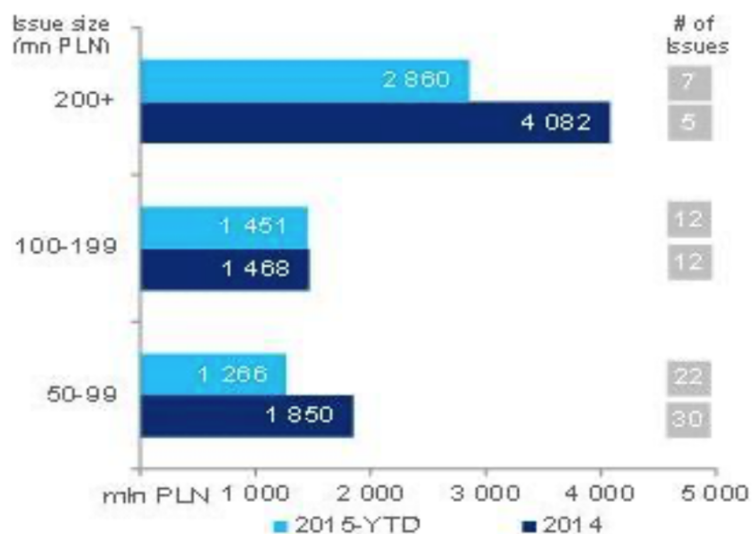
- relatíve magas likviditás a banki rendszerben;
- hosszú egyeztetések folytak a banki kereskedelem közvetlen részvételéről a nyilvános piacon, anélkül, hogy szükség lenne a kereskedési licenszük kiterjesztésére;
- A banki adó 2016. évben történt bevezetését követően a bankoknak nem állt érdekében, hogy tovább növeljék dinamikusan a kereskedelmi mérlegüket;
- további megoldatlan probléma volt a külföldi befektetők forrásadójának helyzete is;
- a bankok eszközeinek tőkeköltségei, amely közvetlenül kihatott a bankok hitelpolitikájának szigorítására és kényszerítette őket, hogy alkalmazkodjanak egy szelektívebb megközelítésre az új kibocsátások során.

Ezek a tényezők együttesen hozták magukkal a bankok érdeklődésének csökkenését a kötvénypiacon.¹¹

A következő grafikon egy összehasonlítást mutat a lengyel vállalati kötvénypiacon a 2014, 2015-2016 év vonatkozásában.

¹¹ Analysis of European Corporate Bond Markets – European commission, 2017 November

Lengyel vállalati kötvénypiac változása 2014, 2015-2016 vonatkozásában



11. ábra (European Commission, 2017)

A lengyel nem pénzügyi vállalati kötvénypiac kibocsátási volumenét mutatja az alábbi ábra 2015-től 2020 végéig.¹²

Nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátási adatai – lengyelországi adatok



12. ábra (Forrás: Cbonds)

Mind a négy grafikon azt mutatja, hogy a 2015-2016 évben a negatív piaci körülmények, az eurozóna válsága, ami a köthető a görög államesőd valós fenyegetéséhez, megcsappant a kötvénykibocsátási hajlandóság a vállalatok részéről. Ezért 2016 márciusában az

¹² <https://cbonds.com/indexes/19717/>

Európai Központi Bank bejelentette meglévő eszközvásárlási programjának kiterjesztését (CSPP) a nem pénzügyi vállalatok támogatására vonatkozóan. Ennek a programnak a célja, hogy tovább egyszerűsítse a monetáris szabályozást és csökkentse a vállalatok pénzügyi költségeit. Elsődleges célja a programnak az volt egyszerűsítse a finanszírozási feltételeit az igazi gazdaságnak, valamint ne csak a nagy vállalatok profitáljanak a kötvényvásárlási program nyújtotta előnyökből.

A CSPP program főbb paraméterei a következők voltak:

- hatálya: 2016 júniusától 2018 december végéig
- vásárolható kötvények állománya: 920 Mrd euró
- megvásárolt kötvények értéke: 178 Mrd euró
- vásárolt kötvényeket kibocsátók száma: 274
- vásárolt kötvények pénzneme: Euro
- kötvény minősítése: BBB- vagy jobb
- kötvények lejáratja: minimum 6 hónap, maximum 30 év
- elsődleges és másodlagos piacon egyaránt.

A program hatására összességében elmondható, hogy az euroövezeti székhelyű nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátása stabil maradt és az euróban denominált új kibocsátások 199 Mrd eurót tettek ki, szemben a 2016-os 193 Mrd euróval. A nem pénzügyi vállalatok tőkepiaci hozzáférését továbbra is segítették a vállalati kötvényeknek a CSPP keretében történt vásárlásai. Ez megfelelő alapot teremtett ahhoz, hogy a kötvénypiacok újra erőre kapjanak a következő években.

2018-ban a nem pénzügyi vállalatok számára kedvező finanszírozási feltételek továbbra is támogatták az üzleti beruházásokat, bár vállalatok külső finanszírozásának áramlása némileg csökkent. Ez a csökkenés főként az „egyéb” finanszírozási források mérséklődését tükrözte. A vállalatikötvény-szpredek 2018 folyamán bekövetkezett fokozatos növekedése ellenére a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátását továbbra is támogatta a vállalati szektort érintő vásárlási program (CSPP), amely 2016 került bevezetésre.¹³

¹³ <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.hu.html>

Az NKP 2019 júliusi indulása óta a V4 régiós piac tekintetében mintegy 3.1 Mrd euró értékű nem pénzügyi típusú vállalati kötvénypiaci forrásbevonás történt mintegy 59 ügylet keretében.

Ettől az időponttól kezdődően az országok szerinti megoszlás a nem pénzügyi vállalati kibocsátások szempontjából a lengyel piac volt a legjelentősebb a maga 1.1 Mrd euró értékű tranzakcióival. A hazai kibocsátás sem sokkal maradt el tőle, enne értéke 0.8 Mrd euró volt, ennek körülbelül 90 százalékát generálta a NKP program. A cseh és szlovák vállalati kötvénypiacon 0,6 Mrd euró összegű kibocsátás történt ugyanezen időszakban.

A futamidők tekintetében a magyar piac kiemelkedett a versenytársak közül. A tranzakciók számát is figyelembe véve a magyar piacon lebonyolított kibocsátások több mint 90 százalékának a kibocsátáskori futamideje meghaladta az 5 éves időtartamot, szemben a szlovák piaci ügyletek 80 százalékával, valamint a cseh ügyletek kétharmadával és a lengyel tranzakciók kevesebb mint egyharmadával.¹⁴

4.2 A hazai kötvénypiac összehasonlítása a visegrádi országok piacaival

A vállalati hitelek aránya az euro övezetben meglehetősen nagyra növekedett az elmúlt 15 évben, viszonyításképpen 2019 második negyedévére az euro övezet GDP-jének a 109 százalékára emelkedett, de meg kell említeni, hogy ez 2015 első negyedévi 115 százalékos csúcstól esett vissza erre a szintre.

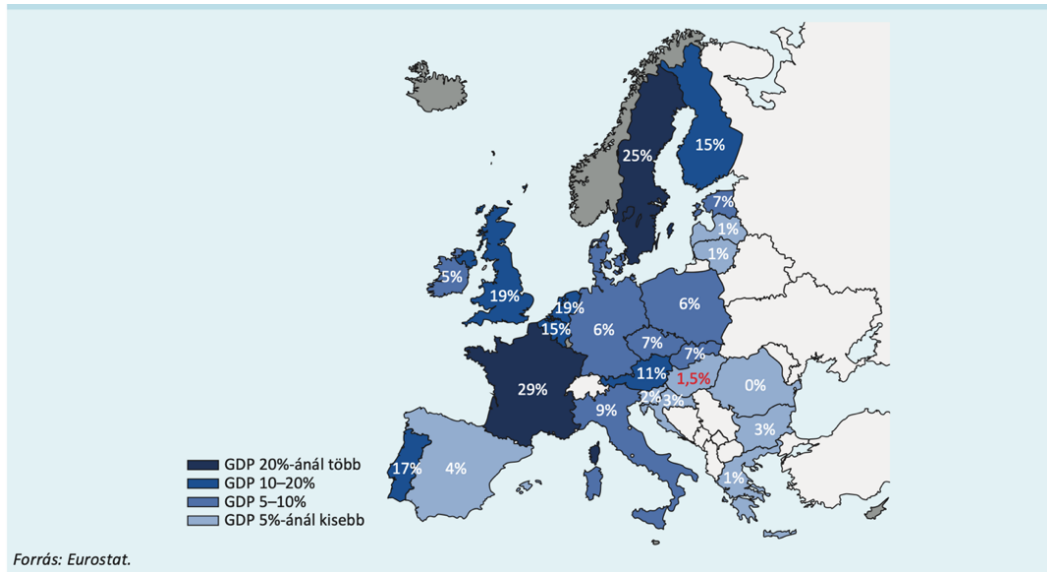
A nem pénzügyi vállalatok teljes eladósodottsága az EU kevésbé fejlett országaiban lényegesen alacsonyabb: a visegrádi országokban (Csehország, Magyarország, Lengyelország és Szlovákia) a vállalati adósságráta 44% és 66% között változik 2019 második negyedévtől.

Noha a vállalati adósság összetétele országonként eltérő, a banki kölcsönök messze a legszélesebb körben használt eszköznek számítanak. Átlagosan a teljes euróövezeti vállalati adósság zöme, közel 68 százaléka banki kölcsönben testesül meg.

A vállalati kötvénypiac mérete országonként jelentős eltéréseket mutat. Ennek alakulása a lenti ábra alapján jól szemléltethető. 2018-ban az Unió nem pénzügyi vállalatainak kötvényállománya meghaladta a 2.000 milliárd eurót.

¹⁴ <https://www.bet.hu/Rolunk/Sajtoszoba/Sajtokozlomenyek/mar-tiz-kibocsato-kotvenye-kereskedheto-a-bet-xbond-piacon>

Vállalati kötvénypiac méretek az Európai Unióban a GDP arányában



13. ábra (Hergár, 2019)

A fenti ábrán jól szemrevételezhetőek az igencsak nagy eltérések a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos kötvényállományát tekintve az Európai Unióban a 2018 évben.

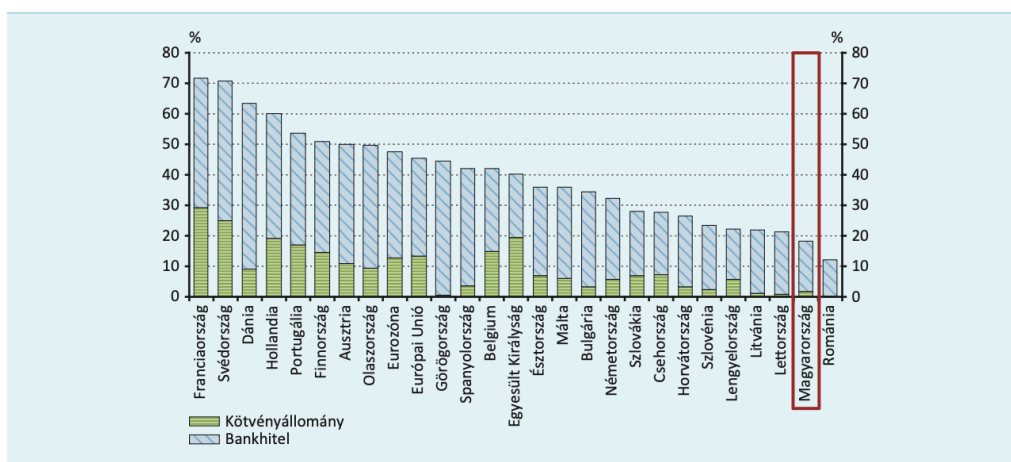
2018-ra vonatkozóan megállapítható, hogy a tagállamok között mutatkozó jelentős eltérések leginkább annak köszönhetőek, hogy ez a finanszírozási forma leginkább a fejlett piacokon terjedt el szélesebb körben, mint Franciaország, Svédország, Egyesült Királyság.

A kelet-közép-európai országokban nem volt számottevő ennek súlya, melyet jól szemléltet, hogy a visegrádi négyek GDP arányában kifejezett átlagos értéke 6-7 százalék körüli, köztük sereghajtóként Magyarország a maga 1,5%-os kitettséggel.

Az Unión belül a kevésbé fejlett pénzügyi piaccal rendelkező országok esetén nemcsak a kötvényállomány, hanem a teljes vállalati szektorra vonatkozóan elmondható, hogy alacsonyabb az eladósodottság mértéke. Míg egyes fejlettebb nyugati országok esetén a teljes vállalati eladósodottság elérheti akár a GDP 70 százalékát is, addig a kevésbé fejlett országok esetében ez az érték a GDP 30 százaléka alatt van mind hazánk, Csehország, Szlovákia és Lengyelország tekintetében.

A nem pénzügyi vállalatok kötvény- és bankhitel állományának eloszlását a GDP arányában az alábbi ábra mutatja 2018 évben.

A nem pénzügyi vállalatok kötvény- és bankhitel állományának eloszlása a GDP arányában



14. ábra (Hergár, 2019)

A vizsgált országok tekintetében közös, hogy nem csak a bankrendszer, hanem a vállalatikötvény-piac mélyítésére is szükség van.

Magyarországon a bankrendszeren keresztül történő hitelezés lényegesen magasabb, a finanszírozás alapvetően bankközpontú, ennek megváltoztatására egyéb finanszírozási formák hozzájárulására is szükség van.

„A gazdasági fejlettség és a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos kötvényállománya között pozitív kapcsolat van.” (Növekedési-kötvényprogram háttéranyag – MNB, 12. oldal)

Banki kölcsönök dominálása még mindig jelentős

A visegrádi négyeket tömörítő országokban a banki kölcsönök dominálnak a legnagyobb mértékben a vállalati adósságok összetételét vizsgálva: a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, mint vállalati kötvények viszonylag alacsony 9 százalékos részesedéssel rendelkeznek az euróövezeten belüli adósságstruktúrában. A visegrádi országoknál a vállalati kötvények aránya még a teljes vállalati adósság mértékéhez képest is alacsony, 9% alatt van.

Magyarországon a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok a teljes vállalati adósságnak csupán 1%-át teszik ki, ami a második legalacsonyabb az EU-ban, és csak kicsit van

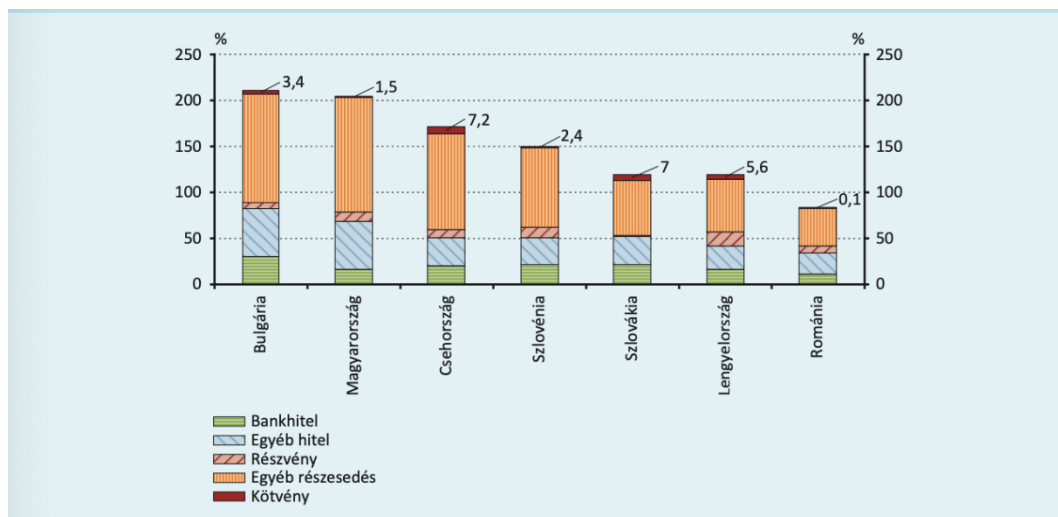
magasabban rangsorolva, mint Románia. Hogy ennek mi lehet a konkrét oka, akár a fejlett bankszektor, és talán a potenciális magyar kibocsátók hiánya, az további vizsgálatot igényel. Magyarországon az adósságfinanszírozás különösen a bankszektorra irányul. Idővel arra lehet számítani, hogy Magyarország hajlandó lesz az európai trendeket követni és ennek kulcsát a vállalati kötvények piaca jelenti.

A kelet-közép-európai régió kötvénypiac

A kelet-közép-európai régióban a 2008-2009 évi válságot követő években ugyan nőtt a kötvényállomány, de az továbbra sem éri el a fejlettebb európai országokban jellemző szintet. Azok a kelet-közép-európai országok, ahol nincs bevezetve az euró, mint Csehország és Lengyelország, ott a legmagasabb a GDP-arányos vállalatikötvény állománya, jóval meghaladja a GDP 5%-át, viszont ez érdemben bőven alatta van az eurozóna átlagának. A környező országok közül Magyarország rendelkezik a legkisebb vállalati kötvénypiacal, ennek mértéke 2018 végén a GDP 1,5 százalékát tette ki.

Az alábbi ábra mutatja a környező országok nem pénzügyi vállalatának forrásainak eloszlását a GDP arányában 2018 évre vonatkozóan.

Környező országok nem pénzügyi vállalatának forrásainak eloszlása GDP arányában
2018



15. ábra (Hergár, 2019)

A cseh és lengyel vállalati kötvénypiac mértéke hasonló, ugyanakkor jelentős eltérések is megfigyelhetők. Míg Csehországban többnyire fix kamatozású vállalati kötvények

jellemzik a piacot, addig Lengyelországban változó kamatozású értékpapírok dominálnak. Emiatt nagy eltérés mutatkozik a két ország kötvényeinek devizaarányában is. Csehországban ez inkább euró alapú, addig Lengyelországban viszont a teljes állomány nagy része hazai devizában, és alig több mint 10%-a került csak euróban kibocsátásra. A kötvénykibocsátások átlagos mérete között is nagy különbség van, a lengyel vállalatok átlagos kibocsátása 17 millió euro körül van, Csehországban ez 150 millió euro között mozgott 2018-ban. A cseh és lengyel vállalati kötvénypiac különbözőségeit a lenti ábrával követhetjük nyomon leginkább.

Cseh és lengyel vállalati kötvénypiac különbözőségei

	Csehország	Lengyelország
A vállalatikötvény-piac mérete (a GDP arányában)	14,3 Mrd EUR (7,2%)	26,6 Mrd EUR (5,6%)
Kötvények száma	58 darab	217 darab
Kibocsátó vállalatok száma	24 darab	73 darab
Kibocsátás átlagos mérete	155 millió euro	17 millió euro
Fix kamatozású aránya	63%	10%
EUR alapú aránya	75%	13%
Fix kamatozású átlagfelár	280 bp	300 bp
Változó kamatozású átlagfelár	240 bp	260 bp

16. ábra (Hergár, 2019)

A magyar nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya 2018-ban 620 milliárd forint körül alakult. Ezt megelőző években kisebb csökkenés volt megfigyelhető közel 200 milliárd forint értékben. A magyar kötvényállomány körülbelül fele került belföldön kibocsátásra. Az itthon kibocsátott kötvények közül a tőzsdére bevezetett állomány 2018 végén mindössze 21 milliárd forintot tett ki, ami a teljes kötvényállomány 3 százaléka volt.

Az aktívabb tőzsdei jelenlét Magyarországon is hatékonyabbá tehetné a forrásallokációt: elősegítve a kötvények iránti szélesebb befektetői kör elérését és ezáltal a vállalatok tőkepiaci forrásköltsége is mérséklődhetne.¹⁵

A két évnél hosszabb futamidejű, vállalatoknak nyújtott hitelek banki kamatlábai Magyarországon és Szlovákiában a legalacsonyabbak. Szlovákia az egyetlen tagja a visegrádi országoknak, amely egyben tagja az eurózónának.

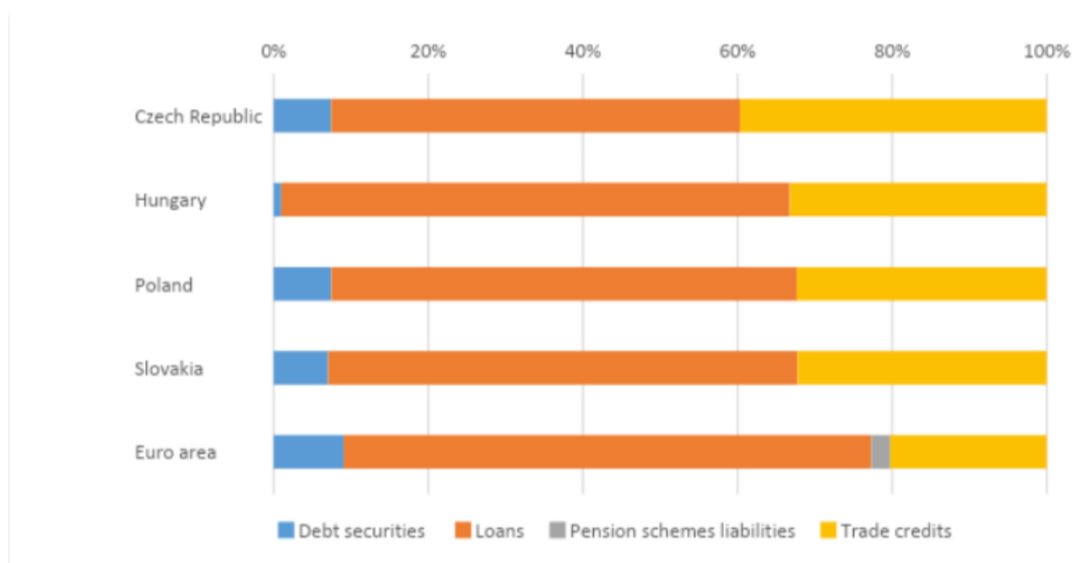
¹⁵ Növekedési-kötvényprogram háttéranyag - MNB

A szlovák kamatlábak folyamatosan alacsonyabbak voltak, mint a többi visegrádi országé. Ez leginkább annak tulajdonítható, hogy Szlovákia az eurózónához tartozik: ez komoly versenyelőnyt jelent a szlovák vállalatok számára.

Amennyiben Magyarország, Lengyelország és a Cseh Köztársaság is csatlakozik az eurózónához az nagyban növelni fogja a hazai vállalatok versenyképességét ezáltal.¹⁶

Az alábbi ábra a kölcsönök és vállalati kötvények arányát mutatja a visegrádi országok tekintetében 2019 év végén:

Kölcsönök és vállalati kötvények aránya a V4 országok tekintetében 2019-ben



17. ábra (Nemethy és Glekov, 2019)

4.3 Különbszések és hasonlóságok a négy ország kötvénypiacának tekintetében

- Mind a négy országot tekintve a vállalati kötvények aránya az adott ország GDP-jéhez mérten kisebb az euroövezet többi országához viszonyítva. Csehország, Szlovákia és Lengyelország tekintetében közel egyforma ennek mértéke.
- A teljes vállalati szektorra vonatkozó eladósodottság mértéke a GDP 30 százaléka alatt van, ebben mind a négy vizsgált ország egyforma jelleget mutat.

¹⁶ <https://bbj.hu/economy/finance/mnb/corporate-debt-in-central-europe>

- Magyarország tekintetében a bankszektoron keresztüli finanszírozás dominál leginkább, így bőven lenne tér egyéb forrásbevonási módszereknek is. Csehország és Szlovákia tekintetében magasabb arány figyelhető meg, Lengyelországban pedig hasonló mértékű arányról beszélünk hasonlóan a hazai adatokhoz.
- A cseh vállalati kötvénypiac forgalom tekintetében jóval meghaladja a magyar és szlovák kötvénypiac forgalmát. Lengyelország esetében pedig a cseh kötvénypiac forgalmának a többszöröséről beszélhetünk a V4 országok tőzsdei statisztikái alapján.¹⁷
- A kibocsátások számát tekintve 2021 kezdetén a legaktívabb egyértelműen Lengyelország (132 kibocsátás) és Csehország (56 kibocsátás) volt. Szlovákia és Magyarország esetében ez a mutató jóval alacsonyabban alakul.
- A vállalati kötvénypiacon a tranzakciók számának tekintetében Magyarország szintén a sereghajtó szerepét tölti be. Példaként említve, 2021 januárjában a BÉT adatai alapján nem volt tranzakció és mozgás a magyar vállalati kötvények esetében. A másik három ország forgalmát tekintve január folyamán Lengyelországban 519, Csehországban 434, Szlovákia esetében pedig 307 tranzakció történt január folyamán. Csekély emelkedés figyelhető a februári adatokban.
- Szlovákia komoly versenyelőnyben van a másik három vizsgált országhoz képest, mivel csatlakozott az euróövezethez 2009-ben. Ennek pedig számos előnye van, mint pl. az infláció mérséklődése és a viszonylagos árstabilitás biztosítása. Az egyéb uniós, szintén eurót használó országokkal való kereskedelem is könnyebb, mivel nem kell tartani az árfolyamkockázattól. Valamint az euró bevezetésének egyik pozitív hatása az volt, hogy megszűnt a különbség az eurót használó országok államkötvényeinek a kockázati besorolásában. Ezzel szemben

¹⁷ <https://www.psc.cz/en/market-data/statistics/statistics-files?tab=stat-monthly>
<http://www.bsse.sk/bcpben/Statistics/Monthly/tabid/170/language/en-US/Default.aspx>
<https://gpwcatalyst.pl/statistics>
<https://www.bet.hu/Kereskedesi-adatok/Adatletoltes/Havi-osszefoglalo-statisztika>

Lengyelország, Csehország és Magyarország még dolgozik azon, hogy a maastrichti kritériumoknak megfeleljen.

- A jegybanki alapkamatokat is érdemes górcső alá venni, mert a jegybanki alapkamat közvetve kihat a vállalati kötvények kamatozására azáltal, hogy amennyiben a jegybanki alapkamat emelkedik a hitelfelvétel költsége is megnövekszik, így a vállalatok drágában, nagyobb költség mellett juthatnak hitelhez. Egy esetleges jegybanki alapkamat emeléssel a bankbetétek kamata is növekszik, így a pénz a bankbetétekbe áramolhat, például a részvénytőzsdére, vagy kötvénytőzsdére helyett. A jegybanki alapkamat értéke Csehországban és Szlovákiában jelenleg 0,25 százalék, Magyarországon 0,6 százalék, Lengyelországban is rekord alacsony, az irányadó kamat mértéke mindössze 0,1 százalék. Ez pedig kedvező hatással van így közvetett módon a visegrádi országok kötvénytőzsdéire is.
- Pár tanulmány, köztük egy GKI által végzett elemzés is megmutatja, hogy a visegrádi országok kötvénytőzsdéire az együttmozgás volt jellemző 2017 év elejéig, ezt követően a magyar kötvénytőzsdére eltávolodott a lengyel és szlovák piactól. Az általuk végzett elemzés azt mutatja, hogy a szlovák piac fejti ki leginkább hatását a magyar piacra. (Czelleng, 2019)

5. Összefoglalás

Egy fejlett kötvénypiac egy jól működő ország gazdaságának fontos támogatója lehet azáltal, ha sikerül minél több nagyobb és kisebb vállalatot is bevonni a kötvénypiaci forgalomba, ugyanis annak pozitív hozadéka a nagyobb likviditás, és mérséklődhetnek a vállalatok hitelfelvételi költségei is. Legalábbis az eddigi tapasztalatok azt támasztják alá, ha csak a világ nagyobb és fejlettebb országait tekintjük, akkor ez a folyamat játszódott le ott is. A fejlődő piacokon, mint amilyen a magyar és a többi visegrádi ország, a kötvénypiac kialakulása és fejlődése több évtizedes folyamatot ölel fel. Abban, hogy ez a finanszírozási forma is elterjedhessen és számottevő hatása legyen a gazdaságra, ezzel a vállalatok működésére is, nagyban hozzájárul a kormányok és jegybankok szerepvállalása. Egyfajta katalizátorként minden jegybank meghirdette a maga kötvénvásárlási programját, hogy ezzel is segítse a kötvénypiac fejlődését. Idehaza ez még csak gyerekcipőben jár, de már most látszik, hogy óriási érdeklődés van rá. Eddig csak a nagyobb olaj és vegyipari vállalatok éltek ezzel a forrásbevonási lehetőséggel, mint a MOL, vagy a Nitrogénművek. Viszont a napi gazdasági hírekben egyre többet olvasni, hogy olyan hazai, más iparágban működő cégek is szeretnének a kötvénypiacra belépni, mint a hazai szemszögből legnagyobb építőipari cég a KÉSZ Holding, vagy a gyógyszeripari óriás, a Richter Gedeon Nyrt.

Természetesen nem mindegy és nagyon fontos tudni, hogy egy piacnak mekkora a potenciális mérete. Ezt leginkább a lehetséges kibocsátók száma és a kibocsátások nagysága határozza meg. Hiszen lehet bármilyen fejlett jogszabályi és infrastrukturális háttér, ha az adott piacon nem működnek olyan nagy cégek, amelyek megfelelnek az előző fejezetekben már kifejtett követelményeknek, akkor egy fejlett kötvénypiac létrehozása csak ábránd marad.

A jegybank által meghirdetett Növekedési Kötvényprogram nem kevesebbet tűzött ki célul, minthogy megváltoztassa, azt az évtizedek óta működő gyakorlatot, hogy a vállalatok, csak banki kölcsönök felvételében merjenek gondolkodni. Véleményem szerint mindkettő együttes és megfelelő arányban történő alkalmazásával lehet a legjobb eredményt elérni. De persze ez függ az adott vállalat fejlettségétől, az iparági viszonyoktól, valamint a szabályozó környezettől, az irányadó kamatoktól és sok más tényezőtől is.

Összességében egy stabil vállalati kötvénypiac a stabilitás forrása lehet, különösen a pénzügyi instabilitás időszakában, mint amilyen a mostani koronavírus terjedése által keletkezett helyzet, mely súlyos károkat okoz minden ország gazdaságának és a teljes világgazdaság megéri ennek hatásait. Az államok a védekezés egyik eszközeként elengedték a GDP-arányos államadósságok mértékét, ezzel együtt, hogy megfelelő likviditás is megmaradjon a piacokon és a vállalatoknak legyen lehetősége értékpapírt is vásárolni, minden fejlettebb ország az EKB-hoz hasonlóan kötvénylvásárlási program meghirdetésével próbál versenyt teremteni a szokásos banki kölcsönökkel szemben és ezáltal közvetve alacsonyabbá tenni a nem pénzügyi vállalatok hitelfelvételi költségeit, ezzel vonzóbb finanszírozási lehetőségeket alakítva ki.

Magyarország a Növekedési Kötvény Programmal elindított egy folyamatot, mellyel követve a fejlettebb európai országoknál már jól bevált sztenderdeket, a visegrádi országokkal együtt a fejlettebb nyugati országok pénzügyi piacaihoz hasonlóan, nálunk is megfelelő talajt biztosítson egy fejlettebb kötvénypiac kialakulásához. Természetesen ennek még nincs látható eredménye a gazdasági életre gyakorolt hatásának tekintetében, hiszen ennek mértéke még nagyon csekély a GDP-hez viszonyítva, alig pár százalékról beszélünk.

Viszont fontos kiemelni azt az összefüggést, hogy egy gazdaság fejlettsége és a nem pénzügyi vállalatok fennálló kötvényeinek szintje között pozitív kapcsolat van. Melyet az adott ország GDP-éhez mérten és százalékos formában néznek.

Ez pedig azt mutatja, hogy az Európai Unió fejlettebb országaiban nemcsak a vállalatok teljes eladósodottsága, hanem a kötvénypiacon felhalmozott forrásaik nagysága is jelentősen meghaladja a visegrádi országok piacain tapasztalt mértékeket.

Tehát van hova fejlődni, de a meghirdetett irány mindenképp pozitív jövőt vázol elénk. A magyar, nem pénzügyi vállalati kötvénypiac 2019. első félévi, a GDP mintegy 1 százalékát kitevő mérete a várakozások szerint középtávon erőteljesen közelíthet majd az Európai Unió 13 százalékos, Lengyelország több mint 4 százalékos, vagy a Cseh Köztársaság több mint 6 százalékos hasonló mutatójához. Megvalósulhat az NKP és a BÉT XBond célja és létrejön egy fejlett, aktív vállalati kötvénypiac, mely további lehetőséget biztosít a hazai székhelyű vállalatok megfelelő szintű idegen forráshoz jutásához.

6. Irodalom jegyzék

- Alexander Lehmann, Bruegel (2021): When and how to unwind COVID-support measures to the banking system? – In-depth analysis <https://www.bruegel.org/2021/03/when-and-how-to-unwind-covid-support-measures-to-the-banking-system/> (2021.03.26)
- Analysis of European Corporate Bond Markets (2017) – European Commission, November https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf (2021.04.02)
- Baka Istvánné, Balogh László, (2008) Pénzügytan, Corvinus Egyetem
- Barta Árpád (2014): Hitelpapírok Magyarországon. Áttekintés- *Economia* 2. szám <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKFwiK0OqBsI3wAhXwsYsKHd4dByIQFnoECAOQAA&url=https%3A%2F%2Ffojs.lib.unideb.hu%2Feconomica%2Farticle%2Fdownload%2F4326%2F4150%2F7827&usg=AOvVaw0iROfAwCSxBYYJgQXHJBTu> (2021.04.08)
- BÉT pénzügyi beszámoló (2018) <https://www.bet.hu/Rolunk/Informacios-kozpont/penzugyi-jelentesek> (2021.04.11)
- Czalleng Ádám (2019): A visegrádi országok pénzügyi integrációja: a részvény- és kötvénypiaci hozamok, valamint a volatilitás együttmozgásának vizsgálata wavelet és kopula tesztekkel; https://www.gki.hu/wp-content/uploads/2019/04/2019_04_347.pdf (2021.04.05)
- Csabai Károly, (2019): Kísérlet a vállalati kötvénypiac feltámasztására - *Piac & Profit* magazin 2019. október-novemberi száma (2021.02.12)
- Csizmadia Péter (2014): A globális válság hatásának vizsgálata a magyar kamattermékek piacára <http://doktori.uni-sopron.hu/471/> (2021.04.08)
- EC.EUROPA.EU. (2017a). Analysis of European Corporate Bond Markets. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf (2021.04.02)
- EC.EUROPA.EU. (2017b). Improving European Corporate Bond Markets. ECB. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf (2021.04.02)
- ECB Economic Bulletin). <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201803.en.html#IDofArticle2> (2021.04.02)

- ECB.EUROPA.EU. (2018). The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations (Issue 3/2018; https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.ebart201803_02.en.pdf (2021.04.02))
- ECB.EUROPA.EU. (2020). Pandemic emergency purchase programme (PEPP). <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (2021.03.29)
- EUROPEAN COMMISSION. DIRECTORATE GENERAL FOR FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKETS UNION. (2017). Drivers of corporate bond market liquidity in the European Union. Publications Office. <https://data.europa.eu/doi/10.2874/499825> (2021.04.11)
- Hergár Eszter (2019): Növekedési-kötvényprogram háttéranyag, <https://www.mnb.hu/letoltes/nkp-kibocsatasi-utmutato.pdf> (2021.03.16)
- Illés Ivánné (2009): Vállalkozások pénzügyek alapjai – Saldo Kiadó
- Kiss M. Norbert–Mák István, MNB Szemle (2009): Szuverén kötvénykibocsátások alakulása a kelet-közép- európai régióban a Lehman-csőd óta, <https://www.mnb.hu/letoltes/kissm-mak-0912.pdf> (2021.04.11)
- MNB publikus pénzügyi jelentés, (2005) <https://www.mnb.hu/letoltes/publ-jelentes-2005-2-melleklet3-1.pdf> (2021.04.15)
- Sodics Judit – Dr. Jarjabka Ákos, (2007) Pénzügyi Alapismeretek
- Tóth Attila (2004): A nem állami kibocsátású hitelpapírok piaca – BÉT elemzés, https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjgMersY3wAhVXAhAIHZmvB_cQFnoECAQQA&url=https%3A%2F%2Fbet.hu%2Fpfile%2Ffile%3Fpath%3D%2Fsite%2FMagyar%2FDokumentumok%2FBefektetok%2FElemzesek-Archiv%2F2004%2FA_nem_a (2021.02.12)
- Hergár Eszter (2019), Vállalati kötvénykibocsátási útmutató az MNB Növekedési Kötvényprogramjához. <https://www.mnb.hu/letoltes/nkp-kibocsatasi-utmutato.pdf> (2021.02.16)
- Veres István Attila (2016). Kötvénymatematika. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-oktatasi-fuzetek-2016-2szam-kotvenymatematika.pdf> (2021.03.27)

Internetes forrásjegyzék

- <http://www.bsse.sk/bcpben/Statistics/Monthly/tabid/170/language/en-US/Default.aspx> (2021.4.02)
- <https://bbj.hu/economy/finance/mnb/corporate-debt-in-central-europe> (2021.04.02)
- <https://cbonds.com/indexes/19709/> (2021.04.14)
- <https://gpwcatalyst.pl/statistics> (2021.03.14)
- <https://www.bet.hu/Kereskedesi-adatok/Adatletoltes/Havi-osszefoglalo-statisztika> (2021.03.14)
- <https://www.bet.hu/Rolunk/Sajtoszoba/Sajtokozlomenyek/mar-tiz-kibocsatokotvenye-kereskedheto-a-bet-xbond-piacon> (2021.04.12)
- <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (2021.04.12)
- <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.hu.html> (2021.04.12)
- <https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/fixed-income-bonds/bond-ratings> (2021.04.16)
- <https://www.marketaxess.com/trade/euro-bonds> (2021.04.02)
- <https://www.penzcentrum.hu/megtakaritas/ha-ezt-a-4-pontot-betartod-2021-ben-is-kaszalhatsz-a-kelet-europai-kotvenypiacon.1111914.html> (2021.03.14)
- <https://www.portfolio.hu/bank/20210112/dontott-az-mnb-folytatodik-a-novekedesi-kotvenyprogram-johetnek-a-30-eves-kotvenyek> (2021.02.16)
- <https://www.portfolio.hu/befektetes/20200422/elintezte-a-koronavirus-a-vallalati-kotvenyeket-ez-a-piac-sem-lesz-mar-a-regi-427584> (2021.02.16)
- <https://www.pse.cz/en/market-data/statistics/statistics-files?tab=stat-monthly> (2021.04.02)
- <https://www.pwc.co.uk/services/risk-assurance/insights/debt-watch-europe.html> (2021.03.28)