

Sütő Zsanett – Tőrös Ágnes

Lehetőségek és kihívások a kínai értékpapírpiacra, az RQFII program

A kínai deviza nemzetközivé válását előmozdító, ún. RQFII („Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors”) kezdeményezést növekvő érdeklődés övezi világszerte. A komplex szabályozás ellenére egyre több Ázsián kívüli intézmény is kihasználja a programot, és befekteti - például a kereskedelmi elszámolásokból származó - renminbi forrásait Kínában. Közép-Kelet-Európában egyedül Magyarországról van mód közvetlen tőzsdei és bankközi kötvénypiaci befektetésre a kínai onshore piacon. A 2015-ben megkapott 50 milliárd renminbi (7 milliárd euro) értékű országkvóta komoly lehetőséget teremt a magyar intézményi befektetők számára, ugyanakkor kihívások elé is állítja őket.

RENMINBI - ÚTON A GLOBÁLIS DEVIZA STÁTUSZ FELÉ

A kínai gazdaságpolitika egyik kiemelt célja a renminbi nemzetközivé tétele. Ennek első szakasza a renminbi nemzetközi kereskedelmi elszámolásokban - például külkereskedelmi áruforgalomban - való használatának ösztönzése. A nemzetközi fizetésekben ma már a legjelentősebb devizák között van a renminbi. A renminbi nemzetközivé tételének második szakasza a renminbi használatának a pénzügyi eszközök piacán való ösztönzése, ami több, egymást követő és egymást támogató lépésből áll. A piacnyitás első fázisaként a kínai hatóságok létrehozták a Kínán kívüli offshore piacot, amely mind a kínai, mind a külföldiek számára az első lépésként szolgálhatott egy tanulási görbén. A kínai deviza nemzetköziesedésének irányába ható következő lépcsőfok az onshore piac fokozatos nyitása volt. Az onshore piaci befektetéseket első körben hongkong-i pénzügyi intézmények egy meghatározott köre, majd külföldi jegybankok, szuverén vagyonalapok és szupranacionális intézmények számára nyitották meg. Ezt követően az egyéb intézményi befektetői kör számára is korlátozott hozzáférést biztosítottak, többek közt az RQFII programon („Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors”) keresztül.

Az RQFII rövidítés azokra a külföldi pénzügyi intézményi befektetőkre utal, akik – offshore renminbiben rendelkezésükre álló forrásaikat felhasználva – a kínai hatóságok engedélyével hozzáférhetnek a kínai onshore értékpapírpiachoz. Az RQFII státusz megszerzésével kínai tőzsdei és kínai bankközi kötvénypiaci befektetések válnak elérhetővé, mindkét esetben az onshore piacon. A több devizában portfóliót kezelő befektetők számára a RQFII program diverzifikációs

célokot szolgálhat. A renminbiben történő befektetést ösztönözheti, hogy a kínai deviza 2016 októberétől az IMF SDR-kosarának része. A keresletet az is támogathatja, hogy Kína hitelminősítése jelentősen javult az elmúlt években. Magyarország [2015](#)-ben kapta meg az RQFII státuszt, 50 milliárd renminbi értékű (7 milliárd euro) kvótával. A cikk bemutatja a magyar intézményi befektetők előtt megnyílt lehetőségeket, a befektetésekre vonatkozó komplex szabályrendszert és elemzi az RQFII program nemzetközi gyakorlatát.

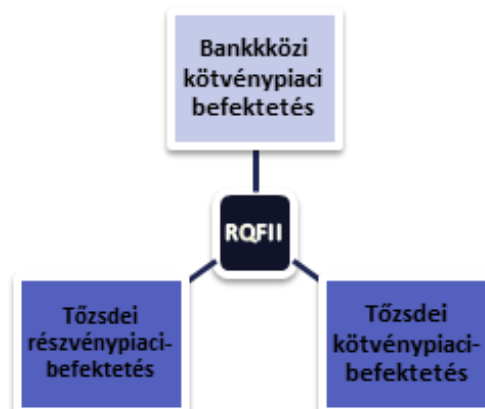
A KÜLFÖLDI BEFEKTETŐK LEHETŐSÉGEI BŐVÜLTEK A KÍNAI ÉRTÉKPAPÍR PIACOKON

Az RQFII kvóta révén többféle instrumentum érhető el a kínai onshore pénzügyi eszközök piacán:

- csak részvénytőzsi befektetés,
- csak kötvénytőzsi befektetés,
- részvény és kötvénytőzsi befektetés.

A részvény és kötvénybefektetések mellett az elérhető befektetési instrumentumok közé tartoznak a warrant-ok, az index futures-ök, illetve a kínai szabályozó hatóságok által engedélyezett egyéb termékek. Az RQFII kvóta felhasználásával lehetőség nyílik egyedi értékpapír piaci befektetésekre, befektetési alap egy részének onshore renminbi eszközökbe történő befektetésére vagy onshore renminbi eszközökbe fektető befektetési alap létrehozására. Az RQFII kvóta révén a nemzetközi gyakorlatban van példa onshore renminbi eszközbe fektető ETF-ek létrehozására is.

1. ábra: Az RQFII program keretében elérhető kínai onshore piaci lehetőségek



Forrás: MNB

Az RQFII programban résztvevő külföldi pénzügyi intézményi befektetők felé az illetékes kínai hatóságok által támasztott [elvárások többek között](#) az alábbiak:

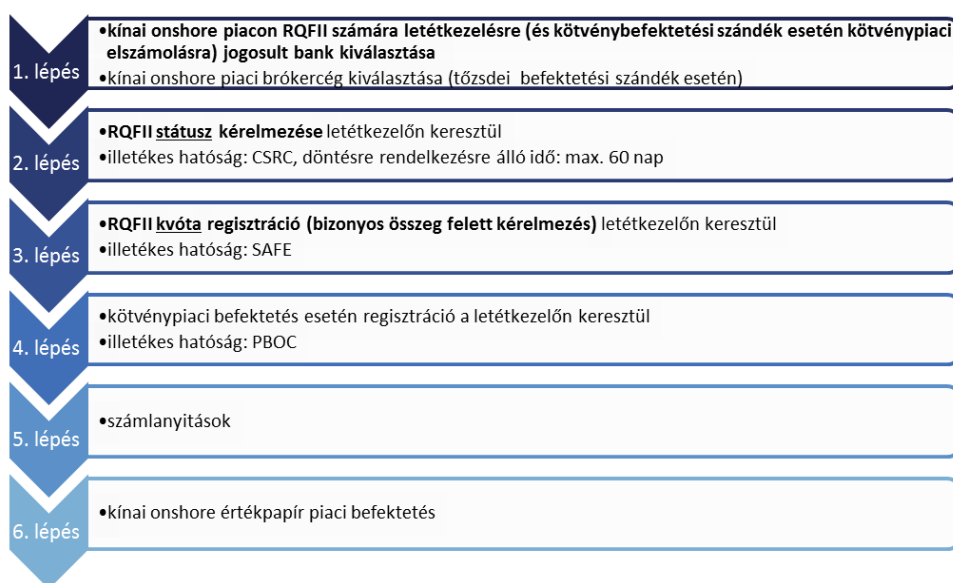
- az adott intézmény a székhelye szerinti országban bejegyzett és a székhely országában hatályos jogszabályokkal összhangban működik,
- az adott intézmény megfelelő irányítási struktúrával és kontroll funkciókkal rendelkezik, robusztus működés jellemzi,
- az onshore kínai befektetési tevékenység megkezdését megelőző három évben az illetékes felügyeleti hatóság nem szabott ki rá súlyos büntetést a befektetési tevékenységére vonatkozó releváns szabályok megsértése miatt,
- az adott intézmény képes a kockázatok felmérésére és kezelésére.

BELÉPÉS A KÍNAI ONSHORE ÉRTÉKPAPÍR PIACRA

Az onshore kínai pénzügyi piacokhoz történő hozzáférés megszerzése az RQFII program keretében letétkezelői jogosultságokkal bíró bank közbenjárásával lehetséges. A letétkezelő bankok meghatározó szerepet töltenek be a folyamatban: intézik az RQFII státusz és kvóta igénylésének, illetve - bizonyos összeget meg nem haladó nagyságrendű befektetési kvóta esetén - regisztrációjának folyamatát, rajtuk keresztül történik a kötvényekkel történő kereskedés és elszámolás, és ők végzik a befektetési tevékenységhez kapcsolódó jelentésszolgáltatást is.

Az onshore piacra történő belépés egy többlépcsős folyamat, a szükséges főbb lépések a következők: Először a Kínai Értékpapírpiaci Felügyeleti Hatóságnál (CSRC - China Securities Regulatory Commission) szükséges RQFII státuszt kérelmezni a letétkezelő bankon keresztül. A [vonatkozó szabályok](#) alapján a hatóságnak maximum 60 nap áll rendelkezésére a kérelem elbírálására. A CSRC engedélyének birtokában lehet befektetési kvótát igényelni az illetékes hatóságtól (SAFE - State Administration of Foreign Exchange), a döntéshozatalra rendelkezésre álló idő szintén 60 nap. A kvótaigényléshez befektetési tervet kell benyújtani a hatósághoz, és fel kell tüntetni a befektetni kívánt renminbi forrását is. Amennyiben bizonyos összeget meg nem haladó befektetési kvótát igényel a befektető, pusztán regisztráció is elégséges az illetékes hatóságnál. A szükséges engedélyek megszerzését követően történik a [kínai szabályozók](#) által az onshore befektetésekhez előírt [számlák](#) megnyitása.

2. ábra: Az RQFII programon keresztül piacra lépés folyamata



Forrás: www.chinabond.cn, www.csrc.gov.cn, www.pbc.gov.cn és www.safe.gov.cn alapján saját szerkesztés

A BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉG SZABÁLYOZOTT

A befektetési és az ahhoz kapcsolódó tevékenységek során számos vonatkozó kínai jogi szabályozásra - például adózási kérdések, befolyásszerzés mértékére vonatkozó szabályok - tekintettel kell lenni, és azok változását követni szükséges. A tényleges befektetést - a nyílt végű alapok kivételével - a kvóta jóváhagyását követő hat hónapon belül meg kell kezdeni. Az odaítélt kvóta fel nem használt részét a kvóta jóváhagyásáért felelős hatóság (SAFE) - amennyiben úgy ítéli meg - a jóváhagyást követő egy éven belül visszavonhatja.

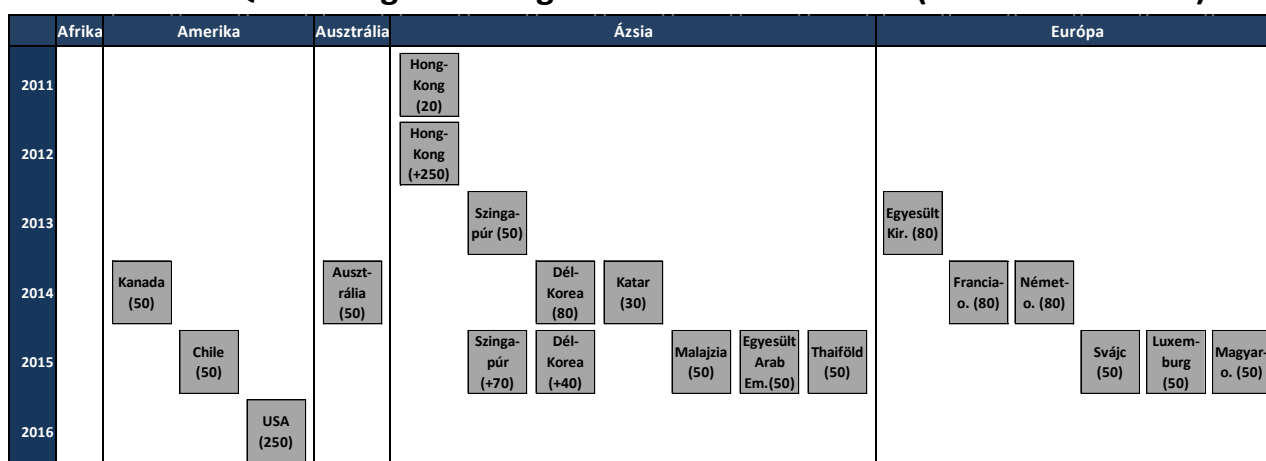
A befektetéshez kapcsolódó tőkeáramlásokra specifikus szabályok vonatkoznak. A nyílt végű alapok kivételével a befektetni szándékolt tőke utolsó részletének befektetését követő három hónapig nem engedélyezett a tőkekivonás („lock-up periódus”). A befektetett tőke és a befektetésből származó jövedelem repatriálása megengedett; mind renminbiben, mind egyéb devizában kiutalható Kínából. A kiutalásra további részletes szabályok érvényesek. A beutalt, illetve kiutalt összegekről az illetékes hatóságokat a letétkezelőn keresztül tájékoztatni szükséges. Emellett érdemes tekintettel lenni arra, hogy például a bankközi kötvénypiaci befektetések kapcsán a kínai jegybank arra [ösztönzi](#) a külföldi intézményi befektetőket, hogy közép, illetve hosszú távra fektessenek be.

KÍNA ÓVATOSAN NYIT A KÜLFÖLDI BEFEKTETŐK FELÉ

Kína – ahogy minden más gazdaságpolitikai liberalizációs folyamatnál – a határokon átnyúló, renminbi alapú befektetési kvótarendszer kialakításánál is a

fokozatosságon alapuló stratégiát választotta. Az RQFII kvótarendszer 2011-es életre hívása a hongkongi kvóta megítélésével indult. Az ország kiválasztását indokolja, hogy Kína részeként működő speciális státuszú terület, hivatalos nyelve az angol mellett a kínai, Ázsia és egyben a világ egyik vezető pénzügyi központja, számos kínai pénzügyi intézmény leányvállalatának székhelye. A nyitás ezután további ázsiai országok (Dél-Korea, Szingapúr) és Európa vezető pénzügyi központjai (Egyesült Királyság, Franciaország, Németország) felé folytatódott.

3. ábra: RQFII országok és megszerzett kvóták értékei (milliárd renminbi)



Megjegyzés: Hivatalos Fed renminbi árfolyam (2015.12.31.): 1USD= 6,4778CNY. Forrás: SAFE adatok alapján saját szerkesztés

Az RQFII kvóták odaítélésében gazdasági és gazdaságdiplomáciai szempontok érvényesülnek. Az RQFII kvóták nyújtásának célja többek közt az adott országokkal való – már többnyire jelentős – gazdasági kapcsolatok szélesítése, valamint a renminbi nemzetköziesedésének támogatása. A kínai deviza globális devizává válását segíti elő, ha a pénzügyi eszközök körében is egyre nagyobb szerepet kapnak a renminbiben denominált eszközök. A külföldi befektetők renminbi befektetések révén támogatják a kínai deviza nemzetközivé válását.

Az országkvóták nagyságának megállapítását és a kvótaemelések időzítését szintén a körülmények, lépésekben haladó politika jegyében végzik a kínai hatóságok. Az első, próbaként kiosztott 20 milliárdos (2,8 milliárd euro) hongkongi renminbi kvótát két lépcsőben, egy év alatt emelték jelenlegi értékére, 270 milliárd renminbire (38,2 milliárd euro). A jól és biztonságosan működő szisztéma más ázsiai országokban (Szingapúr és Dél-Korea) is kvótaemeléseket eredményezett.

Kína nem differenciál túlzottan az országok közt a megítélt kvótanagyság vonatkozásában, az országok gazdaságának vagy pénzügyi szektorának méretétől gyakorlatilag függetlenek az elnyert renminbi limitek. A jellemzően 50 milliárd

renminbi-s (7,1 milliárd euro) megítélt kvóta viszont értelemszerűen más dimenziót jelent Magyarország vagy egy olyan európai pénzügyi centrum számára, ahol a pénzügyi szektor értékpapír-állománya a magyar sokszorosát kiteszi. Hongkong teljes kvótájának nagysága kiemelkedik a többi kiválasztott ország kvótájától, érdemben kizárólag a 2016. júniusban bejelentett amerikai kvóta (250 milliárd renminbi, 35,4 milliárd euro) közelíti meg.

Napjainkra az RQFII program egy olyan globális hálózattá fejlődött, amellyel Afrika kivételével minden kontinensről részlegesen elérhetővé vált a kínai onshore piac, 17 országból összesen mintegy 1500 milliárd renminbi (212,4 milliárd euro) befektetésére nyílt lehetőség.

A KÍNAI ONSHORE PIAC IRÁNTI ÉRDEKLŐDÉS AZ ALAPKEZELŐK KÖRÉBEN A LEGNAGYOBB

Az összes országkvóta több mint egyharmadát kapták meg eddig intézményi befektetők. A legmagasabb kereslet Hongkongban mutatkozott, ahol 2014 szeptemberére a két alkalommal is növelt összeg 100 százalékát lekötötték. A hongkongi kvótatulajdonosok zöme – köztük a TOP 10 hongkongi RQFII is, amelyek a teljes országkvóta több mint felét megkapták – kínai intézmény leányvállalata. Ezek az indirekt hazai befektetések biztonságosabbá teszik Kína számára a piacnyitást. A másik két korán kvótához jutó ázsiai országban szintén nagy a lekötési arány, a megnövelt kvótáikhoz viszonyítva Szingapúrban 47 százalék, Dél-Koreában 62 százalék. Viszonylag magas kihasználtság még Ausztráliában jellemző, ahol a világ egyik legnagyobb alapkezelőjének, az amerikai Vanguardnak a leányvállalata az 50 milliárdos renminbi-s (7,1 milliárd euro) országkvóta 60 százalékát birtokolja. Ez kiemelkedő értéknek számít, az összes lekötött intézményi kvóta közel 70 százaléka ugyanis 10 milliárd renminbi-nél (1,4 milliárd euro) kisebb. A legmagasabb renminbi befektetési jogosultsággal rendelkező intézmény a kínai tulajdonú CSOP alapkezelő (46 milliárd renminbi, 6,5 milliárd euro). Ezen intézmény aktívan használja kvótáját, az általa létrehozott RQFII ETF-ek többségével a hongkongi tőzsdén lehet kereskedni, ugyanakkor olyan RQFII ETF-et is kezel, amely a londoni tőzsdén is bevezetésre került.

Az RQFII rendszer a potenciális intézménytípusok közt eltérő keresletet eredményez. A különböző intézményi formák közül a nemzetközi gyakorlatban az alapkezelők körében a legnépszerűbb a renminbi-ben denominált befektetés. Az RQFII kvótával rendelkező bankok száma viszonylag alacsony, az egyéb nem-banki pénzügyi intézmények (például biztosító, nyugdíjalap) egyelőre alig vesznek részt a

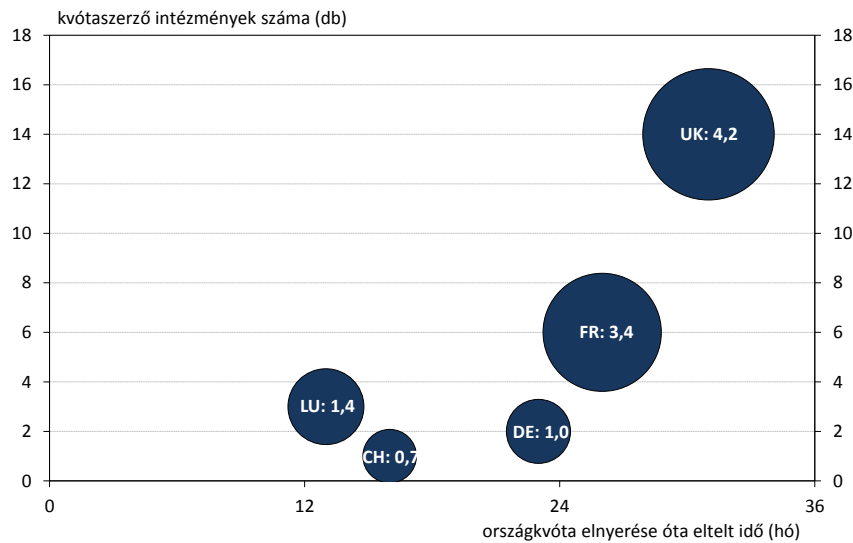
programban. Nem egy olyan példa található, amikor egy csoport több országban is igényelt és kapott kvótát. A világ legnagyobb alapkezelője, a BlackRock például Hongkongban, az Egyesült Királyságban és Szingapúrban is szerzett kvótát, ezek közül a pár hónapja megítélt, szingapúri kiemelkedő nagyságrendű (20 milliárd renminbi, 2,8 milliárd euro).

EGYRE TÖBB EURÓPAI INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐ IGÉNYEL RQFII KVÓTÁT

Kína az európai pénzügyi intézményi befektetők felé is nyit. Európa kínai jelentőségére utal, hogy a teljes RQFII program több mint egynegyedét európai országok nyerték el, a többi kontinens közül egyedül Ázsia rendelkezik több országkvótával. Az Egyesült Királyság az elsők közt, 2013-ban jutott hozzá a kiemelt státuszhoz. A kelet-közép-európai régióból egyedül Magyarország kapott eddig RQFII kvótát.

Az intézményi kvóták lekötésében Európa Ázsiához képest egyelőre le van maradva, amit a program kontinensre való későbbi kiterjesztése, a távolság, az időzónabeli különbségek, a nyelvi akadályok, valamint információs hátrányok is magyarázhatnak. Ugyanakkor az európai kereslet fokozatosan nő, s mára a lekötött intézményi kvóták száma megközelíti a harmincat, értékük mintegy 75 milliárd renminbi (10,6 milliárd euro). Az Egyesült Királyságban – a korai jogosultságszerzés, valamint a magasabb országkvóta-érték hatásaitól függetlenül is – az európai átlagnál nagyobb az érdeklődés a program iránt. (lásd 4. ábra). A brit országkvóta-kihasználtsági arány 36 százalék, Kína tavaly meg is kezdte az egyeztetéseket a brit kvóta növeléséről. Hasonló a helyzet Luxemburgban, ahol egy év alatt az országkvóta egyötödét lekötötték. Hozzá kell tenni azonban, hogy a három nyertes intézményből kettő kínai bank európai leányvállalata. Luxemburg jelentős európai renminbi hub-ként is funkcionál, emiatt további magas keresletre lehet számítani.

4. ábra: Az RQFII kvóták iránti intézményi érdeklődés Európában (intézményi kvóta összesen, milliárd euro)



Megjegyzés: A kínai hatóságok által elutasított intézmények számáról nem áll rendelkezésre adat. Forrás: SAFE (2016.06.29.) alapján saját szerkesztés

Európában egyelőre még kevés az RQFII programmal kapcsolatos tapasztalat. A legnagyobb európai intézményi kvótatulajdonosok többsége még friss kvótaszerző, illetve kvótájuk értéke méretükhöz képest alacsony, átlagosan a kezelt vagyon mintegy 1 százalékát teszi ki (lásd 1. táblázat). A kínai hatóságoktól zöld jelzést kapott európai intézményi befektetők kvótái nagyságrendjüket tekintve hasonlóak az ázsiaiak által lekötöttekhez. Átlagosan egy európai RQFII - a többi kontinens gyakorlatához hasonlóan - 3 milliárd renminbi (0,4 milliárd euro) befektetési limitet használhat. Jelenleg az európai intézményi befektetők körében fokozott érdeklődés jellemző, ami a közeljövőben további kvótaigénylésekhez és tényleges befektetésekhez vezethet.

1. táblázat: TOP 5 európai RQFII

RQFII neve	RQFII országa	RQFII kvóta jóváhagyásának időpontja	Renminbiben denominált intézményi kvóta értéke (millió EUR)	Kezelt vagyon értéke (AUM, összes devizában, milliárd EUR)
Lyxor Asset Management	Franciaország	2015. május	850	94
Carmignac Gestion	Franciaország	2015. június	850	58
Deutsche Asset & Wealth Management	Németország	2015. március	850	721
Swiss Reinsurance Company	Svájc	2015. július	700	-
Generali Investments Europe	Luxemburg	2016. április	700	372

Megjegyzés: A kezelt eszközök 2015 év végi értéke. A kvóták átváltása az ECB hivatalos renminbi árfolyama (2015.12.31.: 1EUR=CNY árfolyam: 7,0608CNY) alapján történt. Forrás: SAFE, IPE adatok alapján saját szerkesztés

Összességében az RQFII program egyszerre teremt lehetőséget és kihívást az intézményi befektetők számára. Hozzáférést enged egy új, nagy méretű piachoz, új befektetési és diverzifikációs lehetőséget kínálva. Eközben a piac megismerése, a piaci folyamatok nyomon követése, a vonatkozó szabályozói környezet komplexitása és egyéb tényezők (pl. időzónabeli különbségek, nyelvi korlátok) kihívást is támasztanak a befektetésre jogosult intézmények számára. Ezt a kettősséget a nemzetközi tapasztalatok is alátámasztják. A nemzetközi befektetők érdeklődése folyamatosan nőtt a program öt éve során, ugyanakkor az összes lehívott kvóta értéke - különösen Ázsián kívül - még relatíve alacsony. A kereslet bővüléséhez a jövőben hozzájárulhat, hogy 2016 októberétől a renminbi a legfontosabb devizákat tömörítő SDR-kosár része.

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2016. november 11-én.”