

A bennfentes kereskedelem véelme az EU jogában: a Spector-ítélet öröksége*

I. PROBLÉMAFELVETÉS

A kutatási projekt keretében az egyik célkitűzésem annak megvizsgálása volt, hogy a különböző jogágak (így elsősorban a büntetőjog, illetve a közigazgatási jog) miképpen képesek – külön-külön és persze egymással összhangban – a befektetések és a tőkepiacok hatékony védelmét biztosítani. A kutatás alapvető feladata tehát az egyes felelősségi, illetve szankciórendszerek elemzése volt, különös figyelemmel azok hasonlóságaira, eltéréseire, átfedéseire, valamint szankcióik együttes alkalmazásának tilalmára.

Jelen munka a bennfentes kereskedelem közigazgatási szabályozásának és szankcionálásának dogmatikai^[1] kérdéseivel foglalkozik, a kapcsolódó büntetőjogi tényállás(ok) elemzését egy másik tanulmányban végzem el. A feldolgozás során azonban már most – éppen a fentekben említett tágabb kutatási célkitűzésekből eredően – különös figyelmet fordítottam azon kérdésekre, amelyek tekintetében a büntetőjogi és közigazgatási szankciórendszer általánosságban jelentős (ha nem is minden esetben döntő) különbséget mutat. Ilyen problematika különösen a felelősség „objektívizálásának” lehetőségei,^[2] valamint a felelősséget megalapozó véelmek alkalmazása.^[3]

Tanulmányom mindezeket a kérdéseket a bennfentes kereskedelem európai uniós szabályozása tekintetében vizsgálja. Az elemzés centrumában a Spector-ügy áll,^[4] amelyben az eljáró szervek behatóan foglalkoztak a közigazgatási felelősség szubjektív elemeivel, objektívizálásának határaival és – ezzel részleges átfedésben – a véelmek alkalmazásával is.

* Lezárva 2019. augusztus 15. napján. „A tanulmány a Pallas Athéné Domus Sapientiae Alapítvány támogatásával a PADS Vezető Kutató Program keretében került megvalósításra”.

[1] A büntetőjogi és közigazgatási szabályozást elsősorban jogpolitikailag vizsgálta: Kaszás (2008).

[2] Vö. Kis – Nagy, 2007, 30-79.

[3] Vö. Nagy, 2018, 252.

[4] C-45/08. sz. ügy.

II. A BENNFENTES KERESKEDELEM ELLENI IRÁNYELVEK A SPEC-TOR-ÜGYET MEGELŐZŐEN

A Spector-ügy a bennfentes kereskedelem egyik korábbi európai uniós szabályozásához kötődik, sőt, abban felmerültek a még korábbi szabályozástól való eltérés kérdései is, így annak megértéséhez mindenképpen szükséges egy részletesebb jogtörténeti visszatekintés elvégzése.

1. A bennfentes kereskedelemről szóló irányelv (1989)

A bennfentes kereskedelemről szóló szabályok összehangolásával kapcsolatos 1989. november 13-i 89/592/EGK tanácsi irányelv^[5] (IDD)^[6] alapján „minden tagállam eltiltja azt a személyt, aki

- a kibocsátó igazgatási, irányító vagy felügyeleti testületében való tagsága folytán,
- a kibocsátó tőkéjében való részesedése folytán, vagy
- mert hozzáfér ilyen információkhoz beosztása, foglalkozása vagy feladatai végzése folytán,

bennfentes információval rendelkezik [attól], hogy a tények ismeretében e bennfentes információ felhasználásával közvetlenül vagy közvetve, vagy harmadik személy javára az információ által érintett kibocsátó vagy kibocsátók átruházható értékpapírjait megvásárolja vagy eladja”.^[7]

Ezen felül „minden tagállam hasonlóképpen kiterjeszti [ezen] tilalmat minden olyan személyre, akiről az említett cikkben nem történt említés, de a tények teljes ismeretében olyan bennfentes információval rendelkezik, amelynek közvetlen vagy közvetett forrása nem lehet más, mint [az előzőekben] említett valamelyik személy”.^[8]

Az irányelv szerint „minden tagállam elfogadhat az [abban] megállapítottaknál szigorúbb, valamint további rendelkezéseket is, feltéve hogy ezeket a rendelkezéseket általánosan alkalmazzák. Ezek különösen a 2. cikkben megállapított tilalom hatályát terjeszthetik ki [...]”.^[9]

[5] HL L 334., 830.

[6] A bennfentes kereskedelemre vonatkozó instrumentumok a tanulmányban a hazánkban (pl. Mnb.hu: Mad/mar) is használt angol nyelvű rövidítésükkel szerepelnek.

[7] IDD 2. cikk (1) bek.

[8] IDD 4. cikk.

[9] IDD 6. cikk.

2. A bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló irányelv (2003)

Az IDD-t felváltotta a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló 2003. január 28-i 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv^[10] (MAD I). Ennek alapján „a tagállamok megtiltják minden, a második albekezdésben említett személynek, aki bennfentes információkkal rendelkezik, hogy ezeket az információkat felhasználja oly módon, hogy közvetlenül vagy közvetve, saját vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket vegyen vagy adjon el, illetve kíséreljen meg venni vagy eladni”.^[11]

Ezt az „első albekezdést kell alkalmazni minden olyan személyre, aki a következők folytán került a bennfentes információ birtokába:

- a kibocsátó igazgatási, irányító vagy felügyeleti testületében való tagsága folytán; vagy
- a kibocsátó tőkéjében való részesedése folytán; vagy
- mert hozzáfér ilyen információkhoz beosztása, foglalkozása vagy feladatai végzése folytán; vagy
- mert bűncselekményt követett el”.^[12]

Az irányelv szerint „a tagállamok biztosítják, hogy [ezen rendelkezést] alkalmazzák azokra a [...] személyekre is, akik bennfentes információ birtokában vannak, és tudják, vagy tudniuk kellett volna, hogy a szóban forgó információ bennfentes információ”.^[13]

Az irányelv külön kimondja, hogy ez a rendelkezés „nem alkalmazandó azokra az ügyletekre, amelyeket pénzügyi eszközök vételére vagy eladására vonatkozó, esedékessé váló kötelezettség teljesítése kapcsán hajtanak végre, amennyiben ez a kötelezettség olyan megállapodásból ered, amelyet azt megelőzően kötöttek meg, hogy az érintett személy a bennfentes információ birtokába jutott”.^[14]

Az irányelv szerint a bennfentes kereskedelem tilalma nem vonatkozik „a részvény-visszavásárlási programok keretében bonyolított, saját részvényekre vonatkozó ügyletekre, sem a pénzügyi eszközök stabilizálására, feltéve hogy az ilyen ügyleteket [meghatározott] végrehajtási intézkedésekkel összhangban hajtják végre.”^[15]

Az irányelv szerint „a tagállamok – a büntetőjogi szankciók alkalmazásához való joguk sérelme nélkül – nemzeti jogukkal összhangban biztosítják,

[10] HL L 96., 16.; magyar nyelvű különkiadás: 6. fejezet, 4. kötet, 367.

[11] MAD I 2. cikk (1) bekezdés, első albekezdés.

[12] MAD I 2. cikk (1) bekezdés, második albekezdés.

[13] MAD I 4. cikk.

[14] MAD I 2. cikk (3) bek.

[15] MAD I 8. cikk. Ennek feltételeiről lásd a 2003/6 irányelvnek a visszavásárlási programokra vonatkozó mentességek és a pénzügyi eszközök stabilizálása tekintetében történő végrehajtásáról szóló, 2003. december 22-i 2273/2003/EK bizottsági rendeletet.

hogyan az ezen irányelv végrehajtása során elfogadott rendelkezések megsértéséért felelős személyek ellen megfelelő közigazgatási intézkedésre, illetve közigazgatási szankció alkalmazására kerüljön sor. A tagállamok biztosítják, hogy ezek az intézkedések hatékonyak, arányosak és visszatartó erejűek legyenek”.^[16]

III. A SPECTOR-ÜGY

A következőkben áttekintem a Spector-ügy előzményeit, a nemzeti bíróság kérdéseit és a főtanácsnoki indítványt,^[17] illetve bemutatom az ítélet^[18] érvelését. Ennek során nemcsak a vélelmekkel kapcsolatos okfejtésekre térek ki, hanem két, azzal szoros összefüggésben lévő kérdésre: a bennfentes kereskedelem fogalmára, illetve az irányelvből eredő kötelezettségek jellegére is.^[19]

3. Az ügy előzményei

a) A tények

A Spector egy tőzsdén jegyzett, belga jog szerint létrehozott vállalkozás volt, amely munkavállalók részére részvényopciós programban részvények megszerzését tette lehetővé. Annak érdekében, hogy az említett opciók gyakorlása esetén eleget tehessen kötelezettségeinek, a 2002. év során több mint 45 000 részvényt kellett a piacon beszereznie.^[20]

2003. augusztus 11-én és 13-án Ch. Van Raemdonck két megbízást adott, amelyek a Spector számára lehetővé tették 19 773 részvény 9,97 eurós átlagáron történő megszerzését, míg az opciók gyakorlása esetén érvényes ár 10,45 euró volt. Ezt követően a Spector közétett bizonyos információkat eredményeivel és üzletpolitikájával kapcsolatban. Ezt követően nőtt az említett vállalkozás részvényeinek árfolyama. 2003. december 31-re az árfolyam elérte a 12,50 eurót.^[21]

A belga felügyeleti hatóság ezeket az „adásvételeket bennfentes kereskede-

[16] MAD I 14. cikk (1) bek.

[17] C-45/08. sz. ügy, Kokott főtanácsnok indítványa, European Court Reports 2009 I-12073 (továbbiakban: Spector indítvány).

[18] C-45/08. sz. ügy, a Bíróság (harmadik tanács) 2009. december 23-i ítélete. Spector Photo Group NV és Chris Van Raemdonck kontra Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) (a hof van beroep te Brussel [Belgium] által benyújtott előzetes döntéshozatal iránti kérelem) ECR 2009 I-12073. (továbbiakban: Spector-ítélet).

[19] A Spector-ügyben a bennfentes információ fogalmával, a bennfentes kereskedelem szankcionálásának arányosságával és a kétszeres értékelés tilalmával kapcsolatban is fontos jogtételeket fogalmaztak meg, amelyek elemzése egy másik tanulmány tárgya lehet.

[20] Vö. Spector-ítélet, 11. bek.

[21] Vö. Spector-ítélet, 13-14. bek.

lemnek minősítette és 80 000 euró összegű pénzbírságot szabott ki a Spector és 20 000 euró összegű pénzbírságot Ch. Van Raemdonck esetében, akik ezt követően keresetet nyújtottak be az említett határozat ellen a belga bíróság előtt”.^[22]

b) A tagállami bíróság kérdései

A belga bíróság a következő kérdéseket terjesztette a Bíróság elé:

- a MAD I 2. cikke „teljes [...] vagy [...] csak minimális harmonizációt” jelent;
- a pusztán tény, hogy a MAD I „2. cikke [(1) bekezdésének] első albekezdésében említett személy bennfentes információkkal rendelkezik, és [...] az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket vesz vagy elad [...], egyben azt is jelenti, hogy ez a személy az említett bennfentes információit felhasználja”;
- Ha az előző kérdésre „nemleges válasz adandó”, feltételezni kell-e, hogy a MAD I „2. cikkének alkalmazása a bennfentes információk felhasználására vonatkozó tudatos döntést előfeltételez”. Másrészt „szükséges-e, hogy az ilyen információk felhasználására vonatkozó döntés olyan körülményekből következzen, amelyek nem tesznek lehetővé más értelmezést, vagy elegendő, hogy a körülmények így is értelmezhetők”.

A tagállami bíróság kérdései tehát alapvetően három témát érintettek:

- a bennfentes információk felhasználásának eleme a bennfentes kereskedelem kontextusában (második kérdés),
- a bennfentes információkkal kapcsolatos szubjektív elemek szükségessége (harmadik kérdés),
- a bennfentes kereskedelem jogharmonizációjának szintje (első kérdés).

4. A főtanácsnoki indítvány

A főtanácsnok indítványa elsősorban a felhasználás fogalmát értelmezte,^[23] ennek kapcsán tért ki a bennfentes kereskedelem szubjektív elemeire,^[24] illetve tilalmára (beleértve annak célját is).^[25]

[22] Vö. Spector-ítélet, 15. bek.

[23] Spector indítvány, 46. bek.

[24] Spector indítvány, 59. bek.

[25] Spector indítvány, 54-55. bek.

a) A felhasználás

A főtanácsnoki indítvány alapján az információ felhasználása a bennfentes kereskedelem önállóan vizsgálendő és lényeges feltétele.^[26] Bennfentes információ felhasználásáról akkor van szó, ha annak „ismerete befolyásol valamely cselekményt”^[27]

A főtanácsnoki indítvány nem fogalmazza meg a felhasználás vélelmét, így nem szól annak megdöntéséről sem. A felhasználás tipikus eseteként (főszabályként) nevesíti azonban az elsődleges bennfentes által a bennfentes információ ismertében az értékpapírra kötött ügyletet.^[28]

b) A szubjektív elemek

A bennfentes információ ismerete a főtanácsnok szerint a felhasználás (és így a bennfentes kereskedelem) szükséges feltétele.^[29] A főtanácsnok szerint azonban a bennfentes információ ismeretének nem kell szigorú (*conditio sine qua non* értelemben vett) okozati összefüggésben állnia a cselekménnyel. Nem szükséges tehát a bennfentes kereskedelemhez annak a feltételnek a teljesülése, hogy a személy a bennfentes információ nélkül nem cselekedett volna.^[30]

c) A felhasználás és a bennfentes kereskedelem hiánya

A bennfentes információ ismertében kötött ügylet a felhasználás (így a bennfentes kereskedelem) szükséges, de nem elégséges feltétele.^[31] Vannak olyan esetek ugyanis, amikor a felhasználás a bennfentes információ ismerete ellenére sem állapítható meg. Ezek részben olyan esetek, amelyeket az irányelv 2. cikk (3) bekezdése, illetve preambuluma (18) bekezdése nevesít.^[32] Ezen felül is vannak azonban olyan esetek, amelyek azért nem minősülnek bennfentes kereskedelemnek, mert éppen annak ellenkezőjére vannak adatok, hogy a bennfentes információ kihatott volna az ügyletre.^[33] Így pl. a főtanácsnok utal az Egyesült Királyság kormánya által hozott példára, amely szerint valamely személy „azért ad el részvényeket – jóllehet olyan bennfentes információkkal rendelkezik, amelyek alapján a részvényárak emelkedése várható –, mert azonnal szüksége van az eladásból származó bevételre, és nem tudja kivárni az árfolyam-emelkedést”^[34]

[26] Vö. pl. Spector indítvány, 48-49., 51-52. bek.

[27] Spector indítvány, 46. bek.

[28] Spector indítvány, 61. bek.

[29] Spector indítvány, 52. bek.

[30] Spector indítvány, 59. bek.

[31] Spector indítvány, 52. bek.

[32] Vö. 1.2. cím.

[33] Spector indítvány, 62-67. bek.

[34] Spector indítvány, 66. bek.

A főtanácsnoki indítvány szerint tehát ezekben az esetekben a bennfentes kereskedelem hiányának döntő eleme a felhasználás (azaz a befolyásolás) kizártsága. Így „olyan helyzetekben, amelyekben kizárt, hogy a bennfentes információ ismerete befolyásolja a cselekvést, nem lehet a bennfentes információ »felhasználásáról« beszélni”.^[35] A főtanácsnok azonban utal arra is, hogy a kivételek „mind a tilalom célul szolgáló szűkítéséből következnek, tehát olyan helyzeteket érintenek, amelyekben a bennfentes kereskedelem tilalmának értelme és célja nem érvényesül”.^[36]

d) Viszony a tagállami joghoz

A főtanácsnok kifejezetten (bár másodlagosan)^[37] állást foglal az irányelv tagállami joghoz való viszonya tekintetében is. Megállapította, hogy a MAD I „harmonizációja mértékének kérdésére – teljes harmonizáció vagy minimális harmonizáció – nem lehet általánosan az egész irányelvre vonatkozóan választ adni”, hanem „annak minden elemét önmagában kell vizsgálni”.^[38] A „bennfentes kereskedelem” tilalma tekintetében „szigorúbb tagállami szabályozásnak „sem valódi szükségessége, sem az arra vonatkozó jelentős mozgástér nem ismerhető el”.^[39] Így kifejezetten kimondja, hogy a bennfentes kereskedelem fogalma (tilalma) tekintetében a MAD I teljes jogharmonizációt jelent.^[40]

A Bizottság hivatkozott arra, hogy „a »felhasználás« fogalmát az irányelvben nem határozták meg, bizonytalan jogi fogalomról van szó, amelynek kitöltése során a tagállamokat – szemben a teljes harmonizáció esetével – eleve széles mérlegelési mozgástér illeti meg”. A főtanácsnok szerint azonban „a felhasználás fogalma [...] „sokkal inkább önálló közösségi jogi fogalom, amelyet egységesen kell meghatározni valamennyi tagállam számára.”^[41]

5. Az EU Bíróság ítélete

Az EU Bírósága a tagállami bíróság második és harmadik kérdésére egyszerűen válaszolta meg. Az ítélet összegzése szerint „a kérdést előterjesztő bíróság közelebről azt szeretné meghatározni, hogy ahhoz, hogy valamely ügyletet tiltott bennfentes kereskedelemnek minősítsenek, elegendő, ha a bennfentes információval rendelkező elsődleges bennfentes valamilyen piaci ügyletet hajt

[35] Spector indítvány, 62. bek.

[36] Spector indítvány, 86. bek.

[37] Az erre vonatkozó tagállami bírósági kérdést ugyanis a főtanácsnok nem tartotta elfogadhatónak. Vö. Spector indítvány, 71-73. bek.

[38] Spector indítvány, 75. bek.

[39] Spector indítvány, 86. bek.

[40] Spector indítvány, 88. bek.

[41] Spector indítvány, 91-92. bek.

végre az információ által érintett pénzügyi eszközökkel, vagy ezen kívül annak bizonyítása is szükséges, hogy e személy az említett információt »a tények ismeretében használta fel«.^[42]

a) A felhasználás és annak vélelmezése

A Bíróság a bennfentes információ felhasználásának fogalmát tartalmilag valójában nem is elemezte, hanem csak annak a bennfentes kereskedelem többi eleméhez való viszonyát határozta meg. Megállapította, hogy amennyiben az elsődleges bennfentes „bennfentes információval rendelkezik, és ezeket az információkat felhasználja oly módon, hogy [...] az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket vesz vagy ad el [...], egyben azt is jelenti, hogy e személy az említett rendelkezés értelmében »ezeket az információkat felhasználja«.^[43]

Ebből kitűnően viszont a Bíróság szerint a bennfentes kereskedelemnek fogalmi eleme az információk felhasználása. Ennek fennállását azonban nem kell önállóan bizonyítani, hanem azt a többi elem [azaz a) elsődleges bennfentes, b) bennfentes információval rendelkezés és c) ügyletkötés] fennállása esetén vélelmezni kell.

A felhasználás vélelmét az ítélet külön – a szubjektív elemektől és a bennfentes kereskedelmet kizáró okoktól függetlenül – nem indokolja. De ebben a vonatkozásban is felhozható az ítélet azon megállapítása, hogy „a 2. cikk (1) bekezdésének a)-c) pontjában említett elsődleges bennfenteseket a bennfentes információval érintett pénzügyi eszközök kibocsátójához fűző bizalmi kapcsolat”, az ami „az előbbiek részéről e vonatkozásban különös felelősséget feltételez”.^[44] Az ítélet kivételeket érintő részéből pedig a felhasználás vélelme tekintetében is indokolást képez az a megfontolás is, hogy „szoros kapcsolat áll fenn a bennfentes kereskedelem tilalma és a bennfentes információ fogalma” között, hiszen utóbbi „amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára”.^[45]

A felhasználás eleme azonban csak akkor vélelmezhető, ha „a védelemhez való jogot és különösen a fenti vélelem megdöntésének jogát tiszteletben tartják”.^[46]

[42] Spector-ítélet, 30. bek.

[43] Spector-ítélet, 62. bek.

[44] Spector-ítélet, 36. bek.

[45] Spector-ítélet, 50. bek.

[46] Spector-ítélet, 54. bek., hasonlóan 62. bek.

b) A szubjektív elemek és azok vélelmezése

Az ítélet másik súlyponti kérdése a bennfentes kereskedelem fogalmának szubjektív elemeivel kapcsolatos.

c) A szubjektív elemek szabályozottsága

Az EU Bíróság szerint a MAD a „bennfentes kereskedelmet [legalábbis elsődleges bennfentes esetén] objektív módon határozza meg”.^[47] A MAD 2. cikkének (1) bekezdése ugyanis

- „nem határozza meg, hogy a tiltott ügyletet »a tények ismeretében« kell végrehajtani”;^[48]
- „nem jelöli meg kifejezetten, hogy szükséges-e annak bizonyítása, hogy a bennfentes információ meghatározó volt a szóban forgó piaci ügylet végrehajtására vonatkozó döntés vonatkozásában”;^[49]
- „nem mondja ki kifejezetten, hogy az elsődleges bennfentesnek tudatában kellett lennie a birtokában lévő információ bennfentes jellegének”;^[50]
- „nem pontosítja, hogy az elsődleges bennfentest spekulatív szándéknak kell-e vezetnie, csalárd szándékkal vagy szándékosan, illetve gondatlanságból kell-e cselekednie”.^[51]

A fenti nyelvtani értelmezés mellett erre vezetett a történeti értelmezés is. Ennek keretében az EU Bíróság egyrészt a szabályozási előzménnyel (IDD) való összevetésre utalt, hiszen az még kifejezetten tartalmazta „a tények ismeretében e bennfentes információ felhasználásával”^[52] való elkövetést. Másrészt a testület hivatkozott az Európai Közösségek Bizottsága által 2001. május 30-án előterjesztett irányelvjavaslatra is,^[53] amely „a tények ismeretében” kifejezést azzal az indokkal törölte, hogy „[az elsődleges bennfentesek] meghatározásukból adódóan nap mint nap bennfentes információkhoz férhetnek hozzá, és tudomásuk van az általuk kapott információk bizalmas jellegéről”.^[54]

d) A szubjektív elemek vélelmezése

Az ítélet a szubjektív elemekkel kapcsolatos másik fő megállapítása az, hogy a „2. cikkének (1) bekezdésében említett alkotóelemeinek együttes megvalósulása [...] lehetővé teszi az ügylet végrehajtója szándékának vélelmezését”.^[55] Ez

[47] Spector-ítélet, 35. bek.

[48] Spector-ítélet, 31. bek.

[49] Spector-ítélet, 32. bek.

[50] Spector-ítélet, 32. bek.

[51] Spector-ítélet, 32. bek.

[52] Spector-ítélet, 33. bek.

[53] 2001/0118[COD].

[54] Spector-ítélet, 34. bek.

[55] Spector-ítélet, 38. bek.

pedig nem kizárólag a szándéknak szükségképpen részét képező ismeret vélelmezése, hanem annak is, hogy „az információ [...] beépült döntéshozatalának folyamatába”.^[56]

A szubjektív elemek vélelmezése a Bíróság szerint egyrészt „a bennfentes kereskedelem különös jellegével magyarázható”. Ebben a körben az ítélet kiemeli, hogy „a 2. cikk (1) bekezdésének a)-c) pontjában említett elsődleges bennfenteseket a bennfentes információval érintett pénzügyi eszközök kibocsátójához fűző bizalmi kapcsolat az előbbiek részéről e vonatkozásban különös felelősséget feltételez.” Ehhez hasonlóan azt is, hogy egy „piaci ügylet végrehajtása [...] szükségszerűen döntések olyan összetett összefüggésbe illeszkedő láncolatának eredménye, amely főszabály szerint lehetővé teszi annak kizárását, hogy annak végrehajtója anélkül cselekedett volna, hogy cselekményeinek tudatában lett volna”.^[57]

Másrészt a szubjektív elemek vélelmezése az EU Bíróság szerint a MAD „céljával magyarázható, amely a közösségi pénzügyi piacok integritásának biztosítása és az e piacok iránti befektetői bizalom erősítése”. A „közösségi jogalkotó a bennfentes kereskedelem megelőzésére és közigazgatási szankcionálására szolgáló mechanizmus mellett döntött, amelynek csökkentené a hatékonyságát, ha az rendszerint valamely szubjektív elem keresésétől függne”. A „piaci ügyletek tilalmának hatékony végrehajtása tehát olyan egyszerű szerkezeten alapul, amelyben a szubjektív védekezési jogalapok nem csupán a szankcionálás, hanem az említett tilalom megsértésének hatékony megelőzése érdekében is korlátozottak”.^[58]

e) A vélelmek korlátai: az alapjogi garanciák

Az EU Bíróság szerint a szubjektív elemek vélelmezése „mindazonáltal nem sértheti az alapvető jogokat”, így különösen a védelemhez való jogot és az Emberi Jogok Európai Egyezményének 6. cikkének (2) bekezdésében kimondott ártatlanság vélelmének elvét.^[59]

Ez még akkor is érvényesül, ha a MAD I közigazgatási intézkedésekre, illetve közigazgatási szankciókra vonatkozik, mivel „a szóban forgó jogsértések jellegére és az általuk adott esetben kiváltott szankció súlyosságának fokára tekintettel e szankciók az egyezmény alkalmazásának szempontjából” az Emberi Jogok Európai Bíróságának (EJEB) az ítéletben is hivatkozott gyakorlata alapján a 6. cikk szempontjából „büntetőjogi szankcióknak minősülhetnek”.^[60] Az ártatlanság vélelméből eredően az EJEB ítélkezési gyakorlata azt követeli meg, hogy „a vélelmeket szorítsák ésszerű keretek közé, amelynek során vegyék figyelem-

[56] Spector-ítélet, 36. bek.

[57] Spector-ítélet, 36. bek.

[58] Spector-ítélet, 37. bek.

[59] Spector-ítélet, 39., 54. bek.

[60] Spector-ítélet, 42. bek.

be a kockázat súlyosságát, és óvják a védelemhez való jogot”.^[61]

Az EU Bíróság szerint szubjektív elemek vélelme vonatkozásában is kulcsfontosságú, hogy „a vélelem megdönthető és biztosított a védelemhez való jog”.^[62]

f) Kivételek a bennfentes kereskedelem fogalma alól

Az EU Bíróság is elismeri, hogy az általa követett értelmezés, a felhasználás és a bennfentes információ ismeretének és kihatásának vélelmezése „azzal a kockázattal jár, hogy az említett tilalom hatályát az említett irányelv által követett célok eléréséhez megfelelő és szükséges mértéken túlra kiterjeszti”.^[63]

A Bíróság szerint az irányelv célja, hogy biztosítsa „a pénzügyi piacok integritásának védelmét és erősítse a befektetők bizalmát”.^[64] Ez a „bizalom különösen azon a tényen nyugszik, hogy a befektetők egyenlő bánásmódban részesülnek”,^[65] mégpedig „az információkhoz való hozzáférés tekintetében”.^[66] Így „elkerülve azt, hogy egyikőjük, aki bennfentes információval rendelkezik [...] az információt nem ismerő más személyek rovására ebből hasznot húzzon”,^[67] azaz „ügyletek igazolatlan gazdasági előnyhöz juttatják őket a »nem bennfentesek« hátrányára”.^[68]

A Bíróság szerint „azt a kérdést, hogy az említett személy megsértette-e a bennfentes kereskedelem tilalmát, az említett irányelv céljára tekintettel kell vizsgálni”,^[69] csak „a fenti céllal ellentétes felhasználás minősül tiltott bennfentes kereskedelemnek”.^[70] Így „a bennfentes kereskedelem tilalma akkor alkalmazható”, ha az „elsődleges bennfentes az említett információ által neki juttatott előnyt az említett információval összhangban lévő piaci ügylet végrehajtása során jogtalanul használja fel”.^[71]

Ezek kapcsán az EU Bíróság ítéletében is megjelenik azonban az a megközelítés, hogy ilyen esetekben nemcsak a bennfentes kereskedelem fogalma (tilalma) kizárt, hanem már a felhasználás fogalma is. Így az ítélet utal arra, hogy a felhasználás fogalmát „az említett irányelv céljára tekintettel kell meghatározni”.^[72]

A Bíróság is bemutatja, hogy a MAD I preambuluma több példát ad olyan helyzetekre, amelyekben az a körülmény, hogy valamely bennfentes informáci-

[61] Hivatkozással az EJEB, 1988. október 7-i Salabiaku kontra Franciaország ítéletet, A. sorozat, 141-A. szám, 28. §, és az 1992. szeptember 25-i Pham Hoang kontra Franciaország ítéletet, A. sorozat, 243. szám, 33. §.

[62] Spector-ítélet, 44. bek. Ezen aspektusok részletes elemzésére lásd: Arden 2010, 342-346.

[63] Spector-ítélet, 46. bek.

[64] Spector-ítélet, 49. és 52. bek. Vö. MAD címe, valamint Preambulum (2) és (12) bek.

[65] Spector-ítélet, 47. bek.

[66] Spector-ítélet, 49. bek.

[67] Spector-ítélet, 48. bek.

[68] Spector-ítélet, 49. bek.

[69] Spector-ítélet, 62. bek.

[70] Spector-ítélet, 61. bek., hasonlóan 46. bek.

[71] Spector-ítélet, 53. bek.

[72] Spector-ítélet, 61. bek.

óval rendelkező elsődleges bennfentes piaci ügyleteket hajt végre, „önmagában nem minősül [...] bennfentes információ felhasználásának”,^[73] illetve ha annak is minősül, „önmagában nem minősül bennfentes kereskedelemnek”.^[74]

Az előbbi körbe tartozik

- a pénzügyi eszközök vételével vagy eladásával kapcsolatos jogszerű üzleti tevékenység tőzsdei kereskedők (szerződő félként tevékenységre jogosult testületek) részről,^[75]
- megbízás szabályszerű teljesítése erre felhatalmazott személyek által,^[76]
- a vétel vagy eladás végrehajtása más személy erre vonatkozó döntése alapján,^[77] míg az utóbbiba
- „bennfentes információ [...] nyilvános vételi ajánlattal összefüggésben történő felhasználása az adott társaság feletti ellenőrzés megszerzése vagy az adott társasággal történő egyesülés indítványozása céljából”.^[78]

g) Viszony a nemzeti joghoz

Az EU Bíróság szükségtelennek ítélte az arra vonatkozó tagállami bírósági kérdés megválaszolását, hogy az instrumentum a nemzeti jogok teljes vagy minimális harmonizációjára törekszik-e. Az EU Bíróság értelmezése szerint ugyanis a tagállami bírósági kérdése egy olyan szituációra vonatkozott (a felhasználás vélelmének tilalma), amelynek megvalósulását a bennfentes kereskedelem fogalmára vonatkozó (második és harmadik) kérdésekre adott válasz kizárja (hiszen annak alapján a MAD I éppenséggel felhasználás vélelmét^[79] mondja ki).^[80] Az ítélet azonban mellékesen utalt arra is, hogy objektivizált szabályozási konstrukcióval a jogalkotó célja „a tagállami jogszabályok egységes harmonizálásának elérése” volt.^[81]

h) Részösszegzés

A bennfentes kereskedelemmel kapcsolatos különféle elemek bizonyításának szükségességét (vélelmzését) a Spector-ítélet alapján a következő saját szerkesztésű táblázat szemlélteti:

[73] Spector-ítélet, 56. bek.

[74] Spector-ítélet, 59. bek.

[75] Spector-ítélet, 57. bek. [vö. MAD I (18) preambulumbekkezdés].

[76] Spector-ítélet, 58. bek. [vö. MAD I (18) preambulumbekkezdés].

[77] Spector-ítélet, 60. bek. [vö. MAD I (30) preambulumbekkezdés].

[78] Spector-ítélet, 60. bek. [vö. MAD I (29) preambulumbekkezdés].

[79] Vö. III.3.a. cím.

[80] Spector-ítélet, 64. bek.

[81] Spector-ítélet, 35. bek.

	Bizonyítandó elem	Vélelmezett elem	Nem szükséges elem	Kizáró ok
<i>objektív oldal</i>	elsődleges bennfentes	felhasználás		tőzsdei kereskedők stb. jogszerű üzleti tevékenysége
	értékpapír ügylet			a vétel vagy eladás végrehajtása
	bennfentes információ			nyilvános vételi ajánlattal összefüggésben történő felhasználás
<i>szubjektív oldal</i>		az információ ismerete		
		az információ mint a döntés motívuma		
			bennfentes jelleg ismerete	
			csalárdság, előnyszerzés	

1. táblázat: A bennfentes kereskedelemmel kapcsolatos különféle elemek bizonyításának szükségessége a Spector-ítélet alapján (Forrás: a szerző saját szerkesztése)

IV. A SPECTOR-ÜGY ÉRTÉKELÉSE

1. A szakirodalomban

A Spector-ítéletet a szakirodalom a bennfentes kereskedelemmel kapcsolatos európai uniós szabályozás jelentős mérföldkövének tartja. A Bíróság érvelését illetően azonban komoly módszertani kritikák is megfogalmazódtak, ahogy a bennfentes kereskedelem abból következő jogi konstrukciója kapcsán is jeleztek dogmatikai inkonzisztenciákat.

a) A felhasználás fogalma

Böse találó értékelése szerint a felhasználás fogalmának meghatározásával az ítélet jórészt adós maradt. A szubjektív elemek szükségességének kiterjedt elemzése ugyanis elvonta a figyelmet attól, hogy önmagában mit is jelent a fel-

használás fogalma. Ezt nem pótolja a felhasználás vélelmezésének kimondása sem, mivel a fogalom meghatározásának hiányában nem tudjuk, hogy mit kell vélelmezni.^[82]

b) A felhasználás véelme

A talán legerőteljesebb – többek által is felhozott, elsődlegesen módszertani jellegű – kritika a felhasználás véelmével^[83] kapcsolatos. A MAD I ugyanis egy másik jogellenes cselekmény, a piaci manipuláció kapcsán kifejezetten szabályoz véelmet.^[84] Akkor viszont a jogalkotó (*argumetnum a contrario*) nyilvánvalóan nem kívánt a bennfentes kereskedelem kapcsán véelmet alkotni.^[85]

A felhasználás véelme kapcsán Blachnio-Parzych arra is utal, hogy amennyiben a jogalkotó valóban olyan szabályozást akart volna, ami az ítéletben megjelent, akkor egyszerűen kihagyta volna a felhasználás elemét.^[86]

Ez utóbbi kritika azonban nem megalapozott, mivel a Blachnio-Parzych által feltételezett és az ítéletben megjelenő szabályozási konstrukció nem azonos. A felhasználás véelmezése esetén az azzal kapcsolatban sikeres ellenbizonyítás kizárja a felelősséget. Ezzel szemben a felhasználás elemének teljes mellőzése esetén a felelősség akkor is megállapítható lenne, ha a bennfentes információ döntésre való kihatása teljesen kizárt lett volna. A felhasználás véelmezése tehát nem azonos a felhasználás elemének teljes mellőzésével.

Az igazi kérdés tehát az, hogy a felhasználás véelmezésének kimondásával az EU Bíróság az értelmezés keretein belül maradt-e, vagy – aktivista módon^[87] – lényegben jogot alkotott.

c) Az objektivizálás és a szubjektív elemek véelmezése

A bennfentes kereskedelem Spector-ítéletben alapul vett fogalma a szubjektív elemek véelmezésén alapul. Ezzel azonban az EU Bíróság azt ismerte el, hogy a jogalkotó célja a MAD I megalkotásakor nem a szubjektív elemek eltörlése, hanem „csak” szintjük csökkentése volt.^[88]

A szakirodalom értékelése szerint az irányelv elsődleges bennfentes esetén a bennfentes információ ismeretét is véelmezi. Ennek kritikájaként azonban

[82] Böse, 2011, 194-195.

[83] Ez a kérdés az amerikai szabályozás kapcsán már korábban megjelent, ahogy a bennfentes kereskedelem sok más problematikája is. Vö. Langenbucher, 2013, 447.

[84] MAD I 1. cikk 2. bek. a) pont: „kivéve, ha az a személy, aki az ügyletet megkötötte, illetve a vételi vagy eladási megbízást adta, bizonyítja, hogy szóban forgó eljárása során jogos indokok vezérelték, és hogy az érintett ügylet vagy megbízás megfelel az érintett szabályozott piac elfogadott piaci gyakorlatának”.

[85] Böse, 2011, 198.; Blachnio-Parzych, 2013, 139.

[86] Blachnio-Parzych, 2013, 136.

[87] Klöhn, 2010, 355.

[88] Böse, 2011, 194.

utalnak arra, hogy az ismeretre vonatkozó fogalmi elem mellőzésére éppen azért került sor, mert a felhasználás – már főtanácsnoki vélemény szerint is – ismeretet feltételez.^[89] Ezzel összhangban Blachnio-Parzych arra utal, hogy a történeti értelmezéssel a MAD I olyan interpretációja is összhangban lett volna, amely szerint csak az információnak az elsődleges bennfentes döntésére való kihatását kell vélelmezni,^[90] míg magát az ismeretet nem.

A szakirodalomban van olyan álláspont is, hogy elsődleges bennfentes esetén a MAD I nemcsak a bennfentes információ ismeretét, hanem az információ bennfentes jellegének ismeretét is vélelmezi.^[91] Ennek elfogadása esetben az eljárás alá vont elsődleges bennfentes akkor is mentesül a felelősség alól, ha bizonyítja, hogy az általa ismert információ bennfentes jellegének nem volt tudatában.

d) A kivételek

A szakirodalom szerint az EU Bíróság összességében nem a jogbiztonságnak megfelelően határolta körül a bennfentes kereskedelem fogalmát. Ennek körében különösen a „tiszteletlen” előnyökre való utalás képezte a kritika tárgyát.^[92]

Böse azt is megállapítja, hogy a MAD I preambulumának egyes bekezdései – az ítélethez képest – kifejezetten különböztetnek a felhasználás, illetve a bennfentes kereskedelem hiánya között. Így helyesebb lett volna az ítélet olyan megközelítése, amely a kivételeket sokkal erőteljesebben hozta volna összefüggésbe a felhasználás fogalmával.^[93]

e) A másodlagos bennfentesek

Klöhn arra utal, hogy az ítéletből összességében nem világos, hogy a vélelmek mennyiben lesznek alkalmazhatók az ún. másodlagos bennfentesek esetén. Ebben a vonatkozásban ugyanis egyaránt lehetnek érvek a megfelelő alkalmazás, illetve annak elvetése mellett is. Igenlő választ kell adni, ha a vélelmeket döntően a bennfentes információ fogalmára vezetjük vissza. Ezzel szemben tagadót, ha azok fontosabb indokaként az elsődleges bennfentesek fokozott hozzáférési lehetőségeit tekintjük.^[94]

[89] Böse, 2011, 194.

[90] Blachnio-Parzych, 2013, 138.

[91] Langenbucher, 2013, 444-445.

[92] Langenbucher, 2013, 436.; illetve Klöhn, 2010, 356-357.

[93] Böse, 2011, 195., 196.

[94] Klöhn, 2010, 362-363.

2. Saját elemzésem és értékelésem

A Spector-ügy különös nehézségét az jelentette, hogy a tagállami bíróság által feltett kérdésekben a bennfentes kereskedelem fogalmának több aspektusa is összekapcsolódott: nevezetesen a bennfentes információk felhasználása, a bennfentes információk ismerete (ezek kihatása a döntésre) és a bennfentes kereskedelem alóli kivételek. A főtanácsnoki indítvány, az ítélet és szakirodalom megközelítésének eltérései is nagyrészt abból erednek, hogy ki melyik kérdésre helyezte a hangsúlyt, illetve mennyiben ismerte el azok esetleges összefüggéseit.

a) A felhasználás és annak véelme

A Spector-ügy központi kérdésének (ahogy az a főtanácsnoki indítvány érvelésében és a szakirodalomban is megjelent) a felhasználás fogalmának kellett volna lennie. Ehhez képest az EU Bírósága nem ennek tartalmát értelmezte, hanem – módszertanilag is megkérdőjelezhető módon – egyszerűen annak vélelmezését mondta ki elsődleges bennfentesek esetén. Ezzel a bennfentes kereskedelemért való felelősség szempontjából a felhasználás jelentősége jelentős mértékben csökkent, teljesen azonban nem enyészett el. Annak funkciója az ítélet szerint lényegében abban merül ki, hogy az eljárás alá vont személynek – az ezzel kapcsolatos ellenbizonyítás segítségével – lehetővé tegye a bennfentes kereskedelem megállapítása alóli mentesülést.

b) A szubjektív elemek és azok vélelmezése a fogalomban

Az ítélet egyértelműen tisztázza, hogy melyek azok a szubjektív elemek, amelyek fennállása (elsődleges bennfentes esetén) nem szükséges a bennfentes kereskedelem fogalmához. Így az elsődleges bennfentesnek nem kell tudnia a birtokában lévő bennfentes információról (annak bennfentes jellegéről), nem kell az sem, hogy az meghatározó motívuma legyen a piaci ügylet végrehajtására vonatkozó döntésnek, valamint nem szükséges a részéről sem csalárd szándéknak, sem spekulatív célzatnak fennállnia.

Az EU Bíróság azt is kimondta, hogy az elsődleges bennfentes szándéka is egy olyan körülmény, amelyet a bennfentes kereskedelem megállapításához (a felhasználáshoz hasonlóan) megdönthetően vélelmezni kell. Az ítélet viszont csak arra tért ki külön, hogy vélelmezendő a bennfentes információ ismerete, illetve a döntésre gyakorolt kihatása. Az viszont már kérdéses – és a szakirodalomban is vitatott –, hogy az információ bennfentes jellegének tudatát vagy a spekulatív (csalárd) szándékot is vélelmezni kell-e (vagy ezek egyszerűen nem képezik részét a bennfentes kereskedelem fogalmának). Ennek azért van jelentősége, mert első esetben az erre vonatkozó ellenbizonyítás kizárja a bennfentes kereskedelem megvalósulását, míg a második esetben nem.

Összességében az EU Bíróság – a hatékonyságra és az elsődleges bennfentesek (egy részének) fokozott felelősségére támaszkodva – a bennfentes kereske-

delem fogalmát korlátozott mértékben objektivizálta. Az ítélet azonban – a szándék vélelmének megfogalmazásával – lehetővé teszi a bennfentes kereskedelem megállapításának szubjektív alapon való mellőzését (mármint egyes tudati elemek fennállásával kapcsolatos sikeres ellenbizonyítás esetén).

c) A bennfentes kereskedelem fogalma alóli kivételek

Az EU Bíróság is észlelte, hogy a vélelmekre tekintettel a bennfentes kereskedelem hatóköre olyan mértékben kitágult, amit a szabályozás célja nem feltétlenül indokol. Erre figyelemmel komoly hangsúlyt fektetett a bennfentes kereskedelem fogalma alóli kivételekre. Ezzel a bennfentes kereskedelem szabályozása elmozdult egy olyan – a közigazgatási szabályozás körében egyébként is tipikus – megoldás felé, amely az engedélyezettségre tekintettel statuál kivételeket egy amúgy viszonylag tág tilalom alól.

Az EU Bíróság a kivételeket elsősorban a bennfentes kereskedelem szabályozásának céljából vezette le, de ezekkel hozta összefüggésbe a bennfentes kereskedelem elleni irányelv preambulumban nevesített esteket. Összességében azonban nehezen állapítható meg, hogy ezek a kivételes körülmények a felhasználás fogalmát zárják ki, vélelmének megdöntését jelentik, vagy a bennfentes kereskedelem megvalósulásának egyéb akadályát képezik.

d) Viszony a tagállami jogokhoz

Az EU Bíróság – talán az előzetes döntéshozatali eljárás jellegéből is eredően – igen kevés figyelmet fordított arra is, hogy a bennfentes kereskedelemmel kapcsolatos vélelmek egy irányelvben helyezkednek el, amelynek célja a nemzeti rendelkezések harmonizálása.

Az EU Bíróság még az arra vonatkozó kifejezett tagállami bírósági kérdés megválaszolását is szükségtelennek ítélte, hogy az instrumentum a nemzeti jogok teljes vagy minimális harmonizációjára törekszik-e. Az ítélet egyéb érveléséből azonban olyan álláspont következik, hogy – legalábbis a bennfentes kereskedelem fogalma tekintetében – az irányelv által végrehajtott harmonizáció teljes, annál szigorúbb szabályozást a nemzeti jogban nem lehet alkalmazni.

A jogharmonizációs kötelezettség jellege tekintetében azonban a főtanácsnok egyértelműen megkülönböztette a bennfentes kereskedelem fogalmára (és tilalmára), illetve szankcionálására vonatkozó (az irányelvben is elkülönülő) rendelkezéseket. Az ítélet erre az aspektusra sem fordít figyelmet, így nem ad eligazítást abban a kérdésben sem, hogy a tagállamok a közigazgatási felelősség feltételeinek szabályozásánál a bennfentes kereskedelem fogalmához képest további feltételeket megkövetelhetnek-e. Így különösen köthetik-e a bennfentes kereskedelem miatti közigazgatási felelősség megállapítását elsődleges bennfentesek esetén is ahhoz, hogy a hatóság bizonyítsa: az eljárás alá vont személy tisztában volt a bennfentes információval (annak bennfentes jellegével), vagy legalábbis azt, hogy ebben a vonatkozásban gondatlanság terhelte.

V. TOVÁBBHATÁS ÉS ALKALMAZHATÓSÁG A HATÁLYOS EURÓPAI UNIÓS JOGBAN

A MAD I-et a piaci visszaélések európai uniós közigazgatási szabályozása tekintetében felváltotta az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete (a MAR).^[95]

1. A bennfentes kereskedelem fogalma

A MAR alapján bennfentes kereskedelem az, amikor „a bennfentes információkkal rendelkező személy ezeket az információkat felhasználja oly módon, hogy közvetlenül vagy közvetve, saját vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket szerez meg vagy idegenít el.”^[96] Ezen felül „szintén bennfentes kereskedelemnek minősül a bennfentes információ felhasználása az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközre szóló megbízás visszavonása vagy módosítása révén akkor, ha az adott személy a bennfentes információhoz a megbízást követően jutott hozzá”.^[97]

Ezek a rendelkezések „minden olyan személyre alkalmazandó[k], aki az alábbiak bármelyikéből eredően bennfentes információval rendelkezik:

- a kibocsátónak vagy a kibocsátási egységek piaca szereplőjének ügyvezető, döntéshozó vagy felügyeleti szervében betöltött tagság;
- a kibocsátónak vagy a kibocsátási egységek piacának szereplőjének tőkéjében való részesedés;
- az információkhoz munkaviszony, valamely foglalkozás gyakorlása vagy feladatok teljesítése során való hozzáférés; vagy
- bűncselekményekben való részvétel”.^[98]

A rendelkezések „minden olyan személyre is alkalmazandó[k], aki az első albekezdésben említettektől eltérő körülmények között rendelkezik bennfentes információval, amennyiben az említett személy tudja, vagy tudnia kellett volna, hogy bennfentes információról van szó”.^[99]

A bennfentes információ „olyan pontos információ, amelyet nem hoztak nyilvánosságra, és amely közvetlenül vagy közvetve egy vagy több kibocsátóval, illetve egy vagy több pénzügyi eszközzel kapcsolatos, és amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára”.^[100]

A bennfentes kereskedelem fogalma (és tilalma) alóli nevesített kivételeket

[95] HL L 173, 12.6.2014, 1-61.

[96] MAR 8. cikk (1) bek., első mondat.

[97] MAR 8. cikk (1) bek., második mondat.

[98] MAR 8. cikk (4) bek., első albekezdés.

[99] MAR 8. cikk (4) bek., második albekezdés.

[100] MAR 7. cikk (1) bek. a) pont.

(korábbiakhoz képest kibővítve) már a MAR „Jogszerű magatartás” című 9. cikke tartalmazza. Ezek körében a MAR számos olyan körülményt szabályoz, ami alapján ha „személy bennfentes információval rendelkezik vagy rendelkezett, ez a tény önmagában nem jelenti azt, hogy azt az információt fel is használta és így megszerzés vagy elidegenítés révén bennfentes kereskedelem vett részt”. További (és részben ezekkel egybeeső), a bennfentes kereskedelem fogalmát kizáró okokat tartalmaz a MAR preambuluma (30), illetve (31) bekezdése is.

A rendelet szerint „tilos a bennfentes kereskedelem”.^[101] Ezen felül a „tagállamok a nemzeti joggal összhangban hatáskört biztosítanak az illetékes hatóságok számára a megfelelő közigazgatási szankciók és közigazgatási intézkedések meghozatalához” bennfentes kereskedelem tilalma esetén is.^[102]

2. A Spector-ítélet öröksége

Vizsgáljuk meg a Spector-ítélet örökségét a bennfentes kereskedelem hatályos európai uniós szabályozásának – több vonatkozásban is megváltozott – kontextusában.

a) A felhasználás véelme

A MAR preambuluma kifejezetten szerepel, hogy „amennyiben egy bennfentes információval rendelkező jogi vagy természetes személy közvetve vagy közvetlenül az adott információ által érintett pénzügyi eszközöket szerez meg vagy idegenít el, illetve próbál megszerezni vagy elidegeníteni akár saját, akár harmadik fél hasznára, vélelmezni kell róla, hogy az illető felhasználja ezt az információt”.^[103]

A preambulom bekezdés igen erőteljesen támaszkodik a Spector-döntésre, de abban ahhoz képest két különbség is kimutatható. A MAR a vélelmet nem korlátozza az elsődleges bennfentesekre, hanem az a másodlagos bennfentesekre is kiterjed. Ezen felül a MAR a vélelmet már nem bújtatja a jogértelmezés álcájába, azaz abban csak egyszer (vélelmezett körülményként) szerepel a felhasználás kifejezés. Ezzel szemben a Spector-ítélet az ügylekötést kétszer – a felhasználás módjaként és vélelmezésének alapjaként – is szerepelteti.^[104]

b) A szubjektív elemek véelme

A MAR sem tartalmaz szubjektív elemeket a bennfentes kereskedelem fogalmában. A továbbiakban is irányadó tehát a Spector-ítélet azon értelmezése,

[101] MAR 14. cikk a) pont.

[102] MAR 30. cikk (1) bek. a) pont.

[103] MAR Preambulum (24) bek.

[104] Vö. Spector-ítélet, 62. bek.

hogyan a bennfentes kereskedelem fogalmánál elsődleges bennfentesek esetén a) bennfentes információ ismeretét, b) a döntésre vonatkozó kihatását, illetve c) az információ bennfentes jellegének ismeretét vélelmezni kell. A vélelmek következtében a hatályos szabályozásra is igaz, hogy az praktikus alkalmazható, de annak hatóköre veszélyes mértékben kitágulhat.^[105]

c) Kivételek a bennfentes kereskedelem alól

A MAR már kifejezetten tartalmazza azt a Spector-ítéletben kimondott tételt, hogy „azt, hogy egy személy megsértette-e a bennfentes kereskedelem tilalmát, vagy megpróbált-e [valaki] bennfentes kereskedelmet folytatni, e rendelet azon céljára tekintettel kell elemezni, amely a pénzügyi piac integritásának védelmére és a befektetői bizalom növelésére irányul, amely utóbbi pedig azon a bizonyosságon alapul, hogy a befektetők azonos bánásmódban részesülnek és a bennfentes információkkal való visszaélés ellen védelmet élveznek”.^[106]

d) Viszony a tagállami szankcionáláshoz

A bennfentes kereskedelem fogalmával kapcsolatosan a MAR nem jogharmonizációs kötelezettségként, hanem közvetlenül alkalmazandó jogként része a bennfentes kereskedelem európai uniós szabályozásának. Így a bennfentes kereskedelem fogalma tekintetében már nem problematikus, hogy az EU Bírósága a Spector-ítéletben a tagállami joghoz való viszony tekintetében nem adott egyértelmű útmutatást.

A közigazgatási szankciók (és intézkedések) meghatározása azonban bennfentes kereskedelem esetén továbbra is a rendeleti szintű szabályozás ellenére jogalkotási kötelezettségként jelenik meg az EU jogában. Ennek vonatkozásában viszont továbbra sem lehet eldönteni, hogy ezen feltételeinek meghatározása során a tagállamok mennyiben követelhetik meg pl. a bennfentes kereskedelem fogalmában nem szereplő (a fentiek szerint vélelmezendő) szubjektív elemek bizonyítását. Elképzelhető, hogy erre a kérdésre majd egy másik előzetes döntéshozatali eljárásban az EU Bírósága ad választ.

3. Összegző táblázat

A Spector-ítélet hidat képez a bennfentes kereskedelem korábbi és hatályos európai uniós szabályozása között. Annak jogtételi számos vonatkozásban (sok esetben módosult formában) megjelentek a MAR rendelkezései között, illetve továbbra is segítséget nyújtanak a bennfentes kereskedelem hatályos szabályozásának értelmezéséhez. Ennek részleteit a következő saját szerkesztésű táblázat szemlélteti:

[105] Anderson, 2018, 123-124.

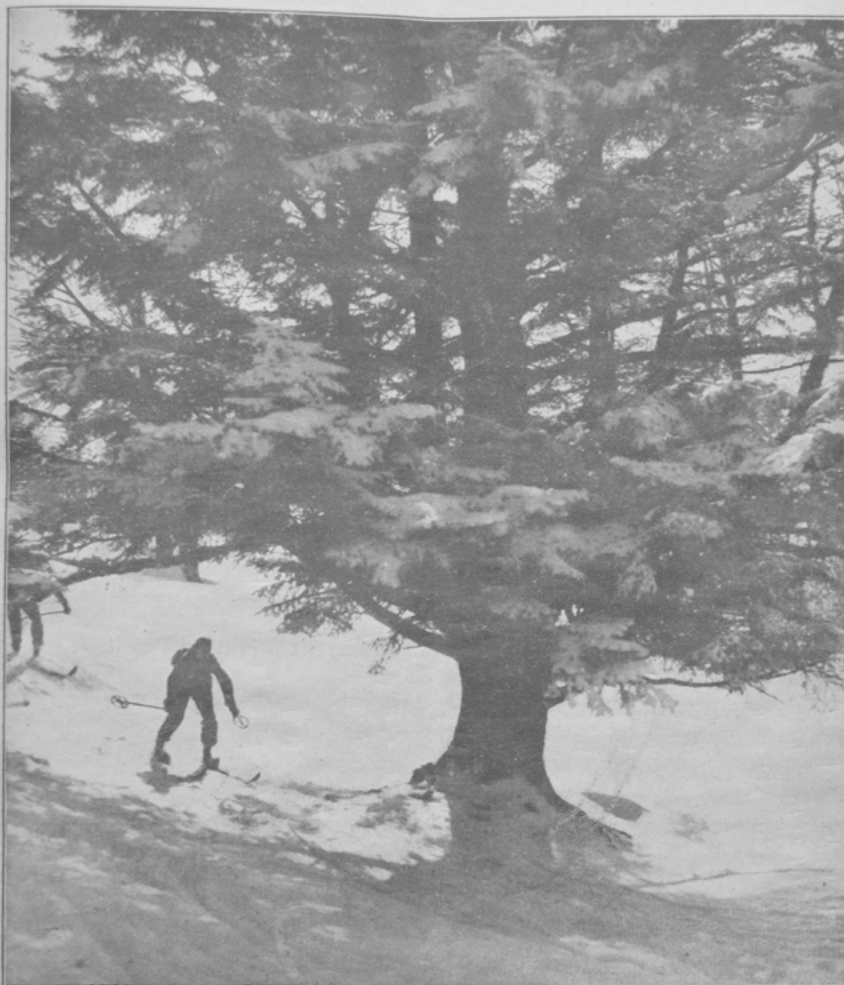
[106] MAR Preambulum (24) bek.

	MAD I	Spector-ítélet	MAR
felhasználás vélelme	-	(54)	Preambulum (24)
szándékosság véelme		(38)	[Spector-ítélet (38) alkalmazható]
kivételek bennfentes kereskedelem alól a szabályozás célja alapján	-	(61)	Preambulum (24)
tételes kivételek a bennfentes kereskedelem fogalma alól	2. cikk (3) bek., Preambulum (18) és (29) (30)	(56)-(60)	9. cikk Preambulum (30) első mondat Preambulum (31) negyedik mondat

2. táblázat: A MAD I, a Spector-ítélet és a MAR összehasonlítása (Forrás: a szerző saját szerkesztése)

IRODALOM

- Anderson, John P. (2018): *Insider Trading. Law, Ethics and Reform*. CUP, New York.
- Arden, Mary (2010): Spector Photo Group and its wider implications. In: *European Company and Financial Law Review*. 2010/2. 342-346.
- Blachnio-Parzych, Anna (2013): The Use of Inside Information. Eucrim. In: *The European Criminal Law Associations' Forum*. 2013/4. 136-140.
- Böse, Martin (2011): Case C-45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assuranciewezen (CBFA), Judgment of the European Court of Justice (Third Chamber) of 23 December 2009. In: *Common Market Law Review*. 2011. 196-201.
- Kaszás Ágnes Roxán (2008): Elvi elszántság, gyakorlati tehetetlenség: a bennfentes kereskedelem elleni küzdelem első másfél évtizede. In: *Magyar Jog*. 2008/2. 96-103.
- Kis Norbert – Nagy Marianna (2007): *Európai közigazgatási büntetőjog*. HVG-ORAC, Budapest.
- Klöhn, Lars (2010): The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group. In: *European Company and Financial Law Review*. Vol.7 (2010) N 2. 347-366.
- Langenbucher, Katja (2013): Insider trading in European law. In: Bainbridge, Stephen et. al. (eds.): *Research Handbook on Insider Trading*. Elgar, Cheltenham. 429-449.
- Mnb.hu: MAD/MAR. (Elérhető: <https://www.mnb.hu/felugyelet/szabalyozas/mad-mar>. Letöltés ideje: 2019. 08. 15.).
- Nagy Marianna (2018): Dogmatikai alibi megoldások - a közigazgatási szankciós törvényről. In: *Jogtudományi Közlöny*. 2018/5. 252-259.



Az első hó a domboldalon

Szerkesztőség és kiadóhivatal:
Budapest, VI., Andrássy-út 16.
Telefon: Aut. 266—83, 245—09

Negyedévre 6.40 pengő
Félévre 12.50 pengő
Egyes szám ára 50 fillér