

A látszat csal – a budapesti tőzsdei bevezetésnek nincs alternatívája

„Racionális érv nem nagyon van a budapesti IPO mellett” – szöveg a hangzatos alcím az egyik üzleti magazin cikkében, ami a magyar háttérű fapados légitársaság tervezett tőzsdére lépéséről szól. Valójában a helyzet éppen fordítva van – egy magyar cég számára a legracionálisabb döntés csak egy budapesti listázás lehet. Ezzel a véleménnyel a kérdéssel talán leginkább érintett szereplők, a befektetők is egyetértenek, és ennek ellenkezőjét sem a számok, sem a magyar cégek eddigi külföldi kalandozásai nem tudták bizonyítani.

Sok kelet-európai vállalat abban a hitben él, hogy jobban jár, ha Londonban, vagy Varsóban vezeti be a részvényét, mintha a saját hazai tőzsdéjét választja. Ennek háttérében az az illúzió áll, hogy ezeken a piacokon nagyobb forgalom, likviditás és jobb árazás érhető el, mint Budapesten, hiszen pusztán a piaci statisztikákat nézve Varsóban, de különösen Londonban lényegesen nagyobb a tőzsdei forgalom, több a szereplő, magasabbak az árak. Ez az egyszerű gondolatmenet ugyanakkor alapvetően hibás, mert figyelmen kívül hagyja, hogy a magyar cégek számára a Londonban jegyzett angol cégek és a varsói lengyel cégek forgalma vajmi kevés relevanciával bír. A magyar cégek ugyanis ezeken a piacokon külföldi papíroknak számítanak, amelyekre egészen másképp tekintenek a helyi befektetők. A hazai papírokéhoz képest jóval kevesebb figyelem hárul a külföldi papírokra, ami a likviditásban is megmutatkozik. Ez a világ minden tőkepiacán egyértelműen megfigyelhető „hazai piac elvének” tudható be.

A magyar papírok a magyar befektetőknek érnek a legtöbbet, avagy mit is jelent a „hazai piac elve”?

Bár a tisztán közgazdasági racionalitásnak ellentmond, de mégis tény, hogy a befektető – legyen az akár amerikai, olasz, lengyel vagy magyar – előnyben részesíti – jobban bízik, magasabbra értékeli – a saját országából származó befektetési eszközöket. Ez az ún. hazai piac elve (home market bias), aminek következtében a lokális befektetők mindig lényegesen nagyobb súlyt adnak a lokális cégek részvényeinek a portfóliójukban, mint az indokolható lenne a helyi piac méretéhez képest. Vajon mi mással, mint ennek az elvnek a meglétével magyarázható az, ami 2008 őszén az OTP részvényen történt, amikor az általános nemzetközi depresszió közepette, a külföldi befektetők eladási nyomásának ellenére hazai magánbefektetők ezrei „rohanták meg” a brókercégeket, hogy a bankrészvényből vásárolhassanak.

Mindez visszafordítva azt is jelenti, hogy egy adott ország piacára bevezetett külföldi értékpapírok sokkal mostohább megítélés alá esnek, sokkal nehezebben tudják megragadni a helyi befektetők figyelmét. Éppen ezért a magyar papírok számára a BP, a British Telecom vagy akár a PKN Orlen likviditása nem hordoz információt, számukra kizárólag a Londonban és Varsóban listázott külföldi papírok forgalma a mérvadó.

A magyar papírok számára a hazai piac, azaz Budapest adja a legjobb likviditást

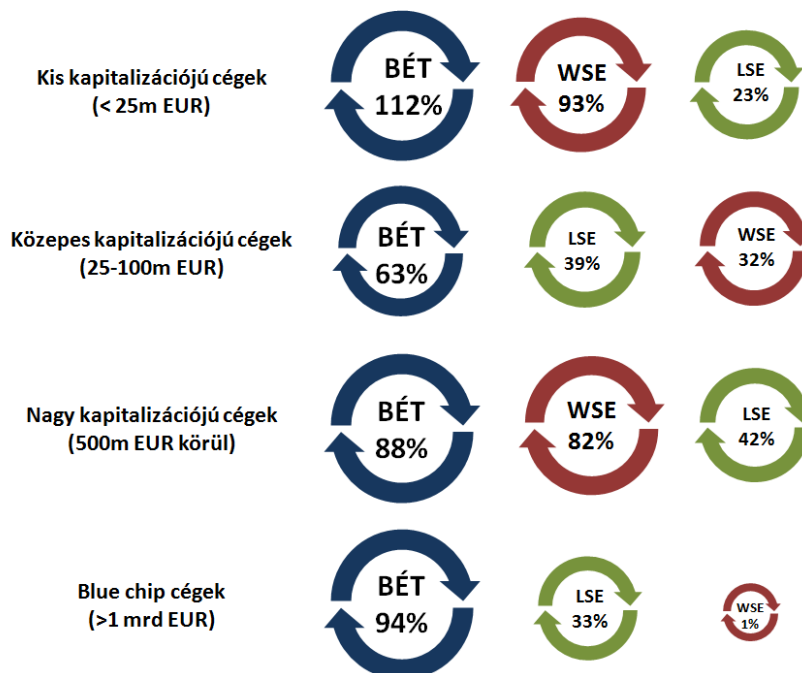
Egy részvény likviditását abszolút skálán mérni nem sok értelme van, csak oly módon, ha figyelembe vesszük a piacon lévő részvények darabszámát is (egy közepes kapitalizációjú papír forgalmát nem lehet az OTP forgalmához hasonlítani). Éppen ezért jó mutatószám a forgási sebesség, ami megmutatja, hányszor fordul meg (cserél gazdát) egy részvény egy adott időintervallum alatt. Ezzel a mutatószámmal összehasonlítható a különböző méretű cégek részvényeinek likviditása is, hiszen az a papír, aminek teljes piacon lévő állománya többször megfordul egy évben szükségszerűen likvidebb, mint az, aminek csak 10-20 százaléka forog ugyanazon időszak alatt. A forgási sebesség számításánál nem szabad a cég teljes piaci kapitalizációjából kiindulni, mert az tartalmazza azokat a részvényeket is, amelyek stratégiai tulajdonosoknál vannak és igazából nincsenek forgalomban (a Magyar Telekom esetében például a Deutsche Telekom tulajdonában lévő közel 70 százalékos pakettet nem érdemes a forgási sebesség számításánál figyelembe venni, mert a DT a nála lévő

részvényekkel nem egyáltalán nem kereskedik). Éppen ezért a részvények piacon lévő darabszámánál a közkézhányad kapitalizációt (a free-float-ot) érdemes nézni.

A likviditás kérdésében így a perdöntő az lehet, hogyan teljesít a magyar piac, ha a londoni és varsói piacon jegyzett külföldi papírok likviditásával vetjük össze, hiszen várhatóan ezzel szembesülne egy magyar kibocsátói is, ha ott listázza magát. Az alábbi ábra azt sokak számára talán meglepő – de az előzőek alapján kézenfekvő – eredményt mutatja, hogy mérettől függetlenül mind a kicsi, mind a közepes és a nagy kapitalizációjú papírok esetében a BÉT számít a leglikvidebb piacnak.

Éves forgási sebesség különböző méretű cégek esetében Budapesten (BÉT), Londonban (LSE)* és Varsóban (WSE)*

2014 január-szeptember



*- London és Varsó esetében az ott jegyzett külföldi papírok kerültek figyelembe vételre

Budapesten egy kis kapitalizációjú cég esetében a piacon lévő részvény állomány 112 %-a fordul meg egy év alatt a kereskedésben (azaz minden részvény 1,1-szer cserél gazdát), miközben ez a szám a Varsóban jegyzett külföldi papírok esetében csak 90 %, Londonban pedig mindössze 23 %. Különösen látványos a különbség Budapest javára a blue-chipek esetében. Ezt a MOL példája is megerősíti, hiszen a magyar olajipari óriás hiába van bevezetve Varsóba is, de forgalmának 99 százalékát Budapest adja.

Eddig még senkinek sem sikerült külföldön

A fenti összehasonlításban a MOL-on kívül egyetlen magyar papír sem szerepelt a londoni és varsói külföldi papírok között. Miért nem? Egyszerűen azért, mert alig van olyan magyar papír, ami ezeken a piacokon van listázva, sőt, ha visszatekintünk a múltba valójában még egyetlen magyar gyökerű cég sem tudta bebizonyítani, hogy a külföldi listázás jobb alternatíva, mint a budapesti. A Magyar Telekom még MATÁV-ként a budapestivel párhuzamosan került bevezetésre a világ legnagyobb tőzsdéjére, New York-ba, de az ottani kereskedés nem tudott 10 százaléknál nagyobb részesedést kiharítani a papír forgalmából. A FOTEX a közelmúltban hagyta el a budapesti „parkettet” a luxemburgiért cserébe, hogy aztán maradék likviditását is elveszítse. Elsődleges londoni listázással az Ablon ingatlancég próbálkozott, de ott eltűnt a tömegben és az ennek következtében kiszáradt likviditás egy második körös tőzsdei forrásbevonás akadályá is lett, így a cég nyomott áron felvásárlás áldozata lett. A MOL-ról pedig már esett szó. Ezek a példák mind-mind erősen megkérdőjelezzik a külföldi bevezetések mellett szóló érvelést.

A befektetők a céget veszik, nem a tőzsdét

A jobb likviditás mellett a másik fő érvként szokott elhangozni a budapesti listázás ellenében – különösen Varsóval kapcsolatban – a jobb árazás, amelyet ki lehet érni. Ezt általában azzal támasztják alá, hogy egységnyi nyereséget termelő cég magasabbra van értékelve, mint Budapesten.

Ez szintén illúzió kergetése, több okból is. Egyrészt az árfolyam/nyereség (P/E) ráta a gyorsan változó piaci környezetben eléggé ingadozó mutatószám, így erre építeni hosszú távú kibocsátási stratégiát elég kockázatos. (Jelenleg egyébként a varsói átlagos P/E mutató – a WIG index alapján – 14,4, míg a BUX indexé 13,3, ami azért messze nem mutat olyan számottevő különbséget, sőt Londonban a FTSE index átlagos P/E mutatója még ennél is alacsonyabb, 13,1).

Másrészt a befektetők, különösen az intézményi befektetők a döntéshozatalnál a céget magát értékelik, annak jövedelmezőségét, piacait, makrokörnyezetét, kilátásait. Csúnyán alábecsüli a befektetőket az, aki azt gondolja, egy londoni vagy varsói listázás miatt a cégre nem, mint magyar cégre fognak tekinteni, miközben ezer szállal kötődik Magyarországhoz, az itteni gazdasági körülményekhez.

Másik oldalról megközelítve a dolgot könnyen belátható, amennyiben valóban érdemben javítani lehetne az árazáson, akkor minden tőzsdei kibocsátás azon a piacon menne végbe, ahol éppen a legmagasabb a részvények általános értékeltsége. Ehelyett azonban a spanyol cégek rendre Spanyolországban, az olaszok Olaszországban az írek pedig Írországban listázzák magukat elsődlegesen.

Mit mondanak a befektetők?

Minden nyilvános értékpapír kibocsátás sikere elsősorban természetesen a megcélzott befektetőktől függ, ők mondják ki az ítéletet a cég felett vásárlásukkal, vagy éppen távolmaradásukkal. Éppen ezért talán érdemes közvetlenül őket megkérdezni, milyen piacon akarnak ők kereskedni a részvényekkel. Ez esetben meg is történt, hiszen a Portfólió 2013 nyarán intézett körkérdezt e témában – az akkor még tervezett Wizzair IPO kapcsán – az intézményi befektetőkhez.

Az egyik legjelentősebb regionális alap, a bécsi Raiffeisen Capital AG alapkezelője, Szálkai András, az OTP Alapkezelőt képviselő Honics István és a KH Alapkezelő befektetési igazgatója, Horváth István is egybehangzóan nyilatkozták, hogy messze a legjobb döntés egy cég számára, ha a lokális piacon méretteti meg magát, mert mind a likviditás, mind a befektetői figyelem felkeltése szempontjából ott tudja a legjobb eredményt elérni.

A jó árazás természetesen kulcsfontosságú, hiszen olyan üzletet szeretnék ők is kötni, amin nyereséget tudnak realizálni. Ehhez azonban nem elég értékelniük a céget önmagában, arra is bizonyosságot szeretnének kapni, hogy a befektetésből idővel ki is tudjanak szállni, pozíciójukat likvidálni tudják. Ezt csak megfelelően likvid piacon tudják megtenni, márpedig az előbbiek fényében ez a likvid piac a magyar papírok számára a budapesti. Nagy hibát követ el az a kibocsátó, aki a másodpiaci likviditással nem törődik, mert így megnehezíti annak a lehetőségét, hogy második és harmadik körös tőkebevonást eszközöljön a tőzsdén keresztül (lásd az előbb említett Ablon példája).

A magánbefektetői bázis kulcsfontosságú

A likvid másodpiac letéteményesei a magánbefektetők. Márpedig külföldi kibocsátás esetén gyakorlatilag a magánbefektetői bázisról is lemond a kibocsátó, mert a hazai magánbefektetők érdeklődése jelentősen megcsappan, ha nem kerül bevezetésre a lokális tőzsdére a papír, míg a külföldi magánbefektetők bevonása nehéz és költséges egy más országból érkező kibocsátó számára.

Kizárólag intézményi befektetői bázissal nagyon nehéz tartósan forgalmat generálni, mert ezek aktivitása, kereskedési gyakorisága nem mérhető a magánbefektetők aktivitásához. Ezt erősítik a számok is, hiszen míg a hazai, tőzsdén jegyzett cégek részvényeinek mindössze 7,4 százalékát adják a háztartások, addig a tőzsdei forgalomból részesedésük meghaladja a 27 százalékot (2014. augusztus végi BÉT és MNB adatok alapján). Különösen fontos a magánbefektetők elérése a közepes és kis kapitalizációjú cégek számára, mert számukra ők adják a legnagyobb potenciális befektetői

kört. Ez nem magyar sajátosság, a világ nagyobb piacain is ez figyelhető meg. Egy 2013-as amerikai statisztika szerint amíg a nagy, legalább 750 millió dollár piaci tőkeértékkel rendelkező cégeknél a befektetők 83 százaléka intézményi befektető, addig az ennél kisebb méretű cégeknél 69 százalékos a magánbefektetők aránya.

Budapestről minden befektető elérhető

A magyar piac hatalmas kiaknázatlan kapacitásokkal rendelkezik befektetői oldalon, amihez elegendő csupán az 5 ezer milliárd forintot meghaladó befektetési alap portfólióra gondolni. Ennek mindössze 6-7 százaléka van jelenleg részvényekben, így pár százalékpontos elmozdulás is forint tízmilliárdokat jelentene a részvénypiac számára. Ezzel együtt ma még egy nagyobb, 100 millió eurót meghaladó kibocsátást a lokális piac nem tud felszívni, szükség van a külföldi befektetők bevonására. Ehhez azonban nem szükséges egy külföldi piaci listázás.

A nemzetközi intézményi befektetők könnyen és egyszerűen hozzáférnek a magyar papírokhoz a Budapesti Értéktőzsdén. Jelenleg a magyar részvények több mint kétharmada van külföldi befektetők tulajdonában, ami nem lenne lehetséges, ha a budapesti piac elérése bármilyen problémát jelentene számukra.

Mindezeket összevetve nem nagyon marad valós érv amellet, hogy egy külföldi tőzsdei bevezetés optimális megoldás egy magyar vállalkozás számára a BÉT-en történő megjelenéssel szemben. Miért merül fel mégis időről időre ez a kérdés? Mint az élet sok más területén, így a tőkepiaci kérdésekben is hajlamosak vagyunk jobban elfogadni a külföldi márkákat, a külföldi szakemberek véleményét. A nagy angolszász és európai befektetési bankok, akiket a kibocsátást tervező magyar cégek is gyakran megkérdeznek, előszeretettel terelik a kibocsátókat az általuk hazai pályának tekintett londoni megjelenés illetve az őket privatizációs tervekkel magához „édesgető” lengyel piac felé, miközben a kibocsátók hosszú távú érdekeit figyelmen kívül hagyják. A kibocsátók közül is sokan ott követik el a hibát, hogy a tőzsdei megjelenést egyszeri eseménynek tekintik, egyfajta exitnek, miközben a tőzsdére lépésben lévő igazi potenciál hossz távon érvényesül csak igazán, hiszen általa egy szinte végtelen jövőbeli finanszírozási lehetőséghez jut a társaság.