

## Az értékpapírok kereskedelmének közjogi keretei Magyarországon, különös tekintettel a befektető-védelemre

A tanulmány célja, hogy az értékpapírok forgalmának, átruházásának magyar közjogi normáit foglalja össze, így a továbbiakban az értékpapírok forgalomba hozatalának intézményi kereteit, az értékpapírok kereskedelmével foglalkozó pénzügyi vállalkozások működési feltételeit és kereteit, valamint mindezek EU joggal való harmóniáját vizsgáljuk. A tanulmány vizsgálati kerete nem terjed ki az értékpapír-adásvétel magánjogi vonatkozásaira, így különösen a felek között létrejövő adásvételi vagy más magánjogi szerződésre. A vizsgálat központi kérdése, hogy a magyar értékpapír-kereskedelmet érintő jogszabályok mennyiben felelnek meg az uniós jog elvárásainak, valamint hogy az előírások mennyiben segítik elő a befektetők védelmét.

### I. BEVEZETŐ GONDOLATOK

A 2008-as pénzügyi világválság korábban nem látott módon irányította a figyelmet a pénzügyi piacok felé, azon belül is különösen az értékpapírpiac és szereplői tevékenységére. Ha megvizsgáljuk a pénzügyi válság közvetlen kiváltó okait, azok között egyértelműen azonosítható az USA jelzálog-piaci válsága, illetve a jelzálogok értékpapírosítása és annak értékesítési modellje.<sup>[1]</sup>

A magyar pénzügyi jognak a pénzügyi intézmények és pénzügyi közvetítők tevékenységével foglalkozó része mindig is igyekezett lépést tartani a gyors gazdasági fejlődéssel, ezen a téren pedig kiemelkedően fontos feladat az Európai Unió által hozott jogi aktusok mielőbbi hazai jogba való átültetése. Nem volt ez másként a 2008 utáni „jogalkotási dömping” időszakában sem, amikor annak ellenére, hogy Magyarország nem tagja az eurozónának, a pénzügyi tárgyú irányelvek és rendeletek átültetése megtörtént, párhuzamosan a felügyeleti rendszer teljes átalakításával 2013 és 2014 folyamán. A folyamat természetesen nem zárult még le, hiszen a gazdasági válság kapcsán a felmerült problémák messze nem tekinthetők megoldottnak.

[1] A korábbi modell jellemzőiről és a változtatási irányról lásd részletesebben: Soros, 2012, 109–114.

Az ezredforduló óta megfigyelhető, a banki, pénzügyi szektorra is jellemző nemzetköziesedés, illetve a bankcsoportok közötti kapcsolatok felértékelődése együtt járt a pénzügyi kockázatok, illetve a pénzügyi fertőzések rohamosabb terjedésével nemcsak a bankcsoportok között, hanem a szélesebb pénzügyi rendszeren belül is, így a bankfelügyeleti konvergencia és harmonizáció a pénzügyi rendszer stabilitásának elengedhetetlen elemévé vált.<sup>[2]</sup> De nem csak a bankszektorban, hanem a teljes pénzügyi szektorban megfigyelhető volt a technológiai innovációk gyors beépítése a kereskedési rendszerekbe, az általános deregulációs folyamatokkal párhuzamosan a piaci liberalizmusba vetett széles körű bizalom elterjedése.<sup>[3]</sup>

A globális pénzügyi válság és reálgazdasági következményeinek hatására azonban egyfajta regulációs, sőt globális harmonizációs „kényszer” figyelhető meg a tőkepiaci szereplők és műveletek körében is, amellyel kapcsolatban az Európai Bizottság az EU tagországai vonatkozásában 2015. szeptember 30-án egy cselekvési terv keretében megfogalmazta nagy ívű tervét: a bankunió mintájára tőkepiaci unió létrehozását. A Bizottság tőkepiaci unióval kapcsolatos átfogó célja lehetőségeket teremteni a befektetők számára, összekapcsolni a pénzügyi szektort a szélesebb gazdasággal, és előmozdítani egy rugalmasabb pénzügyi rendszer kialakulását, amelyben nagyobb az integráció és a verseny.<sup>[4]</sup> Ezzel összefüggésben előrevetítette a Bizottság a tájékoztatási irányelv átdolgozását, konzultációt indított több témakörben a tőkepiac vonatkozásában. Mindezt értékelve: a jövő is tartogat az értékpapírok kereskedelme szempontjából változásokat.

A befektetési szolgáltatások nyújtására irányuló jogviszonyok szabályozása komplex jogterület, ahol a magánjogi és közjogi szabályozás egymást kiegészítve egyaránt alkalmazást nyer.<sup>[5]</sup> Minthogy a befektetési tevékenységnek, azon belül az értékpapírokkal rendelkezésnek számottevő magánjogi vonatkozásai is vannak, a terjedelmi korlátokra való tekintettel ezen magánjogi (kötelmi jogi) vonatkozásokat nem tárgyaljuk részleteiben. A továbbiakban tekintsük át az értékpapírok kereskedelmének a kézirat lezárásakor hatályos magyar (köz)jogi szabályait.<sup>[6]</sup>

## II. AZ ÉRTÉKPAPÍR-KERESKEDELEM KÖZJOGI JOGFORRÁSAI

Az értékpapír-kereskedelem szabályozásának hatása, eredménye bár *de iure* nemzeti határainkon belül marad, *de facto* azonban a globális pénzügyi piac működésére tekintettel egyetlen állami szabályozás sem maradhat határon átnyúló hatások nélkül. Ezért is különösen fontos, hogy az ezen a jogterületen alkotott

[2] Tóth, 2012, 35.

[3] Avgouleas, 2012, 2.

[4] A Bizottsági sajtóközlemény a tárgyban éppen a kézirat lezárásának napjaiban jelent meg. Elérhetősége német nyelven: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-5731\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5731_de.htm) (2015. október 6.)

[5] Miskolczi-Bodnárné, 2012, 149.

[6] A kézirat lezárásának ideje: 2016. március 1.

normák nemzetközi szinten is harmonizáltak legyenek.<sup>[7]</sup> A gazdasági válság egyik okaként több szerző is kiemeli az ún. árnyék-bankrendszer (*shadow banking*) kiterjedt működését. Az árnyék-bankrendszer meghatározásaként a Pénzügyi Stabilitási Tanács (*Financial Stability Board* – FSB) a következőket rögzíti: az árnyék-bankrendszer olyan hitelviszonyt közvetítő intézményekből áll, amelyek a szabályozott pénzpiacon kívüli szereplők, és amelyek számottevő kockázatot jelentenek egyrészt az általuk folytatott hitelezési és tőkeihelyezési ügyleteken keresztül, másrészt a szabályozási arbitrázs kihasználása által.<sup>[8]</sup> Éppen ez a szabályozási arbitrázs az, amelynek minimalizálásával nem csak lokális, vagy regionális, de globális szinten is csökkenthetőek lennének a pénzügyi kockázatok.<sup>[9]</sup>

Tekintettel arra, hogy az értékpapírok pénzügyi eszköznek minősülnek az ún. MIFID II-irányelv (az Európai Parlament és a 2014/65/EU IRÁNYELVE (2014. május 15.) a pénzügyi eszközök piacairól, valamint a 2002/92/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv módosításáról) I. mellékletének C. pontjában foglaltak alapján, az értékesítésükkel foglalkozó befektetési vállalkozások és hitelintézetek tevékenysége, illetve ennek szabályozása adja a közjogi keretrendszer alapját.

Az értékpapírokkal való kereskedelem pénzügyi szolgáltatásnak minősül, így a magyar jog szabályai szerint csak az folytathat erre irányuló tevékenységet, aki erre engedéllyel rendelkezik. Az értékpapírok forgalomba hozatalát és kereskedelmének általános szabályait a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (a továbbiakban: Tpt.) tartalmazza. Értékpapírnak tekinti a törvény a forgalomba hozatal helyének joga szerint értékpapírnak minősülő pénzügyi eszközt, amely forgalomba hozható több módon. Forgalomba hozatal alatt értjük az értékpapír tulajdonjogának első ízben történő keletkezésére irányuló eljárást.

Fizikai megjelenése szerint az értékpapír lehet nyomdai úton előállított, vagy dematerializált értékpapír, amely utóbbi elektronikus úton létrehozott, rögzített, továbbított és nyilvántartott, az értékpapír tartalmi kellékeit azonosítható módon tartalmazó adatösszesség (Tpt. 5. § (1) bek. 29. pont).

Az értékpapírokat a benne foglalt jog alapján a magyar szakirodalom több módon is csoportosítja. Ismert egyrészt<sup>[10]</sup> egy jogi szemléletű megközelítés, amely megkülönbözteti a 1) testületi 2) dologi (árupapírok) 3) kötelmi (pénzpapírok) és 4) egyéb *sui generis* értékpapírokat. Egy másik, inkább közgazdasági megkülönböztetés

[7] Allen és szerzőtársai a gazdasági válság okainak kutatása kapcsán megállapították, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszerben a több országban is tevékenykedő pénzintézetek elsődlegesen a székhely szerint honos pénzintézet érdekeit vették számításba a kockázatkezelés tekintetében. Ennek következményeként a határon átnyúló szolgáltatások miatt a leányvállalati formában működő pénzintézetek a válság során jelentős hátrányból indultak, ami a pénzügyi stabilizációt illeti. Többek között ebből is levezethető, hogy a harmonizált szabályozás milyen kiemelkedő jelentőségű – különösen válságidőszakban. (Allen, 2011)

[8] FSB (2011): *Shadow Banking: Scoping the Issues*. A Background Note of the Financial Stability Board.

[9] A pénzügyi szabályozási rendszer egyes szintjeiről lásd részletesebben: Glavanits, 2015, 79–128.

[10] Harsányi, 2010, 18–20.

a törvényi terminológiát használva megkülönbözteti 1) a hitelviszonyt, 2) tagsági viszonyt megtestesítő értékpapírokat, valamint 3) az árupapírokat.<sup>[11]</sup>

A forgalomba hozatal módja szerint megkülönböztethetünk nyilvánosan vagy zártkörűen kibocsátott értékpapírokat. Zártkörű a forgalomba hozatal a Tpt. 14. § alapján, ha:

- (1) az értékpapírt kizárólag minősített befektetők részére ajánlják fel;
- (2) az értékpapírt minősített befektetőnek nem minősülő, tagállamunként százötvennél kevesebb személy részére ajánlják fel;
- (3) az értékpapírt kizárólag olyan befektetők részére ajánlják fel, akik egyenként legalább százezer euró vagy annak megfelelő értékben vásárolnak a felajánlott értékpapírokból;
- (4) az értékpapír névértéke legalább százezer euró vagy annak megfelelő összeg; vagy
- (5) az összes forgalomba hozott értékpapír uniós szinten számított kibocsátási értéke az ajánlattételtől számított tizenkét hónapon belül nem haladja meg a százezer eurót vagy az annak megfelelő összeget;
- (6) a részvénytársaság szövetkezet átalakulásával jön létre és a részvényeket kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjainak, üzletrész tulajdonosainak ajánlják fel.

A részvények zártkörű forgalomba hozatalának szabályai megteremtik az összhangot a szövetkezeti törvények, Ptk. gazdasági társaságokról szóló része valamint a Tpt. között. A szövetkezetek részvénytársasággá történő átalakulásának aktualitását adja az is, hogy ez segít megoldani a régóta húzóódó üzletrészek problémáját. A szövetkezetek átalakulásakor a tulajdonosok meg kívánják őrizni a zárt jellegüket és ezért a zártkörű részvénytársaság alapítását – a szövetkezeti törvényekkel összhangban – kívánják alkalmazni. Ezzel biztosítani lehet, hogy a szövetkezetek tagjai, külső üzletrész tulajdonosai megőrizzék működésük zárt jellegét, elkerüljék azt, hogy szándékuk ellenére külső befektetők kerüljenek be – esetenként a korábbi tulajdonosok helyett – részvényesként az átalakult részvénytársaságba.<sup>[12]</sup>

Tőkepiaci szempontból a hitelviszonyt és a tagsági jogokat megtestesítő értékpapírok a forgalom számára legfontosabb típusok. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok alatt értünk minden olyan értékpapírt, amelyben a kibocsátó meghatározott pénzüsszegnek a rendelkezésére bocsátását elismerve arra kötelezi magát, hogy a pénz összegét, valamint kamatot tartalmazó értékpapír esetén annak meghatározott módon számított kamatát vagy egyéb hozamát, illetőleg az általa vállalt egyéb szolgáltatásokat az értékpapír birtokosának a megjelölt időben és módon megfizeti, illetve teljesíti (Tpt. 5. § (1) bek. 57. pont). Ezzel szemben tagsági jogokat megtestesítő minden olyan értékpapír, amelyben a kibocsátó meghatározott pénzüsszeg, illetve pénzben meghatározott nem pénzbeli vagyoni érték tulajdonba vételét

[11] Rotyis, 2001 34.

[12] A tőkepiaci törvény módosításának miniszteri indoklása alapján.

elismerve arra kötelezi magát, hogy az értékpapír birtokosának meghatározott szavazati, vagyoni és egyéb jogokat biztosít (Tpt. 5. § (1) bek. 119. pont).

A tőkepiaci törvény a kötvényt speciális értékpapír kategóriába sorolja, a megkülönböztető ismérve pedig a hitelviszonyt megtestesítő többi értékpapírhoz képest abban áll, hogy csak névre szólóan hozható létre, illetve hogy jogszabály írhat elő meghatározott lejáratú időt egyes kötvénytípusokra. A kötvények alak szerűségi követelményeit a törvény külön nevesíti (Tpt. 12/B. §).

A magyar jogban a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról valamint az általuk végezhető tevékenységekről szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény szabályozza általános jelleggel az értékpapír-kereskedelem résztvevőinek tevékenységét. A törvény általános indoklása alapján a törvény legfontosabb célja a befektetési vállalkozások és az általuk végezhető tevékenységek tekintetében az európai szabályokkal való összhang megteremtése oly módon, hogy az a Magyarországon székhellyel rendelkező vállalkozások esetében lehetőséget adjon az erősödő versenyben való méltó helyállásra, egyúttal pedig lehetővé tegye a szolgáltatók ügyfelei, a befektetők számára, hogy döntéseiket egy világos, minden európai országban közel azonos szabályozási környezetben, megfelelő mennyiségű és minőségű információ birtokában hozzassák meg. Minthogy a magyar pénzügyi közvetítő rendszer ún. univerzális bankrendszer formájában működik, a hitelintézetek is folytathatnak befektetési szolgáltatási tevékenységet. Működésükre a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény vonatkozik. Az univerzális bankrendszer lényege, hogy a kereskedelmi bankok egyidejűleg folytathatnak kereskedelmi banki és befektetési tevékenységet is. Magyarországon – az európai banki modellnek megfelelően – univerzális bankrendszer működik. A rendszer működési keretét az ún. második bankdirektíva<sup>[13]</sup> 1993. január 1-i hatályba lépése teremtette meg, amellyel kapcsolatban az angolszász szakirodalom némi gúnnyal úgy fogalmaz, hogy „e bankok számára engedélyezett, hogy tetszésük szerint bármely tevékenységgel foglalkozzanak”.<sup>[14]</sup>

Az értékpapírok kereskedelmében különleges pozíciót foglalnak el a befektetési alapok, illetve a befektetési alapkezelők. Az EU ezen pénzügyi szolgáltatók működésének összehangolására megalkotta az ún. ÁÉKBV-irányelvet (az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról. Az eredetileg 2009-ben elfogadott, majd többször módosított szöveg végleges átültetési határideje 2014. december 31-e volt a tagállamok számára, amely átültetési kötelezettségnek Magyarország maradéktalanul eleget tett – több lépcsőben. Az ún. AIFM-irányelv, illetve magyar fordításban az ún. ABAK-irányelv (az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve az alternatív befektetési alap-kezelőkről,

[13] COM (1987) 715 final.

[14] Kohn, 2003, 558.

valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról) hazai jogrendszerbe való átültetése és az AIFM-rendeletnek (a Bizottság 2012. december 19-i 231/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete a 2011/61/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a mentességek, az általános működési feltételek, a letétkezelők, a tőkeáttétel, az átláthatóság és a felügyelet tekintetében történő kiegészítéséről) való megfelelés a magyar befektetési alap-kezelési szektor teljes újraszabályozását igényelte, különösen azért is, mert az átültetési kötelezettség határideje valamint a rendelet hatályba lépése egybeesett a magyar pénzügyi felügyeleti rendszer reformjával is. Így egy új törvény, a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvény formájában a befektetési alap-kezeléshez kapcsolódó tevékenység is harmonizált.

### III. AZ MNB, MINT ENGEDÉLYEZÉSI ÉS FELÜGYELETI HATÓSÁG

A tőkepiac működése, a befektetési szektor az állam által erőteljesen felügyelt és ellenőrzött terület (ami indokolja és igazolja a befektetési szolgáltatások jogforrásaiban megjelenő közjogi elemeket). Az állam e kontrollt biztosító felügyeleti tevékenységét a Magyar Nemzeti Bank, mint felügyeleti hatóság által gyakorolja. Ennek az állami szervnek a befektetési szolgáltatások nyújtása terén olyan funkciói vannak, amelyek alapvetően determinálják a szerződő felek jogviszonyát, hiszen e kapcsolatban az egyik szerződő fél léte, keletkezése és megszűnése, az általa nyújtható szolgáltatások köre, illetve a nyújtható szolgáltatások lehetőségének megszüntetés, – amely adott esetben a fennálló szerződéses viszonyok megszüntetésével jár –, mind az állami szervtől függ.<sup>[15]</sup>

A Magyar Nemzeti Bank a felügyeleti hatósági feladatokat 2013. október 1-jétől látja el, ezt megelőzően a szervezet közvetlen jogelődjeként működött a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete. Jogállását tekintve a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény rögzíti egyrészt, az MNB kormánytól való függetlenségét, másrészt az Európai Központi Bank, valamint – bizonyos esetekben – az Európai Felügyeleti Hatóságok általi utasíthatóságát. Az MNB jogállását egyik oldalról tehát az államszervezeten belüli, törvényi keretek között érvényesülő függetlenség, másik oldalról pedig bizonyos szupranacionális szerveknek való alárendeltség jellemzi.<sup>[16]</sup> A felügyeleti hatóság változását vizsgálva megállapítható, hogy az intézményi keretek módosulása nem eredményezte az MNB-be vetett politikai bizalom csökkenését, sőt a politikai és a szakmai diskurzus sem tudott meggyőző ellenérvet felmutatni a jegybanki és felügyeleti integrációval kapcsolatban, így azt mondhatjuk, hogy a szervezeti struktúra egyik fontos legfontosabb eleme, a politikai bizalom teljesülhet

[15] Miskolczi-Bodnárné, 2012, 147.

[16] Kálmán, 2014, 15.

az MNB esetén.<sup>[17]</sup> Az MNB és általában a központi bankok feladatkörének változása kapcsán olvashatunk olyan véleményt is a szakirodalomban, amely szerint szükség van a központi bankok társadalmi felelősségvállalására is: feladatkörüket, céljaikat, eszközeiket ennek megfelelően kell kialakítani, és a társadalom számára transzparens és elszámoltatható módon működtetni.<sup>[18]</sup>

A befektetési tevékenység és az értékpapírok kereskedelme magyar közjogi keretrendszerének tárgyalásakor feltétlenül meg kell említenünk, hogy az MNB-nek, illetve elnökének rendeletalkotási hatásköre van az Alaptörvény rendelkezései értelmében. A rendeletalkotási (szabályozási) hatáskör terjedelmét tekintve, a felhatalmazó rendelkezések tartalmi vizsgálata alapján, az MNB kifejezetten széleskörű jogalkotási felhatalmazottsággal bír. Az MNB rendelkezik információs szabályozási hatáskörrel, amelynek keretében – már a jegybanki információs rendszer részeként – az MNB határozza meg azokat az adatokat és az adatok szolgáltatási módját, amelyekre a hatékony felügyeleti tevékenységéhez szüksége van. Az MNB, elsősorban a bankszektor tekintetében rendelkezik számos prudenciális szabályozási hatáskörökkel is, amelyek célja, hogy a piaci folyamatokra és a nemzetközi legjobb gyakorlatokra figyelemmel gyorsan és rugalmasan biztosítani tudja a pénzügyi szervezet megfelelő, stabil működését. A pénzügyi piac és a pénzügyi szervezetek alapvető gazdasági szabályozása ugyan részben az Európai Unió, részben a tagállami jogalkotó szervek hatáskörébe tartozik, azonban vannak olyan piaci események, amelyek kezeléséhez gyors beavatkozásra van szükség. Erre figyelemmel az MNB elnöke a pénzügyi közvetítőrendszer biztonságos működése érdekében az érintett tevékenység folytatására jogosult valamennyi szervezetre és személyre kiterjedően határozott időre, de legfeljebb kilencven napra egyes, az ágazati törvények hatálya alá tartozó tevékenységek végzését, e tevékenységek körébe tartozó szolgáltatások nyújtását, ügyletek kötését, termékek forgalmazását rendeletben megtilthatja, korlátozhatja vagy feltételekhez kötheti. Ez a szabályozási hatáskör komoly beavatkozási lehetőséget biztosít az MNB számára a piaci folyamatokba, ezért az e tárgykörben kibocsátott rendeletnek meg kell felelnie a meghatározott garanciális feltételeknek.<sup>[19]</sup>

#### IV. AZ ÉRTÉKPAPÍROK ADÁSVÉTELÉNEK KÖZJOGI KERETEI

Az értékpapírok forgalomba hozatala, vagyis az értékpapír tulajdonjogának első ízben történő keletkezésére irányuló eljárás nagyban függ attól, hogy milyen típusú értékpapírról beszélünk.

A közjogi jellegű előírások a nyilvános vagy zártkörű forgalomba hozatal kapcsán csak a sorozatban kibocsátott értékpapírokra vonatkoznak, tehát amikor a kibocsátás során egyszerre nagy mennyiségű, nagy össznévértékű értékpapír kerül a piacra.

[17] Kálmán, 2015, 129.

[18] Tatay, 2015, 74. Ezen véleményt erősíti meg nemzetközi szinten is: Rózsás, 2015, 189.

[19] Kálmán, 2014, 18.

Az alábbi táblázat összefoglalja a magyar jog által értékpapírnak minősülő okiratokat, és ismerteti a forgalomba hozatalra vonatkozó előírások körét.

1. Az egyes értékpapírok értékesítésének összefoglaló táblázata

Értékpapír neve	Sorozatban kibocsátható? (Igen/Nem)	Forgalomba hozatal főbb szabálya és jogforrási helye	Átruházhatóság
Részvény	I	Zártkörű vagy nyilvános kibocsátás, Tpt. IV. fejezet alapján.	Zártkörű részvénytársaságnál korlátozott átruházhatóság.
Közraktári jegy	N	Közraktári jegy a közraktári szerződés alapján letétbe vett árurol kiállított rendeltetle szólo értékpapír, mely a közraktár részéről az áru átvételének elismerését jelenti, és kiszolgáltatásra vonatkozó kötelezettségét bizonyítja. Kibocsátója: a közraktár Jogforrás: a közraktározásról szólo 1996. évi XLVIII. törvény.	A zálogjegy segítségével megterhelhető, az árujegy és a zálogjegy együttesen átruházható.
Hajóraklevél/ Hajórakjegy <sup>20</sup>	N	Nemzetközi szabályok alapján. Jogforrás: 1931. évi VI. törvény a hajóselismervényekre vonatkozólag az 1924. évi augusztus hó 25. napján Brüsszelben kelt egyezmény becikkelyezése tárgyában.	Átruházhatóságát a belső nemzeti jog, vagy a felek megállapodása szabályozza. A magyar jog erre vonatkozóan rendelkezést nem tartalmaz.
Váltó	N	A váltó kiállítására a Polgári Törvénykönyv és a váltójogi szabályok szövegének közzétételéről szólo 1/1965. (I. 24.) IM rendelet vonatkozik.	Minden váltó, még ha nem is szól kifejezetten rendeltetle, váltóátruházás (forgatmány) útján átruházható. Ha a kibocsátó a váltón ezeket a szavakat vette fel: „nem rendeltetle”, vagy ha más azonos értelmű kifejezést vett fel, a váltó csak közönseges engedmény alakjában és hatályával ruházható át.

[20] A hajóraklevél egyes fontos jogi aspektusairól részletesen ír: Fekete, 2013, 9-43.



Csekk	N	A csekk kiállítására a Polgári Törvénykönyv és a csekkjogi szabályok szövegének közzétételéről szóló 2/1965. (I. 24.) IM rendelet vonatkozik.	A megnevezett személyre szóló csekk, akár rajta van a kifejezett „rendeletére” záradék, akár nincs, csekkátruházás (forgatmány) útján átruházható. A megnevezett személyre szóló olyan csekk, amelyen a „nem rendeletre” vagy más azonos értelmű szavak szerepelnek, csak közönséges engedmény alakjában és hatályával ruházható át.
Kötvény	I	Nyilvános vagy zártkörű kibocsátás a Tpt. IV. fejezete alapján.	
Kincstárjegy <sup>21</sup>	I	Aukció, adagolt kibocsátás, jegyzés és folyamatos értékesítés útján hozzák forgalomba, Jogforrás: Tpt.	
Letéti jegy <sup>22</sup>	I	Kibocsátó lehet: hitelintézet, a külföldi hitelintézet fióktelepe, és a Magyar Nemzeti Bank Jogforrás: a letéti jegyről szóló 287/2001 (XII.26.) Korm. rendelet.	Forgatással átruházható.
Jelzáloglevél	I	Kizárólag jelzálog-hitelintézet által a törvény alapján kibocsátott névre szóló, átruházható értékpapír. Jogforrás: a jelzálog-hitelintézetről és a jelzáloglevélről szóló 1997. évi XXX. törvény.	Az átruházást a Magyar Nemzeti Bank, mint felügyeleti hatóság megtagadhatja.

[21] 1 év vagy annál rövidebb futamidejű, állammal szembeni hitelviszonyt megtestesítő értékpapír.

[22] A hitelintézet, valamint a külföldi hitelintézet fióktelepe a megtakarítási lehetőségek bővítése érdekében, továbbá a Magyar Nemzeti Bank a monetáris politikai céljai megvalósítása érdekében letéti jegyet bocsáthat ki.

A letéti jegy névre szóló, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amelyben a letéti jegy kibocsátója (az adós) arra kötelezi magát, hogy az ott megjelölt – részére befizetett – pénzüsszeg előre meghatározott kamatát, valamint a pénzüsszeget a letéti jegy mindenkori tulajdonosának (a hitelezőnek) a megjelölt időben és módon megfizeti.

Értékpapír neve	Sorozatban kibocsátható? (Igen/Nem)	Forgalomba hozatal főbb szabálya és jogforrási helye	Átruházhatóság
Befektetési jegy <sup>23</sup>	I	Kibocsátható nyilvánosan és zártkörűen, nyílt és zárt végű befektetési alap alapjegyeként. Jogforrás: a kollektív befektetési formákról és kezelőikről szóló 2014. évi XVI. törvény.	A nyílt végű alap esetében az alapjegyeket folyamatosan értékesíti és váltja vissza az alapkezelő, míg zártvégű alapoknál főszabály szerint az alapjegy nem váltható vissza. (Tpt. 67. §.)
Kockázati tőkealap-jegy <sup>24</sup>	I	A kockázati tőkealap kollektív befektetési értékpapírjait zártkörűen kizárólag szakmai befektetők részére hozzák forgalomba, az alap csak zártvégűen jöhet létre. Jogszabály: a kollektív befektetési formákról és kezelőikről szóló 2014. évi XVI. törvény.	Korlátozott átruházhatóság a Tpt. rendelkezéseinek megfelelően, valamint egyéb korlátok lehetnek az alapkezelési szabályzatban.
Kárpótlási jegy	N	A kárpótlási jegy bemutatóra szóló, átruházható, a kárpótlás összegének megfelelő, az állammal szemben fennálló követelést névértékében megtestesítő értékpapír. Jogszabály: a tulajdonviszonyok rendezése érdekében, az állam által az állampolgárok tulajdonában igazságtalannul okozott károk részleges kárpótlásáról szóló 1991. évi XXV. törvény.	Teljes átruházhatóság, egyes kárpótlási jegyek tőzsdei forgalomban vannak a Budapesti Értéktőzsdén.

[23] Tpt. 5. § (1) bekezdés 21. pontja alapján a befektetési jegy a törvényben meghatározott módon és alakszerűséggel a befektetési alap mint kibocsátó által sorozatban forgalomba hozott, a befektetési alappal szembeni, a befektetési alap kezelési szabályzatában meghatározott követelést és egyéb jogokat biztosító, átruházható értékpapír.

[24] A kockázati tőkealap-jegy a kockázati tőkealap nevében (javára és terhére) – törvényben meghatározott módon és alakszerűséggel – sorozatban kibocsátott, vagyoni és egyéb jogokat biztosító, átruházható értékpapír.

A tőzsdei tevékenységet Magyarországon a tőkepiaci törvény 9. része szabályozza. A tőzsdei tevékenységre vonatkozó szabályok teljes mértékben harmonizálnak (és szövegszerűen hivatkoznak) a Bizottság 1287/2006/EK végrehajtási rendeletére.<sup>[25]</sup>

## V. AZ ÉRTÉKPAPÍRBA FEKTETŐK VÉDELME

A befektető-védelem mint jogi jelenség több szinten is biztosítható a jogban. Megjelenhet egyrészt a gazdasági társaságok szabályozásának szintjén, másrészt a gazdasági társaságoktól függetlenül, tisztán pénzügyi jogi szabályok keretében.

A befektető-védelem kezdő lépése a befektetésre vonatkozó jognyilatkozatok vagy szerződések megkötését megelőzően a befektetők tájékoztatási szintjének növelése, megelőzve így a befektetők által nem tudatosan vállalt kockázatok keletkezését. A befektetői döntésekhez nélkülözhetetlen információk naprakész nyilvánosságra hozatala szükséges az európai egységes piac versenyképességének megőrzéséhez. Az Európai Bizottság tőkepiaci unió létrehozásával foglalkozó zöld könyve kifejezetten nevesíti a tőkepiac fejlesztése körében a kibocsátási tájékoztatót, mint a céginformációkat közlő, valamint a befektetés feltételeiről és kockázatairól részletes tájékoztatót nyújtó dokumentumot, amely a forrásokat kereső vállalkozások számára nyit kaput a tőkepiacokra, és a kötvény- vagy részvénykibocsátást tervező vállalatok nagy részének el kell készítenie ezt a dokumentumot.<sup>[26]</sup>

Mind a tőkepiaci törvény, mind a befektetési szolgáltatók tevékenységéről szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény megfelel az ún. Prospektus-irányelvben<sup>[27]</sup> foglalt előírásoknak, valamint a MIFID irányelv<sup>[28]</sup> előírásainak. Az uniós jog fejlődése következtében ugyanakkor a MIFID II. irányelv<sup>[29]</sup> kötelező változtatást jelent a tagállamok számára: 2016. július 3-ig el kell fogadni a módosított irányelvi rendelkezéseknek megfelelő tagállami jogszabályokat, 2017. január 3-tól pedig

[25] A Bizottság 1287/2006/EK RENDELETE (2006. augusztus 10.) a 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a befektetési vállalkozások nyilvántartás-vezetési kötelezettségei, az ügyletek bejelentése, a piac átláthatósága, a pénzügyi eszközök piaci bevezetése, valamint az irányelv alkalmazásában meghatározott kifejezések tekintetében történő végrehajtásáról.

[26] Európai Bizottság: ZÖLD KÖNYV – A tőkepiaci unió kiépítése. COM/2015/063 final

[27] Az ún. „prospektus-irányelv” eredeti szövegének utolsó módosítása: az Európai Parlament és a Tanács 2013/50/EU irányelve (2013. október 22.) a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról szóló 2004/109/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv, az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról szóló 2003/71/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv, valamint a 2004/109/EK irányelv egyes rendelkezéseinek végrehajtására irányadó részletes szabályok megállapításáról szóló 2007/14/EK bizottsági irányelv módosításáról.

[28] Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelve a pénzügyi eszközök piacairól.

[29] Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelve (2014. május 15.) a pénzügyi eszközök piacairól, valamint a 2002/92/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv módosításáról.

már alkalmazni kell azokat, így feltehetően a kézirat lezárását követően a fenti címekben hivatkozott jogszabályok is módosulni fognak.

A befektető-védelem pénzügyi jogi alapját a Tpt. 210–228. §§-ban találjuk, amelyek a Befektető-védelmi Alap (BEVA) működésével foglalkoznak. A Befektető-védelmi Alap feladata meghatározott kártalanítási összeg kifizetése abban az esetben, ha a biztosított tevékenységet folytató tagja felszámolását a bíróság elrendeli. A BEVA kötelező tagságot ír elő azon befektetési szolgáltatók számára, akik a következő tevékenységek valamelyikét folytatják (biztosított tevékenység) rendszeres gazdasági tevékenység keretében: pénzügyi eszközre vonatkozóan végzett megbízás felvétele és továbbítása; megbízás végrehajtása az ügyfél javára; sajtószámlás kereskedés; valamint pénzügyi eszköz letéti őrzése és nyilvántartása; valamint letétkelés és ehhez kapcsolódó értékpapír-számla vagy ügyfélszámla vezetése.<sup>[30]</sup>

Az Alap külföldi befektető-védelmi rendszerekkel és külföldi felügyeleti hatóságokkal együttműködési megállapodást köthet, információt cserélhet a befektető-védelmi rendszerek tagjaira és a biztosított követelésekre vonatkozó nyilvántartás, valamint a befektetők kártalanítása érdekében. Az együttműködés során a befektető-védelmi rendszerek egyeztetik, hogy az egyes rendszerek alapján a befektetőt mekkora összegű kártalanítás illeti meg.

A Tpt. 217. § (2) bekezdése alapján az Alap a kártalanításra jogosult befektető részére követelését – személyenként és Alap tagonként összevontan – legfeljebb húszezer euró összeghatárig fizeti ki kártalanításként oly módon, hogy az Alap által fizetett kártalanítás mértéke egymillió forint összeghatárig száz százalék, egymillió forint összeghatár felett egymillió forint és az egymillió forint feletti rész kilencven százaléka.

A 2015-ös év egyik változása, hogy a jogszabály megteremtette az alapját a fiktív értékpapírok nyilvántartásával okozott károk megtérítésének is. Ennek történeti alapját a későbbiekben ismertetjük.

A befektetők védelmének új területe a multilaterális kereskedési rendszeren keresztül ügyletet bonyolító tulajdonosok megfelelő jogszabályi védelme is. A tőkepiaci törvény 2014-es reformját megelőzően az értékpapírok multilaterális kereskedési rendszerbe (MTF) történő regisztrációja eddig nem képezte külön kategóriaként szabályozás tárgyát. E kereskedési rendszerek hazai megjelenése következtében, illetve az ide regisztrálandó értékpapírok átláthatóságának növelése érdekében a törvény magához a rendszerbe történő regisztráláshoz kívánja meg a tájékoztató elkészítését. A törvény egyúttal kimondja, hogy – hasonlóan a szabályozott piaci bevezetéshez – a multilaterális kereskedési rendszerbe történő regisztrációval a korábban zártkörűen forgalomba hozott értékpapír nyilvánosan forgalomba hozottnak minősül (s a későbbiek során újabb tájékoztatót a vele való nyilvános tranzakcióhoz nem kell készíteni).

[30] A befektetési vállalkozásokról szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény 5. § (1) a-d és (2) a-b pontjaiban meghatározott tevékenységek. A hitelintézetek számára ezen tevékenységek folytatását a 2013. évi CCXXXVII. törvény 7. § (3) bekezdés c. pontjában foglaltak teszik lehetővé.

A 2015-ös év során a magyar befektetési piacot több, egymással összefüggő esemény rázta meg. A Svájci Nemzeti Bank 2015. január 15-i bejelentése, miszerint eltörli az EUR-CHF árfolyamgátat több magyar pénzügyi közvetítő számára okozott számottevő veszteséget a nyitott piaci pozíciók következtében. Ezen néhány nap alatt elszenvedett számottevő veszteség vezetett több pénzügyi közvetítő fizetési nehézségéhez, majd felszámolásához. Ugyanakkor a legnagyobb hatással a hazai befektetőkre a Questor-csoport összeomlása volt. A cégcsoport tagjai egymás kötelezettségeiért kezességet vállalva, egy értékpapír-kibocsátón és egy értékpapírforgalmazón keresztül befektetői tőkéből finanszírozták a vállalat tevékenységét, köztük egy NB 1. osztályú futball-csapat tevékenységét, szálloda, bevásárlóközpont és ingatlan-kezelő működését. Bár az értékpapír-kibocsátó és a forgalmazó hosszú éveken keresztül (részben jogszabálysértő módon) folytatta tevékenységét, a társaságnál fizetési problémák adódtak, és a társaságok szoros összefonódása miatt a teljes cégcsoport fizetéseképtelenné vált. A károsultak nagy számára tekintettel a magyar országgyűlés egyedi törvényt alkotott (2015. évi XXXIX. törvény a Questor-károsultak kárrendezését biztosító kárrendezési alap létrehozásáról, közzétéve: 2015. április 17.), amelynek célja a Quaestor vállalatcsoport kötvénykibocsátásával érintett befektetők helyzetének a rendezése. A Quaestor vállalatcsoport jogszabálysértő és részben nem valós kötvénykibocsátása mintegy 32.000 befektető számára tette bizonytalanná korábbi befektetéseik megtérülését. A Quaestor vállalatcsoport által elkövetett visszaélésekhez a jogalkotó megítélése szerint számos egyedi – a pénzpiacra tapasztalható más anomáliáktól eltérő – jellegzetesség kapcsolódott, így például a kötvények kibocsátására és forgalomba hozatalára kizárólag a cégcsoport javára, annak finanszírozására került sor. A jogalkotó véleménye szerint a cégcsoport által folytatott tevékenység több szempontból is hasonlít a betétgyűjtésre. Az ügyfelek pénzt helyeztek el a vállalatcsoport tagjainál, amelyekért értékpapírt kaptak. Ezeknek az értékpapíroknak egy jelentős részéről utóbb kiderült, hogy fiktív, vagyis tényleges értékpapír kibocsátásra nem is került sor. Ettől függetlenül azonban a kötvényeket forgalmazó társaság, valamint a készpénzt adó ügyfél között polgári jogi jogviszony jött létre. Ez részben a kölcsönszerződés, részben pedig a betétszerződés jellegzetességeit mutatja, hiszen az ügyfél kamat ellenében adta a pénzt a vállalatcsoport érintett tagjának. A külön törvény megalkotásának indokaként a kormány kiemelte, hogy a károsultak nagy számára tekintettel az egyedi igényérvényesítés rendkívüli nehézségekkel járna. A törvény ezért egy követeléskezelő, kárrendező Alap felállításáról rendelkezik, amely az ügyfelek igényeit kielégíti a törvényben meghatározott mértékben. Mindez egyúttal az ügyfelek részéről indítandó egyedi jogérvényesítést is elkerülhetővé teszi. Az Alap útján történő igényérvényesítés egyrészt gyors, másrészt – a Befektető-védelmi Alap (BEVA) kártalanításával együtt – 30 millió forintig garantálja a befektetők

számára befektetéseik megtérülését.<sup>[31]</sup> A törvény alapján járó kártalanítás pénzügyi forrását a BEVA-tagokra kirótt befizetési kötelezettség jelentette volna. A törvény egyes rendelkezéseit a 32/2015 (XI.19.) AB határozat alkotmányellenesnek nyilvánította, és megsemmisítette. A határozat indoklásának 114. pontjában az alábbiakat olvashatjuk: „az állam a törvény megalkotásával méltányosságból döntött egy adott cégcsoport ügyfeleinek kártalanítása mellett, tehát a kárrendezés ex gratia jellegű megoldásnak minősül, ennek terheit azonban – közvetett módon, átmenetileg, de egyértelműen – a BEVA tagokra kívánja hárítani. A BEVA tagok által ily módon elszenvedett tulajdonkorlátozásra ellenszolgáltatás nélkül kerül sor, ráadásul annak mértéke és időtartama is teljes mértékben kiszámíthatatlan”. A jogalkotó a megsemmisített szakaszokra tekintettel 2016. január 1-jével hatályon kívül helyezte a törvényt, és a tőkepiaci törvény egyes rendelkezéseinek módosításával a befektető-védelmi szabályokat általánosan magasabb szintre emelte, valamint új törvényt fogadott el az érintettek kárrendezése érdekében. A tőkepiac stabilitásának erősítése érdekében tett egyes kárrendezési intézkedésekről szóló 2015. évi CCXIV. törvény (kihirdetve: 2015. december 22.) az AB határozat tanulságai alapján homogén csoportként azon károsultakra vonatkozóan biztosítja a kárrendezés lehetőségét, akik olyan befektetési vállalkozásokkal álltak kapcsolatban, akik a bróker jelleget, a szabályozott piaci szereplői státuszt kihasználva, a cégcsoport tagja által kibocsátott, tehát mintegy „saját” kötvénnyel okoztak kárt a befektetőknek, csorbítva ezzel a pénzügyi szektorral szemben fennálló közbizalmat. Tekintettel arra, hogy a kérelmeket 2016. február 15-ig lehetett benyújtani, megállapítható, hogy a két jogszabály által célzott alanyi kör átfedésben van egymással.

A Questor-ügy és az azzal összefüggő jogalkotási problémák kapcsán még 2015-ben a tőkepiaci törvény befektető-védelemre vonatkozó szabályait is módosította a jogalkotó, így például a BEVA kártalanítási értékhatárát egységesen 100.000 EUR-ban határozta meg (a korábbi 20.000 EUR értékhatárt felemelve), és külön rögzítették, hogy a kártalanítás fiktív értékpapírok esetében is jár (Tpt. 217.§ (3) bekezdés). Megerősítésre kerültek a könyvvizsgálókra vonatkozó előírások, illetve Tpt. módosított rendelkezései értelmében 2016. január 1-jétől az értékpapír számlavezetőnek az értékpapírszámláról és az ügyfélszámláról elektronikus úton is tájékoztatást kell adnia, valamint az MNB ellenőrzés keretében az értékpapírszámla-egyenlegek összesített egyenlegét összeveti a központi értéktár adataival.

## VI. ÖSSZEGZŐ GONDOLATOK

A globális pénzügyi folyamatok kialakulásával a „pillangóhatás” kézzelfoghatóbb, mint valaha. A határon átnyúló gazdasági társaságok és szolgáltatások világában

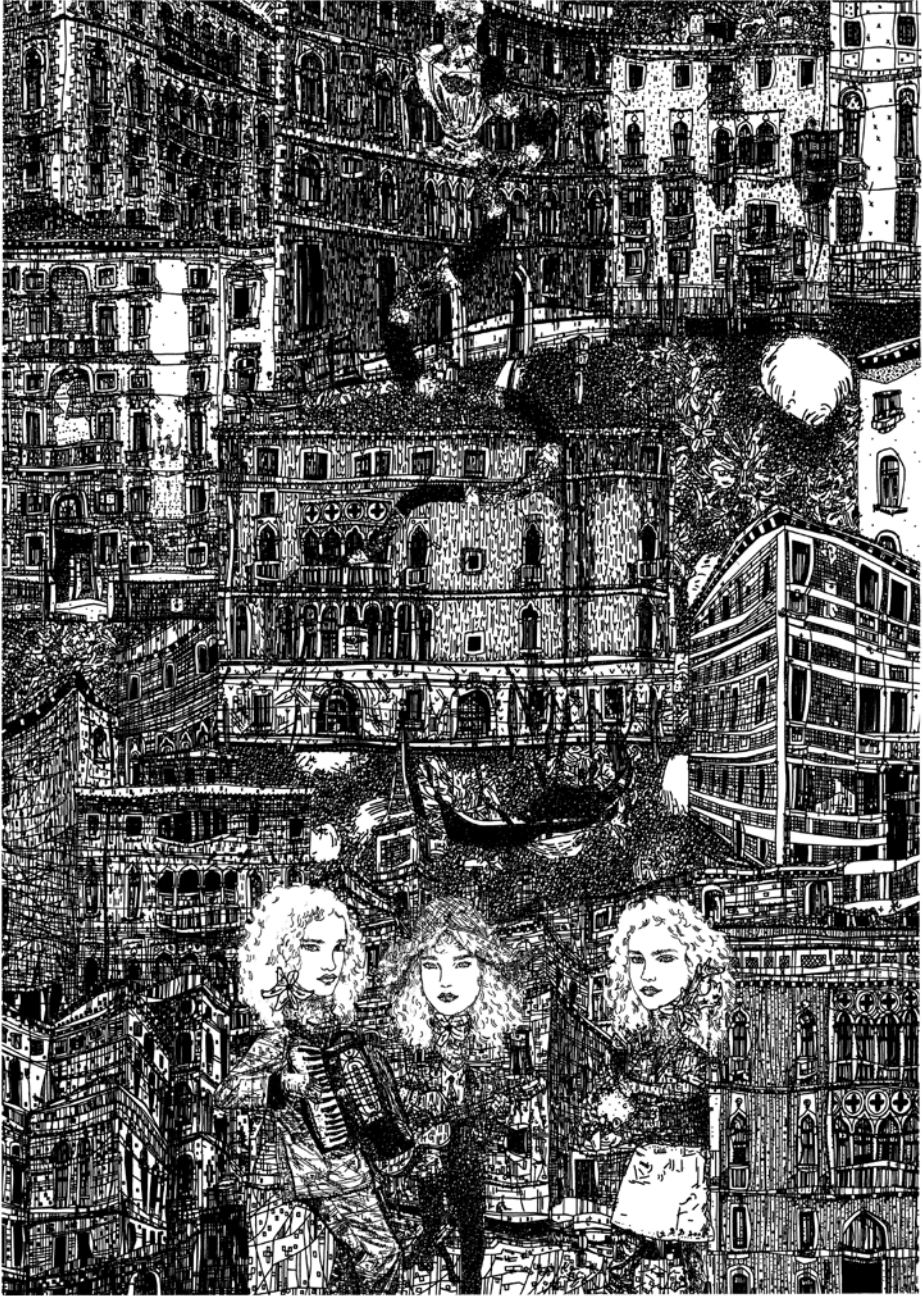
[31] A 2015. évi XXXIX. törvényhez fűzött miniszteri indoklás alapján.

az olyan nagy hatású intézmények, mint az értékpapírok, fokozottan a figyelem középpontjában állnak, különösen a 2008-as gazdasági válsággal mutatott szoros összefüggés miatt. Annak ellenére, hogy már korábban is megfigyelhető volt a pénzügyi piacon az egységesülés, a válság következtében ez a folyamat felgyorsult. Magyarország, mint Uniós tagállam számára ez többes kötelezettséget is jelent: meg kell felelni egyrészt a nemzetközi standardoknak, másrészt az Európai Unió által elfogadott kötelező jogforrásoknak is. Láthatjuk, hogy a hazai piac tekintetében 2013-tól jelentősen átalakult a szabályozási háttér, amely átláthatóbbá, konformabbá tette ugyan a pénzügyi rendszert, de a 2015-ös év megmutatta, hogy bőven van még feladat a jogalkotó előtt.

## IRODALOM

- Allen, Franklin et al. (2011): *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*. Centre for Economic Policy Research, London.
- Avgouleas, Emiliós (2012): *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*. Cambridge University Press.
- Fekete Zsolt (2013): A hajóraklevél változó szerepe a tengeri áru fuvarozásban. *Debreceni Jogi Műhely*, X. évf. 2. szám, 9–43
- FSB (2011): *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*.
- Glavanits Judit (2015): A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének új irányai. In: Kálmán János (szerk.): *A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének aktuális kérdései*. Batthyány Lajos Szakkollégium Alapítvány, Győr, 79–128.
- Harsányi Gyöngyi (2010): *A magyar értékpapírjog alapjai*. Novotni, Miskolc.
- Kálmán János (2014): A pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét ellátó hatóság helye és függetlensége a magyar központi közigazgatásban. *Új Magyar Közigazgatás*, 3. szám, 15–20.
- Kálmán János (2015): A pénzügyi felügyeleti rendszer intézményi keretei Magyarországon. *Pénzügyi Szemle*, 1. szám, 125–138.
- Kohn, Meir (2003): *Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok*. Orisis Tankönyv, Budapest.
- Miskolczi-Bodnárné dr. Harsányi Gyöngyi Melinda (2012): *A befektetési szolgáltatások kötetmi jogi aspektusai*. PhD értekezés, Miskolc.
- Rotyis József (2001): *Tőzsdei befektetők kézikönyve*. KJK Kerszöv, Budapest.
- Rózsás Tamás (2015): A jegybanki kormányzás mesterfogásai – Beszámoló a Central Banking központi bankok kormányzásáról szóló konferenciájáról. *Hitelintézeti Szemle*, 3. szám, 187–189.
- Soros György (2012): *Pénzügyi vihar Európában és az Egyesült Államokban*. Scolar, Budapest.
- Tatay Tibor (2015): A központi banki feladatok változása. In: Kálmán János (szerk.): *A pénzügyi piac szabályozásának és felügyeletének aktuális kérdései*. Batthyány Lajos Szakkollégiumért Alapítvány, Győr, 53–76.
- Tóth Éva Alíz (2012): *Az európai bankrendszer koncentrációs folyamatának következményei – M&As, teljesítmény, verseny és bankválság*. PhD értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest.





●  
*Halál Velencében XXXIV.*