

# KÖNYVISMERTETÉSEK

Frank J. Fabozzi (szerk.)

## ACCESSING CAPITAL MARKETS THROUGH SECURITIZATION

(Hozzáérés a tőkepiacokhoz  
értékpapírosítás segítségével)

Frank J Fabozzi Associates,  
2001 (Angol nyelven)

A legutóbbi évtizedekben igen erőteljessé vált az innováció a pénz- és tőkepiacokon, és gyorsuló ütemben jelennek meg az új, innovatív termékek. Valószínűleg igen kevés más olyan terület van a gazdaságnak, ha van egyáltalán, ahol akkora sebességgel folya az innovációs fejlesztés, olyan gyakran jelennének meg új konstrukciók, eszközök, mint itt. Egy részüknek az a rendeltetése, hogy jobban illeszkedjenek a piacon finanszírozást keresők és/vagy az ott pénzt kihelyezni szándékozók igényeihez, illetve adottságaihoz és ennek köszönhetően legyenek kelendőbbek, jövedelmezőbbek más pénzügyi termékekhez képest. Más részüket azért hozzák létre, hogy a segítségükkel új, addig meg nem jelent keresletet ébresszenek, és ezzel természetesen rögtön meg is teremtsék e termékek felvevő piacát, azok kedvező értékesítési lehetőségeit. Az utóbbi időszak egyik ilyen, nagy gazdasági jelentőségű innovációjává a pénzügyi eszközök értékpapírosítása vált. Gazdasági rendeltetését a hozzá folyamodó cégek szempontjából a legegyszerűbben abban összegezhethetjük, hogy a segítségével jövőbeni bevételeket lehet azonnali pénzre váltani.

E könyv részletes és jól követhető módon megismerteti az értékpapírosítás szerepével, rendeltetésével, alapelveivel, az ilyen ügyletek felépítésével, szerkezetével. Segít áttekinteni

azokat a tényezőket és szempontokat, amelyek alapján mérlegelhető, érdemes-e egy adott helyzetben az értékpapírosításhoz folyamodni, és bemutatja annak néhány speciális alkalmazását is. Természetesen önmagában nem elegendő arra, hogy belőle alaposan kitanuljuk az értékpapírosítás alkalmazásának mesterfogásait, és így megszerezzük a buktatók kivédéséhez szükséges valamennyi tudást, arra viszont kiváló, hogy lássuk, mit nyerhetünk e technikák alkalmazásával, és mit kell ehhez tanulnunk.

Az értékpapírosítás a témában kevésbé járatosak szemében új, és kissé talán misztikusnak tűnő technikája a követelések, valamint az egyéb, jövőbeni bevételek kezelésének és hasznosításának. Voltaképpen egyáltalán nem új, és még kevésbé misztikus. Gazdasági tartalma némi, a lényegét nem torzító egyszerűsítéssel úgy összegezhető, hogy nem rejt magában többet, minthogy meghatározott keretek között forgathatóvá – azaz ismételtlen is átruházhatóvá –, és ezzel végső soron eladható árucikké teszi a jövőbeni bevételekre vagy éppen követelésekre vonatkozó jogosultságokat. Természetesen az értékpapír lényegének megfelelően abban testesíti meg, és ezzel minden továbbadási ügyletben az előző birtokosától függetleníti is ezeket a jogosultságokat. Ez valójában már nagyon is régóta használatos: akkor született meg, amikor először állítottak ki váltót egy követelés forgatására. A kairói Geniza, zsidó-arab dokumentum gyűjtemény, amely egyebek közt kereskedők leveleit tartalmazza a XI. századból, tanúsítja, hogy az akkori iszlám világban meglepően összetett bank- és pénzügyi rendszer működött, s ennek részeként váltóval nagy összegeket lehetett kiegyenlíteni, amelyeket óvadékkal biztosítottak. Ezt a rendszert kereskedők és állami hivatalnokok egyaránt használták. Európában elsősorban az olasz kereskedők kezdték alkalmazni a középkorban, bár jelentek meg feltevések arra is, hogy már a rómaiak is ismerték és használták.

Értékpapírosítani elvileg bármilyen jövőbeni bevételt lehet bizonyos feltételek megvalósulása esetén. E könyvből természetesen azt is megértjük, melyek ezek a feltételek és hogyan célszerű kezelni őket. Íme néhány példa, amelyek jól rávilágítanak arra, hogy a lehetőségek milyen széles körét kínálja ez a technika. Egy-két éve a Global Finance című igen jónevű pénzügyi szaklap adott hírt arról, hogy az Egyesült Királyságban az egyik legnagyobb, kocsmákat működtető lánc egy befektetési bank közreműködésével értékpapírosította a kocsmáinak az elkövetkező, meghatározott időtartam alatt italeladásból várható bevételeit, és arra kötvényt bocsátott ki, amelyet befektetők megvásárolta. Ugyancsak a Global Finance ismertetett egy másik ügyletet, amelyben egy labdarúgó klub tulajdonosa a jövőbeni jegybevételeit értékpapírosította, hogy ennek révén jusson azonnali bevételhez. A harmadik példa sokkal nagyobb ívű, és nagyon is figyelemre méltó. A közelmúltban a Német Bankszövetség vezetője egy radikálisan új megoldás lehetőségét változtatta fel a kis- és középvállalatok hitelezésére. Ennek lényege, hogy lehetőség szerint értékpapírosítják a bankok e vállalati körhöz tartozó hitel portfólióját, és arra támaszkodva olyan kötvényeket bocsátanak ki, amelyek eleget vonzóak lesznek ahhoz, hogy a nemzetközi befektetők megvásárolják. Ennek segítségével tudják azután kedvezőbb feltételekkel refinanszírozni a további hitelezésüket. Ilyen megoldás feltehetően nálunk is igen jól jöhetne a kisebb honi vállalatok hitelhez jutásának megkönnyítésére. Már felmutatható konkrét eredmény ebben, hogy 2002 márciusában a düsseldorfi Deutsche Industriebank 3,65 milliárd euró értékben értékpapírosított ilyen hiteleket. A példák sorát jól zárja, hogy a könyv idézi a *The Economist* 1998. május 9-i számát, amely szerint „a mozijegyektől a parkolási büntetésekig csaknem mindent értékpapírosítanak”.

Értékpapírosításhoz olyan cégeknek érdemes folyamodniuk, amelyek

pénzügyi követeléseket megtestesítő vagy jövőbeni jövedelmeket biztosító eszközök viszonylag nagy portfóliójával rendelkeznek, és amelyek az ezekből befolyó jövőbeni bevételeiket azonnali bevételre akarják cserélni, akár a likviditási helyzetük javítása, akár újabb ügyleteik refinanszírozása, akár más okok miatt. Megvalósítása úgy történik, hogy nagy számú pénzügyi köztételt – hosszabb futamidejű követelést, jövőbeni jövedelmet – egy portfólióba foglalnak be, és arra alapozva értékpapírt, rendszerint kötvényt bocsátanak ki. Ennek egyszerű elve mögött a lehetséges konstrukciók és megvalósítási módok igen széles köre áll. Ez egyrészt lehetővé teszi, hogy az egyes értékpapírosítási ügyletek kivitelezését igen hatékonyan hozzá illesszék az abban résztvevők igényeihez és adottságaihoz, másrészt viszont azt is eredményezi, hogy a tényleges megoldások olykor meglehetősen bonyolultak lesznek.

A könyv részletes és jól követhető módon megismerteti az értékpapírosítás rendeltetésével, alapelveivel, az ilyen ügyletek felépítésével, szerkezetével. Tizenhat tanulmányt sorakoztat fel, ezek segítenek áttekinteni azokat a tényezőket és szempontokat, amelyek alapján mérlegelhető, érdemes-e egy adott helyzetben az értékpapírosításhoz folyamodni és bemutatják annak néhány speciális alkalmazását is, mint pl. lakossági bankolásban – ahol elsősorban a kisebb cégek hitelezésében lehet érdekes az alkalmazása –, berendezések lízingelésében, továbbá előregyártott házak értékesítésében.

Tagadhatatlan, hogy a pénz- és tőkepiac új, innovatív termékeivel szemben gyakorta megjelenik az az aggály, hogy felhasználásuk jelentős kockázattal jár. Erre a piacra tényleg fokozottan érvényes, hogy a tudásalapú pénzügyi eszközök a klasszikus Gólem legendát idézik: híven szolgálják gazdájukat, ha képes uralma alatt tartani őket, szó szerint vagyonokat hozhatnak nekik, ám ha elszabadulnak, el is pusztíthatják. Látványosan szemléltette ezt az egyik nagynevű, régóta fennálló bankház bukása, amelyet az idézett elő, hogy a cég vezetői nem tudtak az ott folytatott ügyletek természetének, a bennük rejlő

kockázatoknak megfelelő ellenőrzést gyakorolni. Azonban nagyon igaz van e könyv egyik szerzőjének, aki tanulmányában az igen kockázatosnak tartott származékos pénzügyi termékek (derivatívák) példáján mutat rá az innovatív pénzügyi termékeknek lényegében teljes körét felölelő érvénnyel arra, hogy az ezekhez kapcsolódó legnagyobb kockázat abban áll, hogy felhasználóik nem ismerik kellőképpen azok meghatározó jellemzőit, működésük módját, alkalmazásuk veszélyforrásait. És emeljük ki rögtön, hogy maradéktalanul érvényes ez az értékpapírosításra is: annak a kezében, aki kellőképpen megtanulta az alkalmazását, sajátos megoldásainak jó megválasztását és kezelését, a kockázatok csökkentését szolgálja, ám valóban komoly veszélyeket tartogat annak, aki felkészületlenül nyúl hozzá. Ez a könyv természetesen önmagában nem elegendő arra, hogy belőle alaposan kitanuljuk az értékpapírosítás alkalmazásának mesterfogásait, és így megszerezzük a buktatók kivédéséhez szükséges valamennyi tudást, arra viszont kiváló, hogy lássuk, mit nyerhetünk e technikák alkalmazásával, és mit kell ehhez tanulnunk.

Az itt felsorakoztatott ismeretek közvetlen gyakorlati alkalmazhatóságát illetően ki kell ugyanakkor emelnünk, hogy az értékpapírok kibocsátásának lehetőségét mindenütt az ott hatályos jogszabályok teremtik meg, azok határozzák meg ennek szabályait, és úgyszintén azokat a követelményeket, amelyeknek az értékpapíroknak kötelezően meg kell felelniük. Ugyancsak mindenütt az ott hatályos jogszabályok határozzák meg, hogy milyen követelményeknek kell megfelelniük azoknak a pénzügyi szervezeteknek, amelyek részt vehetnek az értékpapírok kibocsátásában, azok kereskedelmében, és milyen kötelező szabályok betartásával kell végezniük a tevékenységeiket. Az itt sorakozó tanulmányok az USA jogrendje szerint mutatják be az értékpapírosítás lényegét és alkalmazását. Annak tehát, aki az itt tanultakat más ország jogi környezetében akarja hasznosítani, minden esetben meg kell vizsgálnia, vannak-e eltérések a jogi szabályozásban, az ál-

taluk meghatározott keretekben, követelményekben, az általuk megnyitott lehetőségekben.

Végezetül egy technikai megjegyzés. A könyv talán a kelletnél gyakrabban él azzal, hogy ismétlés a tudás anyja. Ha pedig az olvasó olykor úgy érzi, hogy többszöri nekifutásra sem érti egy-egy mondat nyelvtani szerkezetét, az nem feltétlenül az ő hibája.

Osman Péter

Mészáros Tamás

## A STRATÉGIA JÖVŐJE – A JÖVŐ STRATÉGIÁJA

Aula Kiadó, Budapest, 2002. 264 p.

A stratégiai gondolkodás, a vezetőik jövőformáló képessége mindig meghatározó jelentőségű volt a vezetés mindennapi gyakorlatában. A stratégiai tervezés széles körben elterjedt a fejlett piacgazdaságokban, és menedzsmenttudomány vizsgálatainak központjában fontos helyet foglalt el a sikerek és a kudarcok okainak vizsgálata. Milyen stratégia, és milyen hozzá kapcsolódó vezetési megoldások vezethetnek sikerhez? – Erre a kérdésre nehezen adható egyértelmű válasz, a szerző a lehetséges válaszok, gyakorlati tapasztalatok, változatok és számításba vehető prognózisok alapján állítja össze a legelfogadhatóbb megoldásokat. Nemzetközi és hazai összefüggésben vizsgálja a fejlődés elemeit és mozgatórugóit, bemutatja a stratégiai gondolkodás legismertebb és legjobban elfogadott típusait, iskoláit. Ezek szemléltetésére előremutató gyakorlati példák sokaságát találjuk a könyvben.

Az előrelátáson alapuló stratégiai elmélet és gyakorlat fejlődéstörténeti szakaszainak áttekintése után a stratégiai tervezés folyamatát, módszereit, szintjeit és szervezeti kereteit ismerjük meg. Szó van itt – többek közt – a