

JOGI FÓRUM PUBLIKÁCIÓ

**A bennfentes kereskedelem értékpapírjogi megközelítése
az uniós és a hazai szabályozásban**

Szerző:

Dr. Fodor Péter

2014. április

Bevezetés

Wall Street, pénz, csillogás, hatalom. Azt gondolom, nincs olyan befektetési bróker, vagy pénzügyi szférában dolgozó egyéb szakember, akinek ne csengenek ismeretlenül e szavak. Csakhogy más kifejezések is ismerősek lehetnek, ill. kell, hogy legyenek: pl. a részvény shortolása, a spekuláció, a tisztességtelen befolyásolás, valamint a bennfentes kereskedelem, az alapos gyanú, az előzetes letartóztatás, a vádemelés, az ítélet, és - amennyiben a feltételei fennállnak - a vagyoneklobzás.

A téma Hollywood - ot is megihlette. Melyik bróker ne emlékezne Oliver Stone rendezésében készült *Tőzsdecápák* című filmre, Michael Douglas (Gordon Gekko) és Charlie Sheen (Bud Fox) főszereplésével? A film a bennfentes kereskedelemnek „állít emléket”, jól példázva, hogy hova vezethet, ha valaki felrúgva a tőzsdei kereskedés szabályait, belső információk segítségével próbál nagyon komoly - pénzügyi - előnyhöz jutni a többi bróker, ill. a pénzpiac rovására. Mert bizony a valóság az, - a film egyik legendás mondatát némileg átírva - hogy: *A kék virág nem mindig szereti az Anacott Steel - t!*

A sors iróniája, hogy az élet, illetve az elkövetők tanulnak a filmekből. Olyannyira, hogy a magyar rendőrség 2010 - ben egy cseh indíttatású bróker cég, a - kis hazánkban 2006 - óta működő - Capital Partner's budapesti irodáját számolta fel egy sikeres rendőrségi akció eredményeként. A bróker cég alkalmazottjai telefonhívásokkal környékezték meg a potenciális ügyfeleket, majd vették rá őket különböző fiktív befektetésekre, így ezzel a csalássorozattal mintegy milliárdos nagyságrendű károkat okoztak. Az elkövetők azonban nem maguktól voltak ekkora „pénzügyi mágusok”. A bűncselekmény alapötletét - egy másik tőzsdés - brókeres filmből - a *Brókerarcok* - ból vették, olyannyira, hogy a film egyes szövegrészeit az elkövetőknek szóról - szóra meg kellett tanulniuk, majd ezt a „tudást” a valóságban - a telefonos ügyletkötéseken keresztül - alkalmazniuk kellett.

Napjainkban bennfentes kereskedelem az értékpapírokkal való kereskedés - sajnálatos - hozama. Hogy miért? Mert nem lehet igazán nagy részvény - nyereségre szert tenni anélkül, hogy a nyomozóhatóságok, ill. tőzsdefelügyelet fantáziája be ne indulna. Egy bróker életében egy sikeres részvény - short, még lehet véletlen, talán kettő is, de három már bennfentes kereskedelem gyanúját veti föl, még akkor is, ha az illető brókerünk esetleg - idővel és némi gazdasági büntetőjogászai segítséggel - bizonyítani tudja, hogy csak a kezdők szerencséjének az „áldozata” vagy egyszerűen csak szerencsés volt az ügyletkötése. Mert a büntetőjogi gyakorlatban nem az ártatlanság vélelme érvényesül, hanem egyfajta „rejtett bűnösségi vélelem”, ami szerint a terheltnek kell a saját ártatlanságát bizonyítania. A lényeg az, hogy ha adott esetben brókerünknek az égvilágon semmi köze a bennfentes kereskedelemhez, de még csak bennfentes személynek sem minősül, mindaddig, amíg ezt a nyomozóhatóságok előtt nem bizonyítja, addig bűnözőként kezelik, és az ártatlansága bizonyításáig idő telik el, méghozzá elég sok idő.

Ahhoz, hogy e fenti események ne történjenek meg, illetve, ha már megtörténtek, akkor hogyan lehetne sikeresen megoldani egy bennfentes kereskedelem gyanújával indult büntetőeljárást, szükség lehet egy olyan ismeretanyagra, ami a bennfentes kereskedelemnek nemcsak a büntetőjogi, hanem az értékpapírjogi főbb szabályait - a jelenlegi bírói gyakorlatot is érintve - is magába foglalja.

Nem céлом a jogintézmény büntetőjogi szempontú elemzése, bár kétségtelen, hogy a téma indokol egy kis büntetőjogi kitekintést is. Jelen dolgozat keretei közt elsősorban az értékpapírjogi vonatkozásaiban kísérlem meg bemutatni a bennfentes kereskedelmet, miközben érinteném a büntetőjogi háttérrel is. Olyan kérdésekre próbálok választ találni, hogy pl. miért van, ill. miért létezhet bennfentes kereskedelem a tőkepiac világában, mik lehetnek e jogintézmény a tőkepiaci hatásai, és - természetesen arról, hogy - hogyan lehet a bennfentes kereskedelmet elkövetni, ill. hogyan lehet(ne) elkerülni a bennfentes kereskedelem vádját, valamint milyen szervekkel, hatóságokkal kerülünk kapcsolatba nyomozás, illetve vádemelés esetén. E bemutatás során a hazai és az uniós normákra, ill. joggyakorlatra kívánok támaszkodni.

Bízom abban, hogy jelen dolgozattal sikerül keretbe foglalnom azt az ismeretanyagot, ami segíthet eligazodni a bennfentes kereskedelem - elsősorban értékpapírjogi megközelítésű - szabályanyagának útvesztőiben.

„Senki sem tekinthető bűnösnek mindaddig, amíg a bűnösségét a bíróság jogerős határozatában nem állapította meg.”

(a Büntetőeljárásról szóló 1998. évi XIX. törvény 7. §.)

I. FEJEZET: A BENNFENTES KERESKEDELEM EURÓPAI ÚNIÓS SZABÁLYAI

„Törvényt hozni és azt végre nem hajtani annyi, mint engedélyezni azt, amit meg akartunk tiltani.”

(Richelieu)

1. 1989 - től napjainkig

1.1 A 89/592 EGK irányelv

Az Európai Unióban már a 89 - ben felmerült a bennfentes kereskedelem szabályozásának a gondolata. E szabályokra a belső piac megteremtésének és működésének céljából volt szükség. A piac hatékony megteremtéséhez elengedhetetlenek az olyan intézkedések, amelyek nem ássák alá a befektetői bizalmat. A befektetőket szükséges volt biztosítani arról, hogy egyenlő bánásmódban részesülnek a tőkepiacon és így a meglévő piaci szabályok védelmet nyújtanak a bennfentes információkkal történő visszaélésekkel szemben.

Tomori Erika is kifejti, hogy *„a tőkepiaci folyamatok átláthatósága, a befektetők esélyegyenlősége a kereskedés során, és így a tőkepiac működésébe vetett bizalom megteremtése, illetőleg megőrzése már a nyolcvanas években felvetette a bennfentes kereskedelem tilalmára vonatkozó elvárásokat.”*¹

Hasonló állásponton van Vajda István is, aki szerint *az Európai Unió már az 1989 - ben kiadott irányelveivel megfogalmazta, hogy a bennfentes kereskedelem aláassa a befektetők esélyegyenlőségét, a piacba vetett bizalmát, és veszélyes a tagországok gazdaságára, valamint a részvénytőzsdéik megfelelő működésére.*²

¹ Dr. Tomori Erika: Értékpapírjog és a Tőkepiac szabályozása, Közép-európai Brókerképző Alapítvány, 2012, 363. o.

² Vajda István: Bennfentes kereskedelem, Közgazdasági Szemle, I. évf. 2003. márc. 235. o.

Tekintettel arra, hogy a bennfentes kereskedelem egyes befektetőket a többiekhez képest előnyhöz juttat, aláaknázza a piacba vetett bizalmat, így ez a magatartás károsan hathat a piac zavartalan működésére, ezért az Európai Közösségek Tanácsa 1989. november 13. napján elfogadta a 89/592 EGK Irányelvet.

A szabályozásra azért volt szükség, mert a tagállamokban nem voltak a bennfentes kereskedelmet szabályozó, illetve tiltó szabályok, valamint a tagállamok szabályai jelentősen különböztek is egymástól, ennél fogva szükség is volt a bennfentes kereskedelemmel összefüggésben tagállami szintű jogharmonizációra.

Fontos kiemelni, hogy az irányelv a bennfentes információval történő rendelkezést önmagában nem minősíti bennfentes kereskedelemnek, annak ellenére, hogy kimondja, hogy a bennfentes kereskedelem gyakorlatilag nem más, mint a bennfentes információból történő előnyszerzés. Az irányelv egyfajta negatív követelményként fogalmazta meg, hogy pusztán az a tény, hogy a piac bizonyos szereplői rendelkeznek bennfentes információval és ennek kapcsán értékpapírokkal kereskednek, még önmagában nem minősíthető bennfentes információ felhasználásának.

Az irányelv értelmében három konjunktív feltétel fennállása szükséges ahhoz, hogy megvalósuljon a bennfentes információ, ami nem más, mint *olyan információ, ami az átruházható értékpapír kibocsátójával vagy egyenesen az átruházható értékpapírral van kapcsolatban, és nem hozták nyilvánosságra valamilyen pontosan meghatározott módon, valamint a nyilvánosságra hozatala jelentős hatás gyakorolna az értékpapírok árára.*

A bennfentes információval összefüggésben az irányelv megadja az átruházható értékpapír fogalmát is, melynek körébe tartoznak a következők:

- a) *részvények és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, valamint ezekkel egyenértékű papírok*
- b) *olyan jegyzési, vételi vagy eladási jogok,*
- c) *határidős ügyletek, opciók és tőzsdei határidős ügyletek,*

d) *index - ügyletek, amik a részvényekre vagy hitelviszonyt megtestesítő papírokra vonatkoznak és a forgalmazásuk engedélyezett olyan piacon, amit a hatóságok felügyelnek, valamint rendszeresen működnek és a nyilvánosság számára hozzáférhetők.*³

Az irányelv a bennfentes kereskedelemre vezető magatartások megelőzését a bennfentes információval összefüggésben mondja ki azáltal, hogy gyakorlatilag meghatározza a bennfentes személy fogalmát:

a) *aki a kibocsátóban történő tagsága, ill. a tőkéjében való részesedése folytán, vagy azért,*

b) *mert a foglalkozása, vagy beosztása folytán hozzáfér bennfentes információkhoz, és ezen információkra tekintettel előnyre teygen szert azáltal, hogy a kibocsátó értékpapírjaival kereskedjen, eltiltja a kereskedéstől.*⁴

Ugyanakkor nemcsak maga a kereskedés tiltott, hanem az is, hogy a bennfentes információval rendelkező személyek a *bennfentes információt felfedjék, vagy javaslatot teygenek egy harmadik személynek a kereskedésre.*⁵

Garanciális szabályként fogalmazza meg az irányelv, hogy a tagállamok elfogadhatnak e szabályoktól szigorúbb, illetve további rendelkezéseket is, amennyiben ezeket a rendelkezéseket általánosan alkalmazzák, valamint ki kell jelölniük azokat a közigazgatási hatóságokat, amik a hatáskörüknel fogva e rendelkezések betartatásáért felelősek.

E korai, több mint két évtizede megalkotott uniós szabály is - hasonlóan a hazai szabályozáshoz - a befektetők esélyegyenlősége, a piaci folyamatok átláthatósága, és befektetői bizalom mellett érvel, mert ha ez nem történik meg, ha ezeket a magatartásokat nem szabályozzuk, akkor ez rendkívül veszélyes lehet a tagállamok gazdaságára, valamint részvénytőzsdéik működésére.

³ A bennfentes kereskedelemről szóló szabályok összehangolásáról szóló 89/592 EGK Irányelv (a továbbiakban: 89/592 EGK Irányelv) 1. cikk.

⁴ 89/592 EGK irányelv 2. cikk

⁵ 89/592 EGK Irányelv 3. cikk

1.2. A 2003/6 EK irányelv

A pénzügyi piacokon és a közösségi jogszabályokban bekövetkezett időközbeni változások szükségessé tették, hogy egy új, korszerűbb közösségi szabályanyag váltsa fel a 89/592 EKG irányelvet. A szabályozás alapgondolata, célja továbbra is ugyanaz maradt: a részvény piac megfelelő és teljes átláthatósága. A bennfentes kereskedelem teljes mértékben akadályozza ennek megvalósulását, így a piaci szereplőket is akadályozza a kereskedésben.

A bennfentes kereskedelem korszerűbb, megfelelőbb rendezésére az Európai Parlament és a Tanács 2003. január 28. napján elfogadta a 2003/6 EK Irányelvet.

Az új szabályozásban a bennfentes információ fogalma átdolgozásra került, valamint a 89/592 EKG irányelvhez képest új fogalmakkal is bővült a bennfentes kereskedelem fogalomtára: bevezetésre került a piaci manipuláció és a pénzügyi eszköz fogalma.

A bennfentes információ tartalma

Bennfentes információ, az *olyan pontos információ, amelyet nem hoznak nyilvánosságra, és amely egy vagy több pénzügyi eszközzel, vagy a kibocsátóival kapcsolatos, és a nyilvánosságra hozatala jelentős befolyást gyakorolna a pénzügyi eszközök árára.*

Láthatjuk, hogy a korábbi fogalom - meghatározásból kivették az *átruházható értékpapírt* és helyette bevezették a *pénzügyi eszköz* meghatározást. Álláspontom szerint erre a piaci viszonyok fejlődése okán volt szükség, mert a pénzügyi eszköz szükségképpen tágabb kategóriát foglal magába, mint az átruházható értékpapír. Valamint hangsúlyt kap az információ pontossága is.

Pontos az olyan információ, ami konkrét adatokat tartalmaz egy pénzügyi eszköz vonatkozásában, és amiből releváns következtetéseket lehet levonni az adott pénzügyi eszköz árfolyamára nézve.

A megbízásos bennfentes információ

Ez a meghatározás a korábbi irányelvhez képest újat hoz: A pénzügyi eszközzel kapcsolatos megbízások teljesítésével megbízott személyek vonatkozásában pedig a bennfentes információ nem más, mint *az ügyfél által átadott, és a megbízáshoz kapcsolódó pontos információ,*

*amely a pénzügyi eszközzel vagy a kibocsátójával kapcsolatos, és amelynek nyilvánosságra hozatala jelentős hatást gyakorolna a pénzügyi eszközök áraira.*⁶

Itt a bennfentes információt az ügyfél, vagyis a befektető biztosítja a bróker számára, ami megnyilvánulhat szóbeli, írásbeli közlés, utasítás vagy egyéb rábírászerű magatartás formájában.

Az irányelv a bennfentes kereskedelemről különválasztja a *piaci manipulációt*.

Piaci manipuláció

az az ügylet, vagy vételi, illetve eladási megbízás, amely

a) hamis vagy félrevezethető jelzéseket ad, illetve adhat a pénzügyi eszközök ára, kereslete, kínálata tekintetében, illetve

b) személyek cselekményének eredményeképp a szokásostól eltérő, mesterséges szinten rögzíti a pénzügyi eszközök árát, illetve

c) olyan ügylet, amelyben a piaci szereplők fiktív eszközökhöz, megtévesztéshez folyamodnak, valamint

*d) olyan hamis, félrevezető információk terjesztése, amelyek hamis, félrevezető voltáról a terjesztő tud, vagy tudnia kellene.*⁷

Az a) ponttal összefüggésben, *hamis vagy félrevezető jelzéseknek* minősülhetnek az olyan személyek magatartásai, amely a pénzügyi eszköz kereslete, kínálata vonatkozásában erőfölény biztosítására, illetve létrehozására irányul és közvetlenül vagy közvetve vételi vagy eladási árak rögzítését vagy más tisztességtelen kereskedési feltételek kialakítását eredményezi.

A b) és c) pontok vonatkozásában álláspontom szerint példaként szolgálhat minden olyan magatartás, ahol a brókerek a piac zárása előtt néhány perccel vesznek vagy adnak el, így ennek a célzottan befolyásoló magatartásnak az a hatása, hogy a zárófolyamok alapján vezesse félre a befektetőket.

⁶ A bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló 2003/6 EK irányelv (a továbbiakban: 2003/6 EK Irányelv) 1. cikk 1. pont

⁷ 2003/6 EK Irányelv 1. cikk 2. pont

Azt gondolom, hogy a d) pontra az internet jelentheti a legjobb példát, tekintettel arra, hogy az internetes rendszeres hozzáférés kihasználása valamely pénzügyi eszközre, lehetőséget biztosíthat arra, hogy bennfentes személy a pénzügyi eszközre vonatkozó - hozzáférési lehetősége révén - tudottan hamis vélemény kinyilvánításával befolyásolni tudja a befektetési döntéseket és ez által tesz szert igen nagy haszonra.

Az irányelv kivételi kört is megállapít a piaci manipulációval összefüggésben.

Nem valósul meg a piaci manipuláció, ha az alábbi konjunktív feltételek teljesülnek:

1. az a személy, aki az ügyletet megkötötte, illetve vételi, eladási megbízást adta
2. bizonyítja, hogy az eljárás során jogos indokok vezérelték
3. és az érintett ügylet megfelel az érintett szabályozott piac piaci gyakorlatának

Az irányelv meghatározza a pénzügyi eszköz fogalmát, mint az elkövetés tárgyát:

a) bizonyos átruházható értékpapírok

b) részesedés kollektív befektetési vállalkozásban

c) pénzügyi eszközök

d) határidős ügyletek, illetve határidős kamatláb - megállapodások, ezekhez kapcsolódó bármely vételi, illetve eladási opció

e) árualapú származtatott eszközök, illetve azon eszközök, amelyek forgalmazását valamelyik tagállami szabályozott piacon engedélyezték, vagy ilyen kérelmet nyújtottak be.⁸

Az irányelv konkrétan nem mondja meg, hogy kik a *bennfentes személyek*, de közvetve meghatározza azt az alanyi kört, akik a bennfentes információ birtokába

a) a kibocsátó testületében való tagsága, illetve tőkéjében való részesedése folytán kerülnek,

b) vagy, mert a beosztása, feladatai folytán hozzáférnek ilyen információkhoz,

c) vagy, mert bűncselekményt követettek el.⁹

⁸ 2003/6 EK Irányelv 1. cikk 3. pont

Az irányelv a továbbiakban tilalmazza még a bennfentes információ kiszolgáltatását bármely más személynek, kivéve, ha ezt az információt a beosztása, foglalkozása keretében szolgáltatja, valamint a bennfentes információ alapján történő tanácsadást, illetve egy másik személy rábírását arra, hogy bennfentes információval érintett pénzügyi eszközöket vegyen vagy adjon el.

A kibocsátók kötelezettségévé teszi az irányelv érintettek tájékoztatását a bennfentes információkról. Ezeknek a nyilvánosságra hozatalát a kibocsátó azonban - jogos érdekből - késleltetheti, feltéve, hogy késleltetés nem félrevezető és a kibocsátó biztosítja az információ bizalmas voltát.¹⁰

Az irányelv továbbá előírja a kibocsátóknak a nyilvántartás vezetését olyan személyekről, akik a munkaszerződésük, vagy más jogviszony alapján bennfentes információkhoz férnek hozzá. Ugyancsak kötelező előírás, hogy minden olyan személy, akik foglalkozásszerűen köt ügyleteket pénzügyi eszközökre, a bennfentes kereskedés gyanújának felmerülése esetén köteles értesíteni a hatóságokat.¹¹

1.3. A 2003/124/ EK Irányelv

A bennfentes kereskedelem megítélése nagymértékben függ attól, hogy befektetési döntéseket megalapozó információk bennfentesnek minősülnek - e. A piaci résztvevők biztonságának fokozására az információk bennfentes tartalmának pontosabb meghatározásával, illetve az információk közzétételével kapcsolatban az Európai Bizottság 2003. december 22. napján elfogadta a 2003/124/ EK Irányelvet.

Az Irányelv a korábbi irányelvhez képest a bennfentes információ fogalmával összefüggésben már konkrétan megmondja, hogy mit kell pontos információnak tekinteni.

⁹ 2003/6 EK Irányelv 2. cikk

¹⁰ 2003/6 EK Irányelv 6. cikk 2. pont

¹¹ 2003/6 EK Irányelv 6. cikk 9. pont

Pontos információ

Az olyan körülmények, események, amelyek alappal várhatóan meg fognak történni és elég konkrétak ahhoz, hogy következtetni lehessen belőlük a pénzügyi eszközök vagy származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt hatásáról.¹²

A bennfentes információ nyilvánosságra hozatala

Oly módon kell végrehajtani, ami lehetővé teszi a nyilvánosság számára a gyors hozzáférést, és az információ kellő időben történő értékelését. Negatív feltételként kerül megfogalmazásra, hogy a nyilvánosságra hozatal nem járhat együtt a kibocsátó tevékenységének a reklámozásával. Ugyancsak követelmény, hogy a már közzétett bennfentes információt érintő valamennyi lényeges változást azonnal közzé kell tenni, ugyanolyan módon, ahogy az információt közzé tették.¹³

A közzétételt lehetséges jogos érdekből késleltetni.

Ilyen érdeknek számít a folyamatban lévő tárgyalások esetén a bennfentes információk nyilvánosságra hozatalának késleltetése, ha ez érintené a tárgyalás kimenetelét. Különösen fennáll ez a helyzet, ha a kibocsátó súlyos pénzügyi helyzetben van, bár a csőd ugyan még nem fenyegeti.¹⁴

Piaci manipulációt megvalósító magatartások

Piaci manipuláció megvalósító magatartások viszonylatában kiemeli, hogy a magatartások önmagukban nem minősülnek még szükségszerűen piaci manipulációnak, csak bizonyos körülmények fennállása esetén. Mindig meg kell vizsgálni, hogy az adott vételi és eladási megbízások mekkora hányadát képviselik az adott ügyletek napi forgalmának az érintett piacon, illetve milyen mértékben vezetnek lényeges árfolyamváltozáshoz a vételi vagy eladási megbízások vagy a vételi,

¹² A 2003/124/ EK irányelv a 2003/6/EK Irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról (a továbbiakban: 2003/124/ EK irányelv) 1. cikk

¹³ 2003/124/ EK Irányelv 2. cikk

¹⁴ 2003/124/ EK Irányelv 3. cikk

eladási megbízások milyen mértékben koncentrálnak egy rövid napszakra a napi kereskedésen belül.¹⁵

1.4. A 2004/72/ EK Irányelv

A 2003/6/ EK irányelv megadja a bennfentes kereskedelem legfontosabb szabályait, de bizonyos részletszabályokkal már nem foglalkozik, e szabályok kidolgozását más uniós előírásokban találjuk meg. Ilyen részletszabály lehet a bennfentes kereskedelemmel összefüggésben az elfogadott piaci gyakorlat meghatározása, az árualapú származtatott ügyletekre vonatkozó bennfentes információ meghatározása, a bennfentesek jegyzékének összeállítása, valamint a gyanús ügyletek, illetve a vezető tisztségviselők ügyleteinek a bejelentése. A 2004. április 29. napján elfogadott 2004/72/EK irányelv ezekre a kérdésekre próbál válaszokat adni.

Az irányelv a piaci gyakorlattal összefüggésben kifejti, hogy az a gyakorlat, ami akadályozza a kereslet és a kínálat közti kölcsönhatást, alkalmas arra, hogy veszélyeztesse a piac integritását. A piaci gyakorlatok egyébként gyorsan változnak a befektetők igényeihez mérten, így a hatóságoknak is oda kell figyelniük az új piaci gyakorlatokra. Rendkívül fontos a piaci gyakorlat átláthatósága, mert csak így lehet megítélni, hogy az adott gyakorlatot az arra illetékes hatóság elfogadja - e. Az illetékes hatóságoknak ki kell kérniük más hatóságok véleményét a vizsgált piac elbírálásakor. Ha eltérés lenne abban a tekintetben, hogy egyes piaci gyakorlatokat valamely tagállamban elfogadnak, de egy másikban nem, akkor a megoldás érdekében konzultációt lehet folytatni az európai értékpapír - piaci szabályozók bizottságában.¹⁶

A nem pénzügyi eszköz alapú származtatott ügyletek piaci szereplői számára nagyobb jogbiztonságot kell teremteni a bennfentes információ fogalma tekintetében, valamint a piac

védelmében fontos, hogy a kibocsátók, illetve a nevükben eljáró személyek jegyzékkel rendelkezzenek azokról a személyekről, akik valamilyen módon bennfentes információkhoz férhetnek hozzá.¹⁷

¹⁵ 2003/124/EK Irányelv 4. cikk

¹⁶ 2004/72/ EK Irányelv a 2003/6/ EK Irányelvnek az elfogadott piaci gyakorlatok, az árualapú származtatott ügyletekre vonatkozó bennfentes információ fogalom meghatározása, a bennfentesek jegyzékének összeállítása, a vezető tisztségviselők ügyleteinek bejelentése és a gyanús ügyletek bejelentése tekintetében történő végrehajtásáról (a továbbiakban: 2004/72 EK Irányelv) 1 - 2. pontok

¹⁷ 2004/72/ EK Irányelv 5 - 6. pontok

Az irányelv kiemeli továbbá, hogy a pénzügyi eszközökre kötött gyanús ügyletek bejelentése esetén az ügyletkötésben közreműködő bejelentők kötelezettsége, hogy megfelelő adatokat szolgáltatassanak a hatóságok felé, annak eldöntése végett, hogy az ügylet minősülhet - e piaci visszaélésnek, vagyis fennáll - e a bennfentes kereskedelem gyanúja.¹⁸

Az árualapú származtatott ügyletekre vonatkozó bennfentes információ tekintetében kiemelendő, hogy a piaci résztvevők elvárhatják, hogy közöljenek velük olyan információt, ha ezt egyébként is rendszeresen kell közölni az érintett piacon, illetve ezt az információt piaci szabályokkal, szerződésekkel vagy szokásokkal összhangban egyébként is kötelező nyilvánosságra hozni.¹⁹

1.5. Az Európai Parlament 2013. szeptember 10. napján kihirdetett álláspontja

Tekintettel arra, hogy a bennfentes kereskedelmet szabályozó 2003/6/EK irányelv rendelkezései a piac változása és fejlődése folyamán meglehetősen idejétmúlttá váltak, így megszületett az Európai Parlament álláspontja, ami 2013. szeptember 10. napján került elfogadásra *a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló Európai Parlamenti és Tanácsi rendelet elfogadására tekintettel*. A rendelet szeptember 30. napján hatályba lépett, ugyanakkor a 2003/6/EK Irányelvnek 2015. szeptember 30. napjától a hatályon kívül helyezése mellett döntött.

A rendelet közös szabályozási keretet állapít meg a bennfentes kereskedelemre, a bennfentes információkkal való visszaélésre és a piaci manipulációkra vonatkozóan, valamint intézkedéseket állapít meg a piaci visszaélések megelőzésére, mindezt a befektetői bizalom és védelem megerősítésére.²⁰

A rendelet tárgyi hatálya kiterjed

a) olyan pénzügyi eszközre, amit a szabályozott piacra bevezettek, vagy ezt kérték

¹⁸ 2004/72/EK Irányelv 9. pont

¹⁹ 2004/72/EK Irányelv 4. cikk

²⁰ Az Európai Parlament 2013. szeptember 10 - i álláspontja a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló európai parlamenti és tanácsi rendelet elfogadására tekintettel (a továbbiakban:Rendelet) 1. cikk

b) olyan pénzügyi eszközre, amelyekkel kereskednek a multilaterális kereskedési rendszerben, oda bevezették, vagy a bevezetést kérték, illetve amelyekkel szervezeten kereskednek,

c) az előzőek alá nem tartozó pénzügyi eszközre, amely ára vagy értéke az előzőekben felsorolt pénzügyi eszközök árától vagy értékétől függ, vagy azokra hatást gyakorol.²¹

Bennfentes információ köre

olyan információ, amelynek a nyilvánosságra hozatala jelentős hatást gyakorolna a pénzügyi eszközök, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügyletek, vagy kibocsátási egységre épülő aukciós termékek árfolyamára, illetve olyan információ, amit az ésszerűen eljáró befektető nagy valószínűséggel felhasználna a döntésénél.²²

Bennfentes kereskedelem

az a magatartás, amikor a bennfentes információval rendelkező személy felhasználja a bennfentes információkat, oly módon, hogy saját részre vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket idegenít el. Ugyancsak bennfentes kereskedelem a bennfentes információ felhasználása az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközre vonatkozó megbízás visszavonása vagy módosítása esetén, ha a személy az információhoz a megbízást követően jut hozzá.²³

A Rendelet egyfajta felbujtói magatartásként fogalmazza meg azt az esetet, amikor kimondja, hogy:

„egy személy másik személynek a bennfentes kereskedelemben való részvételt tanácsolja vagy másik személyt a bennfentes kereskedelemben való részvételre bírja rá akkor, ha bennfentes információval rendelkezik, és

²¹ Rendelet 2. cikk

²² Rendelet 6. cikk 3. pont

²³ Rendelet 7. cikk 1. pont

a) ezen információ alapján egy másik személynek azt tanácsolja, hogy olyan pénzügyi eszközöket szerezzen meg vagy idegenítsen el, amelyekre az információ vonatkozik, vagy rábírja a másik személyt ezek megszerzésére vagy elidegenítésére, vagy

b) ezen információ alapján egy másik személynek azt tanácsolja, hogy olyan pénzügyi eszközre vonatkozó megbízást vonjon vissza vagy módosítson, amelyekre az információ vonatkozik, vagy rábírja a másik személyt ezek visszavonására vagy módosítására.”²⁴

Láthatjuk, hogy a rendelet nemcsak az információ felhasználását szankcionálja, hanem - egyfajta sui generis jelleggel - a részvétel tanácsolását, illetve rábírását is. Álláspontom szerint mindkettő aktív magatartást feltételez, de amíg a tanácsolás csupán szándékerősítő - pszichikai bűnsegéd - jelleget hordoz, tekintettel arra, hogy a cselekmény elkövetőjében már kialakult az elkövetés gondolata, csak részletekre vonatkozó megvalósításra ad tanácsot a felbujtó, míg a rábírás egyenesen szándékkiváltó hatású, mert a felbujtó magatartásának eredményeként alakul ki az elkövetőben, a bennfentes kereskedelemben való részvételi szándék. A két felbujtói magatartás közti különbség gyakorlati relevanciája büntetőjogi megközelítésben a büntetés kiszabásában lenne mérhető: a részvétel tanácsolásának enyhébb lenne a büntetése.

E rendelkezéseket alkalmazni kell minden olyan természetes vagy jogi személyre, akik tisztségükből, pozíciójukból eredően bennfentes információkkal rendelkeznek, illetve, ha tudják, vagy tudniuk kell, hogy bennfentes információról van szó.

Kivételi kör a bennfentes kereskedelem alól

Ilyenkor az információval való rendelkezés nem minősül bennfentes kereskedelemnek:

a) megfelelő intézkedéseket vezettek be, amelyek hatékonyan biztosítják, hogy az információval érintett pénzügyi eszközre vonatkozó döntést hozó személy ne lehessen bennfentes információ birtokában,

b) az információ semmilyen módon nem befolyásolja a pénzügyi eszközök megszerzését, elidegenítést végző személyt,

²⁴ Rendelet 7. cikk 3. pont

c) amennyiben az adott személy a pénzügyi eszközök megszerzését vagy elidegenítését a szokásos feladatai körében jogszerűen végzi,

d) amennyiben valaki jóhiszeműen, kötelezettsége teljesítése kapcsán végez pénzügyi eszközök megszerzésére vagy elidegenítésére irányuló ügyletet.²⁵

A rendelet a piaci manipuláció fogalmán érti az olyan ügyletet, amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad valamely pénzügyi eszköz vagy árutőzsdei ügylet kereslete, kínálata vagy ára tekintetében, vagy a szokásostól eltérően rögzíti a pénzügyi eszközök vagy azonnali árutőzsdei ügyletek árát.

Kivétel a piaci manipuláció alól:

1. ha az ügyletet lebonyolító személy bizonyítja,
2. hogy a cselekményének indokai jogszerűek, és
3. az adott megbízások megfelelnek az elfogadott piaci gyakorlatnak.²⁶

A rendelet generálklauzulaként fogalmazza meg, hogy tilos a bennfentes kereskedelem és annak kísérlete, valamint tilos egy másik személy részére a bennfentes kereskedelem folytatására vonatkozó tanácsadás vagy a bennfentes kereskedelemre rábírás. Ugyancsak tilos a bennfentes információ jogosulatlan közzététele. Tilalmazott magatartás továbbá a piaci manipuláció és annak kísérlete.²⁷

A piaci visszaélések megelőzése érdekében a foglalkozásszerűen üzleteket kötő személyeknek haladéktalan értesítési kötelezettségük van azon megbízásokkal összefüggésben, amelyek megvalósíthatják a bennfentes kereskedelmet vagy a piaci manipulációt, illetve ezek kísérletét.

A bennfentes információk közzétételeivel kapcsolatban a pénzügyi eszköz kibocsátójának tájékoztatási kötelezettsége áll fenn a nyilvánosság irányába a kibocsátót közvetlenül érintő információkról, oly módon, hogy a nyilvánosság gyorsan hozzáférhessen, valamint a kapott

²⁵ Rendelet 7a. cikk

²⁶ Rendelet 8. cikk

²⁷ Rendelet 9. - 10. cikk

információkat teljes körűen és megfelelően értékelhesse. A korábbi szabályozásból átvett garanciális szabály, hogy a kibocsátó az információ nyilvánosságra hozatalát nem kötheti össze a tevékenysége reklámozásával.²⁸

II. FEJEZET: A BENNFENTES KERESKEDELEM MAGYAR SZABÁLYAI

„A törvény akkor jó, ha védi az emberi méltóságot, biztosítja a fejlődést és sérelem esetén elégtételt nyújt.”

(Montesquieu)

2.1. A Belfentes kereskedelem fogalma és jogszabályi háttere

A belfentes kereskedelem hazai szabályozásának történetében meg kell különböztetnünk az uniós csatlakozás előtti és utáni időszakot. Természetesen a csatlakozás előtt is léteztek belfentes kereskedelemre vonatkozó szabályok a magyar pénzügyi, tőkepiaci jogszabályokban, de a szabályozás igazi fellegvára csak a 2004. május 1 - jei csatlakozás után köszöntött be, amikor a már létező uniós irányelveket át kellett ültetni a hazai tőkepiaci jogalkotáshoz.

2.1.1. Az 1990. évi VI. törvény

A hazai jogi szabályozás a rendszerváltás óta tiltja a belfentes kereskedelmet. A piacgazdaság szele életet lehel az 1864 - ben alapított Budapesti Értéktőzsdébe - az akkori néven BÁÉT (Budapesti Áru - és Értéktőzsde) - , mert 1991 - től fejlődésnek indult a hazai értékpapír - piac. A törvényalkotó nyugati mintára határt kívánt szabni a belfentes - értékpapír - kereskedelemnek.

Az Európai integrációs folyamatnak komoly szerepe volt a belfentes kereskedelem szabályozásában, bár a 2004. május 1 - jei csatlakozásunk igen távlati cél volt még a 90 - es évek végén. 1989. november 13 - i 89/592 EGK Tanácsi Irányelv a Belfentes kereskedelemről szóló szabályok összehangolásáról olyan rendelkezéseket tartalmaz, amelyre végső soron a magyar tőkepiaci szabályozás is épül.

²⁸ Rendelet 12. cikk 1. pont

Az 1990. március 1. napján hatályba lépő az egyes értékpapírok nyilvános forgalomba hozataláról és forgalmazásáról, valamint az értékpapírtőzsdéről szóló 1990. évi VI. törvény (a továbbiakban: 1990. évi VI. tv.) a bennfentes kereskedelemmel összefüggésben úgy rendelkezik, hogy amennyiben gyanú, vagy legalábbis adat merül fel arra, hogy a kereskedés bennfentes, akkor „a tőzsdetikkárság a kibocsátó egyidejű megkeresésével, legfeljebb három napra felfüggeszthette a kereskedést, ha úgy ítélte meg, hogy az értékpapírok árfolyama, vagy az azokra történt üzletkötések alakulása adatokkal, tényekkel nem támasztható alá.”²⁹

Az 1990. évi VI. tv. a bennfentes kereskedelem fogalmát a mai meghatározástól eltérően még csak az értékpapírra vonatkozóan határozta meg. Csak azok az értékpapír - ügyletek vagy az ezekre adott megbízások minősültek bennfentes kereskedelemnek, amiket bennfentes információk felhasználásával kötnek meg, illetve bennfentes személy segítségével, a bennfentes információval érintett értékpapírra vonatkoznak.

A bennfentes kereskedelmet megvalósító magatartások köre:

A bennfentes személy által saját előny vagy harmadik személy előnyszerzése céljából

a) azzal az értékpapírral folytatott kereskedelem, amelyre a bennfentes információ vonatkozik,

b) más személy megbízása azzal, hogy ilyen értékpapírral kereskedjen,

c) a bennfentes információ továbbadása olyan személynek, akiről feltételezhető, hogy azt a kereskedelemben felhasználja, illetve továbbadja.³⁰

kivételi kör

1. a bennfentes személy bizonyítja, hogy felszámolóként, a hitelezők kielégítéséhez kellett értékesítene az értékpapírt, illetve

2. amikor az ügyletet olyan személy köti meg, akinek szintén rendelkezésére áll ugyanaz a bennfentes információ.

²⁹ 1990. évi VI. törvény az egyes értékpapírok nyilvános forgalomba hozataláról és forgalmazásáról, valamint az értékpapírtőzsdéről (a továbbiakban: 1990. évi V. tv.) 69.§ (1) bekezdés

³⁰ 1990. évi VI. törvény 77.§

A bennfentes személy és a bennfentes információ fogalmát az 1990. évi VI. törvény gyakorlatilag a mai szabályozással azonosan állapítja meg.

2.1.2. Az 1996. évi CXI. törvény

Az unió előtti szabályozás következő állomása lehet az 1997. január 1. napján hatályba lépő, az *értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír - tőzsdéről* szóló 1996. évi CXI. törvény (Értékpapírtörvény, a továbbiakban: Épt.)

Az Épt.-ben meghatározott bennfentes kereskedelmet már nemcsak az értékpapírra, hanem a *tőzsdei termékekre* is el lehetett követni, ami nemcsak az értékpapírt foglalta magába, hanem tágabban az - akkoriban létező - egyéb piaci instrumentumokat is. A bennfentes információ és a bennfentes személy meghatározásában nem volt változás, az az eddigi szabályozást követte továbbra is.

Tőzsdei termék:

„tőzsdei szabályzat által meghatározott és tőzsdei kereskedésre alkalmas származék, így különösen devizaárfolyam, betét- és hitelkamatláb, értékpapír részjogosítvány, index.”³¹

A bennfentes kereskedelemként tilalmazott magatartások köre:

A bennfentes személy által - saját nevében vagy képviselőként eljárva - saját vagy harmadik személy javára történő előnyszerzés céljából

a) azzal az értékpapírral vagy tőzsdei termékkel folytatott kereskedelem, amelyre a bennfentes információ vonatkozik;

b) más személy megbízása azzal, hogy ilyen értékpapírral vagy tőzsdei termékkel kereskedjen; vagy

c) javaslattétele más személynek arra, hogy ilyen értékpapírt vagy tőzsdei terméket megvásároljon vagy elidegenítsen.³²

³¹ az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír - tőzsdéről szóló 1996. évi CXI. tv. (a továbbiakban. 1996. évi CXI. tv) 45. pont

³² 1996. évi CXI. tv 148.§ (1) bekezdés

Az 1990. évi VI. törvényhez képes újítás volt, hogy az Épt. szerint az is bennfentes kereskedelem, ha a bennfentes információt valaki továbbadja olyan személynek, akiről feltételezhető, hogy az információt a kereskedelemben felhasználja.

A kivételek köre is kibővül:

Nem minősül bennfentes kereskedelemnek, ha a bennfentes személy

a) az értékpapír-ügyletet befektetési szolgáltató közreműködése nélkül kötötte, vagy

b) vagyonfelügyelőként, felszámolóként, végelszámolóként, pénzügyi gondnokként a hitelezők kielégítése érdekében értékesítette a csődeljárás, felszámolási eljárás vagy végelszámolás alatt álló kibocsátó saját kibocsátású értékpapírját.³³

Az Épt. rendelkezett a tisztességtelen árfolyam-befolyásolásról is, amit a hatályos Tőkepiaci törvényünk Piacbefolyásolásnak nevez. A tisztességtelen árfolyam-befolyásolásra vezető magatartások gyakorlatilag majdnem megegyeznek a hatályos Tőkepiaci törvényben írt magatartásokkal, annyi különbséggel, hogy azt csak értékpapír - piaci szereplő követhette el a törvényben meghatározott szándékos magatartásával.

Kivételi kör az árfolyam - befolyásolás alól

Az a magatartás, ha a kibocsátó az általa kibocsátott értékpapír árfolyama, illetve a piaci egyensúly érdekében nyilvánosan, előre meghirdetetten megbízást ad az általa kibocsátott értékpapír vételére, illetve eladására és annak eredményét a folyamat végén nyilvánosan közli.

Az Épt. a tőzsdei kereskedésnek a felügyelet tájékoztatása mellett, meghatározott időre - tíz, illetve harminc napra - történő felfüggesztését helyezte kilátásba arra az esetre, ha bennfentes kereskedelem gyanús ügylet kötése történne.

2.1.3. A 2001. évi CXX. törvény

Az Európai Unióhoz való 2004. május 1 - jei csatlakozásunk következtében a 2002. január 1. napján hatályba lépett Tőkepiaci törvény szövegét módosítani kellett a jogharmonizációnak való megfelelés érdekében. Így a Tőkepiaci törvénynek a 2004. évi LXXXIV. törvénnyel bevezetett módosítása teremtette meg az összehangolást a 89/592 EGK irányelvvel, míg a 2005. évi LXII.

³³ 1996. évi CXI. tv 149.§

törvénnyel bevezetett módosítás a 2003/6/ EK irányelv, a 2003/124/ EK irányelv, a 2003/125/ EK irányelv valamint a 203/72/ EK irányelv összhangját teremtette meg. A bennfentes kereskedelem hazai szabályozása a pénzüiacról, közelebbről a tőkepiacról indul, aminek a hátterét - az uniós jogharmonizációnak való megfelelés érdekében is többször módosított - A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény határozza meg (a továbbiakban: a Tőkepiaci törvény) biztosítja.

Területi hatály

A 2005. évi LXII. törvénnyel bevezetett és 2005. július 1. napjával hatályba lépett módosítás értelmében a bennfentes kereskedelemre vonatkozó szabályanyagot az olyan cselekményre vonatkozik,

- a) amelyet vagy Magyarország területén követnek el, vagy
- b) külföldön követik el, de a hatása Magyarország területén érvényesülhet.³⁴

Tárgyi hatály

A bennfentes kereskedelem tárgyi hatálya a pénzügyi eszközre terjed ki.

- a) pénzügyi eszközre, egyéb tőzsdai termékre, vagy más eszközre, amelyet a szabályozott piacra bevezettek, vagy amelynek bevezetésére engedélyt kértek, illetve
- b) az olyan eszköz, amelyet a szabályozott piacra nem vezettek be, de értéke a bevezetett eszköz értékétől vagy árfolyamától függ,
- c) valamint a nyilvánosan forgalomba hozott értékpapír a tájékoztatási kötelezettség megszűnéséig.³⁵

A tárgyi hatállyal összefüggésben indokolt meghatározni a pénzügyi eszköz³⁶ fogalmát. A pénzügyi eszközre vonatkozóan a Tőkepiaci törvény egy utaló szabályt tartalmaz, mert úgy rendelkezik, hogy arra a Bszt - ben írt meghatározást kell alkalmazni. Ezzel összefüggésben a *befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdai szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól* szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény (Bszt) alkalmazásában a pénzügyi eszköz:

- a) a fizetőeszköz kivételével sorozatban kibocsátott,
- b) értékpapírnak nem minősülő,

³⁴ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról (a továbbiakban: Tőkepiaci törvény) 199.§

³⁵ Tőkepiaci törvény 204.§ (5) bek.

³⁶ Tőkepiaci törvény Értelmező rendelkezések 103. pont

- c) pénzkövetelésre szóló eszköz,
- d) amellyel a pénzpiacon kereskednek.³⁷

A Tőkepiaci törvény az uniós irányelvek hatására általános jelleggel mondja ki, hogy tilos a bennfentes kereskedelem és a piacbefolyásolás.

A bennfentes kereskedelem :

- a) a bennfentes személy által bennfentes információ felhasználásával, a bennfentes információval érintett pénzügyi eszközre vonatkozó ügylet kötése, illetőleg erre adott megbízás;
- b) a bennfentes személy által a bennfentes információ továbbadása más személynek;
- c) a bennfentes személy által javaslattétel más személynek arra, hogy a bennfentes információval érintett pénzügyi eszközre ügyletet kössön;
- d) bármely személynek az előzőekben leírt cselekménye, ha tudta vagy tudnia kellett volna, hogy a felhasznált információ bennfentes információnak minősül.³⁸

A bennfentes információ

- a) a pénzügyi eszközzel - kivéve az árualapú származtatott ügyletet - kapcsolatos olyan lényeges információ, amely
 - aa) még nem került nyilvánosságra;
 - ab) a pénzügyi eszközre vagy a pénzügyi eszköz kibocsátójára vonatkozik;
 - ac) nyilvánosságra kerülése esetén a pénzügyi eszköz árfolyamának lényeges befolyásolására alkalmas;
- b) a pénzügyi eszközzel kapcsolatos megbízások végrehajtásával megbízott személyek esetében olyan lényeges információ, amely az ügyfél által adott és a folyamatban lévő megbízásához kapcsolódik;
- c) az árualapú származtatott ügylettel kapcsolatos olyan lényeges információ, amely
 - ca) még nem került nyilvánosságra;
 - cb) az árualapú származtatott ügyletre vonatkozik;
 - cc) az elfogadott piaci gyakorlat alapján a piaci szereplők tudomására hozandó;

³⁷ a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. tv. Értelmező rendelkezések 51. pont

³⁸ Tőkepiaci törvény 201.§

cd) információt a piac szereplőivel rendszeresen közölnek. ³⁹

Lényeges információk minősül

„minden olyan információ, amely olyan eseményre vagy körülményre vonatkozik, amely bekövetkezett vagy bekövetkezése megalapozottan várható, és elég konkrét ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az adott körülménynek vagy eseménynek egy adott pénzügyi eszköz árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásáról.”⁴⁰

Közzétételi kötelezettség

A szabályozott piacra bevezetett értékpapír kibocsátója köteles haladéktalanul az 56. § szerint, illetőleg internetes honlapján közzétenni a rá vonatkozó bennfentes információkat.⁴¹

Amennyiben ez nem történne meg, és a bennfentes személy ilyen információra alapítja a kereskedést, akkor ebben az esetben megállhat a bennfentes kereskedelem.

A bennfentes személy:

- a) a kibocsátó vezető tisztségviselője és felügyelőbizottsági tagja;
- b) az a jogi személy, illetve jogi személyiséggel nem rendelkező gazdasági társaság, illetve ezek ügyvezetője, vezető tisztségviselője és felügyelőbizottsági tagja,
- c) amelyben a kibocsátó huszonöt százalékot elérő vagy azt meghaladó közvetlen, illetőleg közvetett részesedéssel vagy szavazati joggal rendelkezik;
- d) az előbbi társaságok ügyvezetője, vezető tisztségviselője, felügyelőbizottsági tagja, amely a kibocsátóban tíz százalékot elérő vagy azt meghaladó közvetlen, illetőleg közvetett részesedéssel vagy szavazati joggal rendelkezik;
- e) a forgalomba hozatal, illetve a nyilvános vételi ajánlat szervezésében közreműködő bármely szervezet, illetve ennek érdemi ügyintézője, vezető tisztségviselője, felügyelőbizottsági tagja, továbbá ezen szervezetnek és a
- f) kibocsátónak a kibocsátásban és a forgalomba hozatalban közreműködő más alkalmazottja, aki munkavégzésével kapcsolatosan bennfentes információhoz jutott, a forgalomba hozatalt követő egy évig;

³⁹ Tőkepiaci törvény 201.§ (3) bekezdés

⁴⁰ Tőkepiaci törvény 201.§ (4) bekezdés

⁴¹ Tőkepiaci törvény 201/C. § (1) bekezdés

g) a kibocsátó alaptőkéje (törzstőkéje) tíz százalékát elérő vagy azt meghaladó közvetlen, illetőleg közvetett részesedéssel rendelkező természetes és jogi személy;

h) a kibocsátó számlavezető hitelintézete, illetve ennek vezető tisztségviselője, felügyelőbizottsági tagja és érdemi ügyintézője;

i) aki a bennfentes információt munka- vagy feladatköréből kifolyólag, munkavégzése vagy szokásos feladatainak elvégzése során kapta meg, vagy egyéb módon jutott tudomására;

j) aki a bennfentes információt bűncselekmény útján szerezte;

k) az a)-h) pontban felsorolt természetes személlyel közös háztartásban élő személy, illetőleg közeli hozzátartozója;

l) az a jogi személy vagy jogi személyiséggel nem rendelkező gazdasági társaság, és ezek nevében eljáró személy, amelyben az a)-i) pontokban megjelölt bennfentes személy minősített befolyással bír.⁴²

Tulajdonképpen azt mondhatjuk, hogy a Tőkepiaci törvény bennfentes személyként olyan személyeket határoz meg, akik

a) az adott társaságban vezető beosztást töltenek be, vagy

b) a vagyoni hozzájárulásuk révén foglalnak el előkelő helyet a társaságban

c) meghatározott pozíciót betöltő munkavállaló

d) aki a bennfentes információt bűncselekmény útján szerezte meg, valamint

e) e személyekkel közös háztartásban élő személyek, illetve a közeli hozzátartozóik.

Bejelentési kötelezettség személyi köre

A Tőkepiaci törvény egyfajta preventív célzattal bejelentési kötelezettséget ír elő a törvényben meghatározott ügylekötések vonatkozásában a

a) bennfentes személyek, illetve

b) közeli hozzátartozói és

⁴² Tőkepiaci törvény 201.§ (2) bekezdés

c) velük közös háztartásban élők számára

Speciális bejelentés

A kibocsátó vezető tisztségviselőjére és Felügyelőbizottsági tagjainak legkésőbb két naptári napon belül tájékoztatni kell a kibocsátót, ha a törvényben meghatározott ügyletkötési értéket meghaladja az ügylet. Mentessül azonban a bejelentési kötelezettség alól, ha az egymillió forintot nem haladja meg az éves ügyletkötések összértéke.

Bejelentés tárgya

A bennfentes kereskedelemre utaló adat, tény, vagy körülmény felmerülése esetén a tudomásszerzést követően kötelesek haladéktalanul bejelenteni.

Bejelentésre kötelezett személyi kör

- a) befektetési szolgáltatási,
- b) kiegészítő befektetési szolgáltatási,
- c) árutőzsdei szolgáltatási tevékenységet végző személy

köteles a bejelentést megtenni. Ha ez a bejelentés nem írásban történt, akkor azt öt munkanapon belül írásban meg kell ismételni.

A bennfentes kereskedelemmel összefüggésben garanciális jelentőséggel bírhat az a *nyilvántartás*,⁴³ amit a kibocsátónak, illetve a nevében eljáró személynek a bennfentes információval rendelkező személyekről kell vezetni.

A tőkepiaci törvény azonban nem minden bennfentes információval kapcsolatos ügyletet minősít bennfentes kereskedelemnek:

Kivételi kör a bennfentes kereskedelem alól

a) az olyan ügylet, amelyet a bennfentes információ birtokba jutásának időpontját megelőzően kötött megállapodás alapján teljesítenek, vagy

⁴³ Tőkepiaci törvény 201/D. §

b) a bennfentes információ átadása, amennyiben azt a bennfentes személy beosztásából kifolyólag, munkavégzése vagy szokásos feladatainak elvégzése során szolgáltatta. ⁴⁴

A nyilvánosságra hozatal késleltetése

Az európai uniós szabályokkal összefüggésben a bennfentes információ nyilvánosságra hozatalát lehetséges késleltetni is:

- a) ha az jogos érdekből történik,
- b) nem okozza a nyilvánosság félrevezetését,
- c) a kibocsátó bejelenti a késleltetés tényét a hatóságnak, valamint
- d) biztosítja az információ bizalmas kezelését.

Jogos érdekek minősülhet különösen, ha

a) a közzététel hátrányosan érinti a folyamatban lévő tárgyalások kimenetét - ha a tárgyalásra fizetéképtelenség miatt került sor, és az információ félrevezető következtetést eredményezne,

b) kutatás, fejlesztés idő előtti nyilvánosságra hozatala veszélyezteti a társaság érdekeit, és az információ félrevezető következtetést eredményezne,

c) a kibocsátó döntésének érvényességéhez jóváhagyás szükséges és a jóváhagyás előtti nyilvánosságra hozatal félrevezető lenne,

d) az információ hiányos és a nyilvánosságra hozatal félrevezető következtetést eredményezne.⁴⁵

⁴⁴ Tőkepiaci törvény 203. § (1) bekezdés

⁴⁵ 28/2005. (VIII. 26.) PM rendelet a piacbefolyásolásra utaló magatartások vizsgálatakor figyelembe veendő körülményekről, az elfogadott piaci gyakorlat megállapításának folyamatáról, valamint a bennfentes információ nyilvánosságra hozatalának jogos érdekből történő késleltetésével kapcsolatos szabályokról, (a továbbiakban: PM rendelet) 9. §

2.2. A Belfentes kereskedelem és a Piacbefolyásolás

A Tőkeiaci törvény a belfentes kereskedelmet és piacbefolyásolást egyszerre tilalmazza. Piacbefolyásolásra vezető magatartások köre

az olyan ügylet kötése vagy erre adott megbízás, amely

a) *amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad vagy adhat az adott pénzügyi eszköz keresleti vagy kínálai viszonyairól, árfolyamáról;*

b) *amely az adott pénzügyi eszköz árfolyamát mesterséges vagy rendellenes szinten rögzíti;*

c) *amely színlelt, illetve amelyben bármilyen más formájú megtévesztéshez, manipulációhoz folyamodnak; vagy*

d) *megalapozatlan, félrevezető, hamis információ közlése, híresztelése, nyilvánosságra hozása vagy nyilvános közlése, feltéve, hogy az információt terjesztő személy az információ hamis vagy félrevezető mivoltának tudatában van vagy az adott helyzetben elvárható gondossággal eljárva tudatában kellett volna lennie.*⁴⁶

A c) ponttal összefüggésben vizsgálándóak az olyan körülmények, mint hogy terjesztett - e hamis vagy félrevezető információt az érintett személy vagy szervezet a megbízást megelőzően vagy azt követően, illetve sor került - e téves, vagy elfogult elemzés, befektetési ajánlás készítésére vagy terjesztésére az érintett személy részéről.⁴⁷

Kivételi kör

a) ha az ügyletet kötő bizonyítja, hogy az ügylet megkötéséhez, illetve a megbízás adásához méltányolható érdeke fűződött, és

b) a megbízás megfelel az adott szabályozott piac elfogadott piaci gyakorlatának.

⁴⁶ Tőkeiaci törvény 202.§

⁴⁷ PM rendelet 3. §

A piaci gyakorlat elfogadhatósága

a hatóság figyelembe veszi, hogy:

- a) mennyire átlátható a piaci gyakorlat a piaci szereplők számára,
- b) szükség van - e a kereslet és a kínálat egymásra hatásának a védelmére
- c) az érintett piaci gyakorlatnak a piaci likviditására

d) figyelembe veszi - e az érintett piaci gyakorlat a piac kereskedési mechanizmusát és meddig teszi lehetővé a piaci szereplők számára, hogy az új helyzetre megfelelően és időben reagáljanak;

e) veszélyt jelent-e a piaci gyakorlat a Közösségen belüli, az érintett pénzügyi eszközök kapcsolódó piacok integritása szempontjából;

f) mi volt az eredménye annak a vizsgálatának, hogy az érintett piaci gyakorlat megsértette-e a piaci visszaélés megelőzését célzó szabályokat és szabályzatokat, illetve valamely magatartási kódexet,

g) az érintett piac szerkezeti sajátosságai, különösen, hogy szabályozott-e vagy nem, a kereskedés tárgyát képező pénzügyi eszközök és a piaci szereplők típusa, beleértve, hogy milyen mértékű a kisbefektetők részvétele az érintett piacon.⁴⁸

Fontos tudni, hogy a hatóság a piaci gyakorlat elfogadása előtt, illetve egy korábban elfogadott piaci gyakorlat el nem fogadott piaci gyakorlattá minősítése előtt kikérni a piaci szereplők, az érintett hatóságok és szükség esetén más tagállam felügyeleti hatóságának véleményét.⁴⁹

Eltérések a bennfentes kereskedelem magatartásától

a) A piacbefolyásolás elkövetőinek nem kell bennfentes személynek lennünk, és

b) nem szükséges az sem, hogy az ügylet, vagy annak megkötésére adott megbízás mögött bennfentes információ álljon, illetve

⁴⁸ PM rendelet 4.§ (1) bekezdés

⁴⁹ PM rendelet 6. §

c) elegendő, ha az információ hamis, megalapozatlan, vagy félrevezető jellegéről tud az információval helytelenkedő személy.

A bennfentes kereskedelem és a piacbefolyásolás meglehetősen részletesen körülhatárolt magatartás, aminek szigorú törvényi szabályanyaga van.

Vajda István szerint azonban „*a szigorú szabályozás ellen is felsorakoztathatóak érvek:*

- *a bennfentes kereskedés hatékonyabbá teszi a piacot*
- *a bennfentes kereskedés hatékony eszköz a menedzsment anyagi elismerésének kiegészítésére*
- *a bennfentes kereskedéssel kapcsolatos jogi szabályozási lehetőségek nem hatékonyak, nehezen érvényesíthetők*
- *olcsóbb, egyszerűbb megoldás is van a szabályozásra: célszerűbb a vállalat belső szabályozására bízni a bennfentes kereskedés megítélését a vállalat értékével kapcsolatos hatásán keresztül.*⁵⁰

Hasonlóan érvel Csizmár Tamás is, aki szerint a piac hatékonyságához vezet bennfentes kereskedelem, mert a befektetők számára fontos, hogy a részvényárak minél inkább a valós értéket tükrözzék. A bennfentesek segítik a piacot abban, hogy hamarabb épüljenek be az információk, és az eszköz ára közelebb kerüljön a valós értékhez.⁵¹

2.3. A Bennfentes kereskedelem és a hatóság

2.3.1. A Magyar Nemzeti Bank, mint felügyeleti hatóság

A bennfentes kereskedelem gyanúját felvető cselekmények ellenőrzésére, felügyeletére, adott esetben megelőzésére, valamint szükség esetén a - nem büntetőjogi - szankcionálására 2013 októberéig a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete volt hivatott. A Felügyelet a Piacfelügyeleti eljárás keretében ellenőrzött, vizsgálódott és bírságolt is.

⁵⁰ Vajda István : Bennfentes kereskedelem, Közigazgatási Szemle I. évf. 2003. március, 238. o.

⁵¹ Csizmár Tamás: Bennfentesek nyomában, avagy mit tudtak a Tőzsdecápák, amit más nem, Hitelintézeti Szemle, 2012, 14. évf. 4. szám 328. o

Ez a helyzet azonban mára némiképp megváltozott. Az Országgyűlés 2013. szeptember 16. napján elfogadta a *magyar nemzeti bankról* szóló 2013. évi CXXXIX. törvényt, amely beolvasztotta a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletét a Jegybankba, méghozzá az előbbi megszüntetésével. Ennek a lépésnek a gyakorlati következménye az lett, hogy a bennfentes kereskedelemmel összefüggésben most már a Jegybank feladata hatóságként eljárni, így elvégezni azon tevékenységeket, ill. feladatokat, amiket korábban a Felügyelet látott el.

A Magyar Nemzeti Bank hatóságként jár el a bennfentes kereskedelemmel összefüggésben. A hatósági feladatokat a törvény felügyeleti feladatkörben hozott döntésként nevesíti, amikor meghatározza, hogy a Tőkepiaci törvény hatálya alá tartozó szervezetek, személyek és tevékenységek - így a bennfentes kereskedelemmel kapcsolatos eljárás - felügyeletét a Magyar Nemzeti Bank látja el.⁵²

A felügyeleti feladatkör pedig piacfelügyeleti eljárás keretében valósul meg, amit a Magyar Nemzeti Bank bennfentes kereskedelem, illetve piaci befolyásolás észlelése esetén, valamint

a bennfentes személyre vonatkozó bejelentési és közzétételi kötelezettség ellenőrzése céljából folytathat le.

A bennfentes kereskedelem, illetve a piacbefolyásolás megállapítására, valamint a bennfentes személyre vonatkozó bejelentési és közzétételi kötelezettségre vonatkozó szabályok ellenőrzésére irányuló eljárásban az ügyintézési határidő hat hónap, ami az eljárás hivatalból történő megindításának időpontjától számítandó. Ez a határidő egy alkalommal, indokolt esetben legfeljebb három hónappal meghosszabbítható.

Az MNB jogosultságai

az eljárás alá vont ügyfélre vonatkozó:

a) az értékpapír - ügyfél - és fizetési számla - forgalommal, a terhelendő és a jóváírandó számla számával, tulajdonosával, a terhelés, a jóváírás jogcímével és az átutalás pénzforgalmi azonosító kódjával kapcsolatos,

b) az elektronikus hírközlésről szóló törvényben meghatározott előfizetői állomás számával vagy egyéb azonosítójával, a hívó és hívott előfizetői számokkal, valamint a hívás és egyéb szolgáltatás dátumával és kezdő időpontjával kapcsolatos,

⁵² a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. tv. (a továbbiakban: Jegybanktörvény) 39. § (1) bek. h) pont

c) az eljárás alá vont ügyfél fizetési számlája és értékpapírszámlája forgalma alapján megismert, a piacfelügyeleti eljárás szempontjából valószínűsíthetően további bizonyítékokkal rendelkező természetes személy beazonosításához szükséges családi és utónév, születési név és lakcím megismerésére és kezelésére.⁵³

Joghátrány a Jegybanktvényben

a) meghatározott összegű pénzbírság, illetve

b) amennyiben az MNB álláspontja szerint a bennfentes kereskedelem egyúttal bűncselekményt is megvalósít, akkor büntetőeljárás kezdeményezése az illetékes hatóságoknál.

Piacfelügyeleti eljárás keretében

a) a bennfentes kereskedelemre, piacbefolyásolásra vonatkozó szabályok megsértése esetén a bírság összege százezer forinttól ötszázmillió forintig,

b) a bennfentes személyre vonatkozó bejelentési kötelezettség megsértése esetén a bírság összege százezer forinttól ötmillió forintig terjedhet.⁵⁴

2.3.2. A bennfentes kereskedelem nyomozóhatósága

A bennfentes kereskedelem nemcsak a tőkepiacra nézve jár negatív megítéléssel. A bennfentes kereskedelem jelenlegi büntetőjogi törvényi tényállása az 1994. évi IX. törvénnyel beiktatott bennfentes értékpapír - kereskedelem helyébe lépett. A jelenleg hatályos címet és a szöveget a 2005. évi XCI. törvény állapította meg. A Btk. korábban kizárólag az értékpapírral elkövetett bennfentes kereskedelmet rendelte büntetni.

A 2003/6/ EK irányelv a bennfentes kereskedelem szankcionálását kötelezővé tette minden pénzügyi eszköz vonatkozásában a tagállamok számára.

⁵³ Jegybanktvény 91.§ (1) bekezdés

⁵⁴ Jegybanktvény 93. § (5) bekezdés

A bennfentes kereskedelem társadalmi veszélyességére tekintettel e tiltott tevékenységet indokolt és szükséges is volt szabályozni a büntetőjog eszközeivel is. A korábbi Btk. - az 1979. évi IV. törvény - 1990. március 1. napjától kezdődő hatállyal iktatta törvénybe a 300/A. § - ában a Tiltott értékpapír - kereskedelem tényállását. Ezt váltotta fel a Bennfentes értékpapír - kereskedelem tényállása, amelyet az 1994. évi IX. törvény iktatott be a korábbi Btk. - ba, 1994. május 15 - től kezdődő hatállyal.

A bűncselekmény jelenleg hatályos címét és tényállását a 2005. évi XCI. törvény állapította meg 2005. szeptember 1. napjától és a jelenleg hatályos Büntető törvénykönyvünk a 2012. évi C. törvény 410. § - a tartalmazza:

Büntetőjogi törvényi tényállás

Aki

- a) bennfentes információ felhasználásával pénzügyi eszközre vonatkozó ügyletet köt,
- b) birtokában lévő bennfentes információra tekintettel mást azzal bíz meg, hogy a bennfentes információval érintett pénzügyi eszközre vonatkozóan ügyletet kössön, vagy
- c) előnyszerzés végett bennfentes információt illetéktelen személynek átad, büntett miatt három évig terjedő szabadságvesztéssel büntetendő.⁵⁵

Elhatárolás a Tőkepiaci törvénytől

A bennfentes kereskedelem háttérjogszabálya a Tőkepiaci törvény, mint igazgatási norma.

A bűncselekményi meghatározás némileg megegyezik az igazgatási normával, ezért az elhatárolás az elkövetési magatartások oldalán nem lehetséges. Az elhatárolás álláspontom szerint csak az alanyi oldalon lehetséges:

a) a bennfentes kereskedelem büntetőjogi törvényi tényállását bűnösen kell elkövetni, vagyis az elkövetőnek egyrészt bizonyítottan tudomással kell bírnia arról, hogy az általa felhasznált információ bennfentes,

b) valamint a magatartások első két fordulatóát szándékosan kell elkövetnie, vagyis kívánnia kell, vagy legalábbis bele kell nyugodnia abba, hogy az általa elkövetett magatartások bennfentes kereskedelmet valósítanak meg.

⁵⁵ 2012. évi C. törvény a Büntető Törvénykönyvről 410.5

A harmadik fordulatnál pedig feltétel az előnyserzési célzat is, amit a vádnak már a büntetőeljárás során bizonyítania kell.

Összegzésképpen azt mondhatjuk, hogy igazából csak a gondatlan bennfentes kereskedelem nem valósít meg bűncselekményt, az ilyen cselekmények az igazgatási normára, vagyis a Tőkepiaci törvényre tartoznak, illetve a magatartásra a Jegybanktvényben írt szankciók alkalmazhatók.

A bennfentes kereskedelem bűncselekményének a nyomozóhatósága a rendőrség, mint általános nyomozóhatóság, a vádemelés után elsőfokú bíróságként a törvényszék jár el.

III. FEJEZET: A BENNFENTES KERESKEDELEM A HAZAI ÉS AZ ÚNIÓS JOGGYAKORLATOK TÜKRÉBEN

3.1. A C-45/08. sz. ügy : Spector Photo Group NV - Chris Van Raemdonck kontra Commissie voor het Bank-, Financie - en Assurantiewezen (CBFA)

Az előzetes döntéshozatal iránti kérelem a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló, 2003. január 28-i 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv 2. és 14. cikkének értelmezésére vonatkozik.

E kérelmet a Spector Photo Group NV (a továbbiakban: Spector) és annak egyik vezető tisztségviselője Ch. Van Raemdonck, illetve a Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (Bank-, Pénzügyi és Biztosításügyi Bizottság, a továbbiakban: CBFA) között - az utóbbi által a Spectorra és Ch. Van Raemdonckra bennfentes kereskedelem miatt kiszabott pénzbírság tárgyában - folyamatban lévő jogvitában terjesztették elő.

Előzmények

A Spector tőzsdén jegyzett, belga jog szerint létrehozott vállalkozás. Nyereségrészesedési politikája keretében olyan részvényopciós programot kínál, amely a munkavállalók részére részvények megszerzését teszi lehetővé. Annak érdekében, hogy az említett opciók gyakorlása esetén eleget tehessen kötelezettségeinek, a Spector elsősorban a birtokában lévő részvényeket tervezte felhasználni, és adott esetben a teljesítendő további mennyiséget a piacon kívánta megvásárolni. A 2002. év során a Spectornek ennek megfelelően több mint 45 000 részvényt kellett a piacon beszereznie. 2003. május 21-én az akkor hatályos belga szabályozásnak megfelelően a Spector értesítette az Euronext Brusselst azon szándékáról, hogy a részvényopciós programja végrehajtásaként bizonyos számú saját részvényt kíván szerezni. 2003. május 28. és augusztus 30. között a Spector összesen 27 773 részvényt tudott megszerezni. Először négy egymást követő - egyenként 2000 részvényre vonatkozó - megbízás teljesült. Ezt követően 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.

A CBFA 2006. november 28-i határozatával (a továbbiakban: megtámadott határozat) a 2003. augusztus 11-i és 13-i megbízások alapján teljesített adásvételeket bennfentes kereskedelemnek minősítette, amelyek az eredeti 2002. augusztus 2-i törvény 25. cikkének (1) bekezdése értelmében tiltottak. A CBFA 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 hof van beroep te Brussel előtt.

Az ügy jogi háttere

A Közösségi jog

A 2003/6 irányelv a bennfentes kereskedelemről úgy rendelkezik, hogy „a tagállamok megtiltják minden 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.

Ezt a szabályt kell alkalmazni minden olyan személyre, aki a következők folytán került a bennfentes információ birtokába:

- a) a kibocsátó igazgatási, irányító vagy felügyeleti testületében való tagsága folytán; vagy
- b) a kibocsátó tőkéjében való részesedése folytán; vagy
- c) mert hozzáfér ilyen információkhoz beosztása, foglalkozása vagy feladatai végzése folytán; vagy
- d) mert bűncselekményt követett el.

Amennyiben jogi személy, a megállapított tilalmat azokra a természetes személyekre is alkalmazni kell, akik részt vesznek az érintett jogi személy javára lebonyolítandó ügyletekre vonatkozó döntések meghozatalában.

Kivétel

Ez a cikk 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.”⁵⁶

Alkivétel

„E tilalom nem alkalmazható a részvény-visszavásárlási programok keretében bonyolított, saját részvényekre vonatkozó ügyletekre.”⁵⁷

„A tagállamok - a büntetőjogi szankciók alkalmazásához való joguk sérelme nélkül - nemzeti jogukkal összhangban biztosítják, hogy az ezen irányelv végrehajtása során elfogadott rendelkezések megsértéséért felelős személyek ellen megfelelő közigazgatási intézkedésre, illetve

⁵⁶ 2003/6 EK irányelv 2. cikk

⁵⁷ 2003/6 EK irányelv 8. cikk

közigazgatási szankció alkalmazására kerüljön sor. A tagállamok biztosítják, hogy ezek az intézkedések hatékonyak, arányosak és visszatartó erejűek legyenek.”⁵⁸

A Nemzeti jog

A 2002. augusztus 2-i törvénynek a 2003. december 22-i programtörvénnyel (a *Moniteur belge* 2003. december 31-i 62160. száma; a továbbiakban: a módosított 2002. augusztus 2-i törvény) módosított 25. cikkének (1) bekezdése úgy rendelkezik, hogy „mindazon személyek számára tilos a pénzügyi eszközök vétele vagy eladása, illetve ennek a megkísérlése

a) akik olyan információkkal rendelkeznek, amelyekről tudják, vagy tudniuk kellene, hogy azok bennfentes információk, valamint

b) ezeknek az információknak oly módon történő felhasználása, hogy közvetlenül vagy közvetve, saját vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket, vagy ezekhez kapcsolódó pénzügyi eszközöket vegyenek vagy adjanak el, illetve kíséreljenek meg venni vagy eladni.”⁵⁹

Az utóbbi rendelkezést csak a 2003. december 31-ét követően megvalósult tényállásokra kell alkalmazni.

Az alapeljárás és az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdések

E jogvita keretében az alapeljárás felperesei az előzetes döntéshozatali kérelem benyújtását megalapozó három évrre hivatkoztak, amelyek az új enyhébb szabályozás visszaható hatályával, a bennfentes kereskedelmet megvalósító körülményekkel, valamint a szankció és a felrótt jogsértés közötti arányossággal kapcsolatosak.

a) Az alapeljárás felperesei elsőként azt róják a CBFA terhére, hogy megsértette az *in mitius* visszaható hatály elvét. Elsősorban arra hivatkoznak, hogy a módosított 2002. augusztus 2-i törvény 25. cikke (1) bekezdésének rendelkezései összeegyeztethetetlenek a bennfentes kereskedelemnek a 2003/6 irányelv 2. cikkében szereplő meghatározásával, tehát

⁵⁸ 2003/6 EK irányelv 14. cikk (2) bekezdés

⁵⁹ a pénzügyi felügyeletről és a pénzügyi szolgáltatásokról szóló 2002. augusztus 2-i törvény (a *Moniteur belge* 2002. szeptember 4-i 39121. száma) 25. cikkének (1) bekezdése

alkalmazhatatlanok. Következésképpen úgy vélik, hogy e rendelkezéseknek a 2003/6 irányelvvel való összeegyeztethetlensége joghézagot idézett elő, amely valamely későbbi, enyhébb büntetőjogi jogszabályhoz hasonlatos, amellyel ellentétes, hogy a CBFA az eredeti 2002. augusztus 2-i törvény 25. cikkének (1) bekezdését alkalmazza.

A kérdést előterjesztő bíróság arra kíván választ kapni, hogy a tagállamoknak van - e joga meghatározni az irányelv 2. cikkében foglaltaknál szigorúbban a bennfentes kereskedelem magatartásait, valamint felveti a bennfentes információval kapcsolatban a nemzeti jogban írt „felhasználása” fogalmának az értelmezését.

b) Az alapeljárás felperesei másodlagosan azt állítják, hogy a bennfentes kereskedelem tényállása az eredeti 2002. augusztus 2-i törvény 25. cikkének (1) bekezdésére tekintettel nem valósul meg. A CBFA nem bizonyította, hogy az alapügyben szóban forgó részvények megvásárlására az érintett vállalkozás eredményei közzétételének időbeli közelsége miatt került sor.

A kérdést előterjesztő arra lenne kíváncsi, hogy mi bizonyítja azt, hogy valamely bennfentes információt az irányelv 2. cikke értelmében „felhasználtak”.

c) Az alapeljárás felperesei arra hivatkoznak, hogy az alkalmazott szankciók nem állnak arányban a jogsértés súlyosságával. A bíróság azt kívánja megtudni, hogy mely kritériumok teszik lehetővé a szankció arányosságának értékelését.

E körülmények között a hof van beroep te Brussel az eljárást felfüggesztette, és előzetes döntéshozatal céljából a következő kérdéseket terjesztette a Bíróság elé:

„1) A [2003/6] irányelv előírásai, különösen 2. cikke, azon rendelkezések kivételével, amelyek kifejezetten a tagállamokra bízzák az intézkedések szabad végrehajtását, teljes harmonizációt jelentenek, vagy összességében csak minimális harmonizációra vonatkoznak?

2) Úgy kell-e értelmezni a [2003/6] irányelv 2. cikkének (1) bekezdését, hogy a pusztán tény, hogy az irányelv 2. cikke [(1) bekezdésének] első albekezdésében említett személy bennfentes információkkal rendelkezik, és saját vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket vesz vagy elad, illetve kísérel meg venni vagy eladni, egyben azt is jelenti, hogy ez a személy az említett bennfentes információit felhasználja?

3) Ha a második kérdésre nemleges válasz adandó, feltételezni kell-e, hogy a [2003/6] irányelv 2. cikkének alkalmazása a bennfentes információk felhasználására vonatkozó tudatos döntést előfeltételez?

Ha az ilyen döntés lehet íratlan is, 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?

4) Ha a [2003/6] irányelv 14. cikkében említett közigazgatási szankció arányosságának meghatározásához figyelembe kell venni a szerzett előnyt, feltételezni kell-e, hogy a bennfentes információnak tekintendő tény nyilvánosságra hozatala a pénzügyi eszköz árára ténylegesen jelentős hatást gyakorolt?

Ha igen, legalább mekkorának kell lennie az árfolyam mozgásának ahhoz, hogy jelentősnek minősüljön?

5) Függetlenül attól, hogy az információ nyilvánosságra hozatalát követő árfolyammozgásnak jelentősnek kell-e lennie: az információ nyilvánosságra hozatalát követően mely időszakot kell tekintetbe venni az árfolyammozgás mértékének meghatározása érdekében, és mely időpontból kell kiindulni a szerzett vagyoni előny megállapítása során a megfelelő szankció meghatározása érdekében?

6) Úgy kell-e értelmezni a [2003/6] irányelv 14. cikkét a szankció arányosságának megítélése keretében, hogy abban az esetben, ha valamely tagállam a közigazgatási szankció mellett büntetőjogi szankció lehetőségét is bevezette, az arányosság vizsgálata során a büntetőeljárás szankció lehetőségét és/vagy mértékét is tekintetbe kell venni?”⁶⁰

⁶⁰ A C-45/08. sz. ügy : Spector Photo Group NV - Chris Van Raemdonck kontra Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) (a továbbiakban: C-45/08. sz ügy) ítélet 23. pont

Az ügy érdeméről

A második és a harmadik kérdésről

A 2003/6 irányelv 2. cikkének (1) bekezdésében szereplő bennfentes „információk felhasználása” kifejezés értelméről kérdezi a Bíróságot a kérdés feltevője. E rendelkezés szerint a tagállamok megtiltják minden, a második albekezdésében említett személynek (a továbbiakban: elsődleges bennfentes), 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 ilyen ügyleteket kíséreljen meg végrehajtani a piacon.

A kérdés közelebbről arra vonatkozna, hogy ahhoz, hogy valamely ügyletet tiltott bennfentes kereskedelemnek minősítsenek, elegendő-e, ha a bennfentes információval rendelkező elsődleges bennfentes valamilyen piaci ügyletet hajt 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”.

A 2003/6 irányelv 2. cikkének (1) bekezdése nem határozza meg, hogy a tiltott ügyletet „a tények ismeretében” kell végrehajtani, csupán azt tiltja meg az elsődleges bennfenteseknek, hogy a bennfentes információt piaci ügyletek végrehajtása során használják fel. Az említett cikk a tiltott ügylet alkotóelemeit kifejezetten két alkotóelemre - azaz egyrésztől azokra a személyekre, akik a hatálya alá tartozhatnak, másrésztől pedig az említett ügyletet alkotó materiális cselekményekre - hivatkozva határozza meg.

Ezzel szemben az említett rendelkezés nem írja elő kifejezetten a materiális cselekményekre indító szándékkal kapcsolatos szubjektív feltételeket. Ily módon a 2003/6 irányelv 2. cikkének (1) bekezdése nem pontosítja, hogy az elsődleges bennfentesnek spekulatív szándéknak kell-e vezetnie, csalárd szándékkal vagy szándékosan, illetve gondatlanságból kell-e cselekednie. E cikk nem jelöli meg kifejezetten, hogy szükséges-e annak bizonyítása, hogy a bennfentes információ meghatározó volt a szóban forgó piaci ügylet végrehajtására vonatkozó döntés vonatkozásában, és azt sem mondja ki kifejezetten, hogy az elsődleges bennfentesnek tudatában kellett lennie a birtokában lévő információ bennfentes jellegének.

A fentiek alapján a második és a harmadik kérdésre azt a választ kell adni, hogy a 2003/6 irányelv 2. cikkének (1) bekezdését úgy kell értelmezni, hogy az a körülmény, hogy az említett rendelkezés második albekezdésében említett személy, aki bennfentes információval rendelkezik, és ezeket az információkat felhasználja oly módon, hogy közvetlenül vagy közvetve, saját vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket vesz vagy ad el, illetve kísérel meg venni vagy eladni, egyben azt is jelenti, hogy e személy az említett rendelkezés értelmében „ezeket az információkat felhasználja”, feltéve hogy a védelemhez való jogot és különösen a fenti vélelem megdöntésének jogát tiszteletben tartják.

Azt a kérdést, hogy az említett személy megsértette-e a bennfentes kereskedelem tilalmát, az említett irányelv céljára tekintettel kell vizsgálni, amely arra irányul, hogy biztosítsa a pénzügyi piacok integritásának védelmét, és erősítse a befektetők bizalmát, amely bizalom különösen azon a tényen nyugszik, hogy a befektetők egyenlő bánásmódban részesülnek, és megvédik őket a bennfentes információkkal való visszaéléssel szemben.

Az első kérdéstről

A kérdést előterjesztő bíróság arra kíván választ kapni, hogy a 2003/6 irányelv a bennfentes kereskedelem tilalmának teljes harmonizációját jelenti-e oly módon, hogy a tagállamok e fogalmat nem határozhatják meg az említett irányelv 2. cikkének (1) bekezdésében foglaltaknál szigorúbban.

Az előzetes döntéshozatalra utaló határozatból következik, hogy a fenti kérdést arra a feltételezett esetre vonatkozóan tették fel, ha az irányelv 2. cikkének (1) bekezdése tiltaná annak figyelembevételét, hogy azon körülmény, hogy valamely bennfentes információval rendelkező elsődleges bennfentes az említett információval érintett pénzügyi eszközökre vonatkozóan hajt végre valamely piaci ügyletet, egyben azt is jelentheti, hogy ez a személy az említett rendelkezés értelmében „ezeket az információkat felhasználja.”

Márpedig figyelembe véve a második és a harmadik előzetes kérdésre adott választ, meg kell állapítani, hogy az a feltételezett helyzet, amelyen az említett első kérdés alapul, nem valósul meg. Következésképpen arra nem kell válaszolni.

A negyedik és az ötödik kérdésről

E két kérdésével - amelyeket indokolt együtt vizsgálni - a kérdést előterjesztő bíróság lényegében arra kíván választ kapni, hogy annak érdekében, hogy a bennfentes kereskedelmet az arányosság elvének tiszteletben tartása mellett szankcionálják, figyelembe kell-e venni a szerzett vagyoni előnyt, és amennyiben igen, e vagyoni előny értékelésekor mely időpontból kell kiindulni.

Az említett bíróság ezenkívül azt kérdezi, hogy feltételezni kell-e, hogy a bennfentes információ nyilvánosságra hozatala az érintett pénzügyi eszköz árára hatást gyakorolt, és ha igen, melyik az a küszöb, amelytől e hatás jelentősnek minősülhet.

Az utóbbi kérdésre adott válaszként hangsúlyozni kell, hogy valamely információnak azon jellemzője, hogy az érintett pénzügyi eszközök árára jelentős hatást képes gyakorolni, a bennfentes információ fogalma egyik fogalmi elemét képezi.

Ahogy ugyanis a jelen ítélet 51. pontjában már szerepel, a „bennfentes információnak” a 2003/6 irányelv 1. cikkének (1) bekezdésében meghatározott fogalmára többek között az jellemző, hogy amennyiben nyilvánosságra hozzák, „valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára”, és e fogalmat a 2003/124 irányelv 1. cikkének (2) bekezdése úgy pontosítja, hogy az „olyan információ, amelyet az ésszerűen eljáró befektető nagy valószínűséggel felhasználna a befektetési döntése meghozatalához”.

A 2003/6 irányelv céljának megfelelően az ár jelentős befolyásolására irányuló alkalmasságot elsősorban a szóban forgó információ tartalmára és annak összefüggéseire tekintettel kell megítélni. Valamely információ bennfentes jellegének meghatározása érdekében tehát nem szükséges annak vizsgálata, hogy a nyilvánosságra hozatala ténylegesen jelentős hatást gyakorolt-e azon pénzügyi eszközök árára, amelyekhez kapcsolódik.

E kérdések első részét illetően emlékeztetni kell arra, hogy a 2003/6 irányelv 14. cikkének (1) bekezdése előírja, hogy a tagállamok nemzeti jogukkal összhangban biztosítják, hogy 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.

Meg kell állapítani, hogy a 2003/6 irányelv 14. cikkének (1) bekezdése nem állít fel kritériumokat a szankciók hatékonyságának, arányosságának és visszatartó erejének megítélése érdekében. E kritériumok meghatározása a nemzeti jogszabályok feladata.

A negyedik és az ötödik kérdésre tehát azt a választ kell adni, hogy a 2003/6 irányelv 14. cikkének (1) bekezdését úgy kell értelmezni, hogy a bennfentes kereskedelemről származó gazdasági előny releváns körülmény lehet a hatékony, arányos és visszatartó erejű szankció meghatározása szempontjából. E gazdasági előny kiszámításának módja és különösen a figyelembe veendő időpont vagy időszak a nemzeti jog hatálya alá tartozik.

A hatodik kérdésről

A kérdést előterjesztő bíróság lényegében azt kérdezi, hogy a 2003/6 irányelv 14. cikkének (1) bekezdését úgy kell-e értelmezni, hogy amennyiben valamely tagállam az említett rendelkezésben előírt közigazgatási szankció mellett büntetőjogi jellegű pénzbüntetés kiszabásának lehetőségéről is rendelkezik, a közigazgatási szankció meghatározásának szakaszában az esetleges későbbi büntetőjogi jellegű pénzbüntetés lehetőségét és/vagy mértékét is tekintetbe kell venni.

A 2003/6 irányelv 14. cikkének (1) bekezdése megköveteli a tagállamoktól, hogy a piaci visszaélésekért, így például a bennfentes kereskedelemért felelős személyekkel szemben általuk előírt közigazgatási intézkedések vagy közigazgatási szankciók - a tagállamok büntetőjogi szankciók alkalmazásához való jogának sérelme nélkül - hatékonyak, arányosak és visszatartó erejűek legyenek.

E rendelkezés nem értelmezhető oly módon, hogy az előírja az illetékes nemzeti hatóságok számára azt a kötelezettséget, hogy a közigazgatási jellegű pénzbüntetés meghatározásának szakaszában vegyék figyelembe az esetleges későbbi büntetőjogi szankció kiszabásának lehetőségét. A 2003/6 irányelvben említett közigazgatási szankciók hatékony, arányos és visszatartó jellegének megítélése ugyanis nem függhet valamely feltételezett későbbi büntetőjogi szankciótól.

Következésképpen a hatodik kérdésre azt a választ kell adni, hogy a 2003/6 irányelv 14. cikkének (1) bekezdését úgy kell értelmezni, hogy ha valamely tagállam az említett rendelkezésben szereplő közigazgatási szankciók mellett büntetőjogi jellegű pénzbüntetés kiszabásáról rendelkezik, a közigazgatási szankció hatékony, arányos és visszatartó jellegének megítélése céljából az esetleges későbbi büntetőjogi szankció lehetőségét, illetve mértékét nem kell figyelembe venni.

Az ítélet összefoglalása

1. A 2003/6 irányelv 2. cikkének (1) bekezdését úgy kell értelmezni, hogy az a körülmény, hogy az a személy, aki bennfentes információval rendelkezik, és ezeket az információkat felhasználja úgy, hogy közvetlenül vagy közvetve, saját vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket vesz vagy ad el, illetve ezeket megkísérli, egyben azt is jelenti, hogy e személy „ezeket az információkat felhasználja”, feltéve hogy a védelemhez való jogot és különösen a fenti vélelem megdöntésének jogát tiszteletben tartják.

Azt a kérdést, hogy az említett személy megsértette-e a bennfentes kereskedelem tilalmát, az említett irányelv céljára tekintettel kell vizsgálni, amely arra irányul, hogy biztosítsa a pénzügyi piacok integritásának védelmét, és erősítse a befektetők bizalmát, amely bizalom különösen azon a tényen nyugszik, hogy a befektetők egyenlő bánásmódban részesülnek, és megvédik őket a bennfentes információkkal való visszaéléssel szemben.

Az említett rendelkezés tehát a bennfentes kereskedelmet objektíven ítéli meg, anélkül hogy meghatározásában szerepelne az ilyen ügyletekre indító szándék, és mindez a jogharmonizáció céljából. Ezért az ügylet alkotóelemeinek együttes megvalósulása teszi lehetővé a végrehajtó szándékának a vélelmezését. E vélelem mindazonáltal nem sértheti az alapvető jogokat, és különösen az emberi jogok és alapvető szabadságok védelméről szóló európai egyezmény 6. cikkének (2) bekezdésében kimondott ártatlanság vélelmének elvét.

2. Valamely információnak azon jellemzője, hogy az érintett pénzügyi eszközök árára jelentős hatást képes gyakorolni, a 2003/6 irányelv 1 cikkének (1) bekezdésében meghatározott fogalom egyik elemét képezi, és e fogalmat az irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról szóló 2003/124 irányelv 1. cikkének (2) bekezdése úgy pontosítja, hogy az olyan információ,

amelyet az ésszerűen eljáró befektető nagy valószínűséggel felhasználna a befektetési döntése meghozatalához. A 2003/6 irányelv céljának megfelelően a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árának jelentős befolyásolására irányuló alkalmasságot elsősorban a szóban forgó információ tartalmára és annak összefüggéseire tekintettel kell megítélni.

Valamely információ bennfentes jellegének meghatározása érdekében tehát nem szükséges annak vizsgálata, hogy a nyilvánosságra hozatala ténylegesen jelentős hatást gyakorolt-e azon pénzügyi eszközök árára, amelyekhez kapcsolódik.

3. A bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló 2003/6 irányelv 14. cikkének (1) bekezdését úgy kell értelmezni, hogy a bennfentes kereskedelemről származó gazdasági előny releváns körülmény lehet a hatékony, arányos és visszatartó szankció meghatározása szempontjából. E gazdasági előny kiszámításának módja és különösen a figyelembe veendő időpont vagy időszak a nemzeti jog hatálya alá tartozik.

Ha valamely tagállam a közigazgatási szankciók mellett büntetőjogi jellegű pénzbüntetés kiszabásáról rendelkezik, a közigazgatási szankció hatékony, arányos és visszatartó jellegének megítélése céljából az esetleges későbbi büntetőjogi szankció lehetőségét, illetve mértékét nem kell figyelembe venni.

Érdekes kérdés lehet, hogy a kibocsátó lehet - e bennfentes személy. Fogalmilag nem, mert a bennfentes személynek olyannak kell lennie, aki a kibocsátóval valamilyen viszonyban pl. munkaviszonyban, vagy legalábbis valamilyen jogviszonyban áll. A kibocsátó esetén ez fogalmilag kizárt lenne, hiszen saját magával nem állhat jogviszonyban a kibocsátó. Ugyanakkor további - diszjunktív - feltétel a bennfentes személy fogalmánál, hogy a kibocsátott részvények valamilyen hányadát birtokolni kell. Itt viszont elméleti síkon lehetne bennfentes személy a kibocsátó, hiszen a kibocsátónak is lehetnek saját részvényei, ami azonban nem szükségszerű. Erről az adott részvénytársaság dönt, és dönthet úgy is, hogy nem akar saját részvényt. A saját részvények az alaptőke 25% - át nem haladhatják meg, így ebben az értelemben lehetne bennfentes személy a kibocsátó, ha a saját részvényeknek több mint 10% - át birtokolja.

Az említett jogesetben azonban dolgozói részvényekről van szó és nem saját részvényekről. A 2003/6 EK irányelv kivételi kört állít fel azon megállapodásokra amelyeket azt megelőzően kötöttek meg, hogy az érintett a bennfentes információ birtokába jutott volna. Vagyis

bizonyításra szoruló kérdés, hogy Raemdonck mikor jutott a bennfentes információ birtokába. A kivétel alól azonban alkivétel a saját részvény - visszavásárlási program keretében megszerzett opciós joggal rendelkező elsőbbségi részvények esete, csakhogy a Spector a dolgozói részvények vonatkozásában foglalt el egy *sell pozíciót*, amire meg nem vonatkozik az alkivétel, így a 2003/6 EK irányelvben írt bennfentes személy fogalma alkalmazható lenne a Spector viszonyában.

Láthatjuk, hogy Raemdonck bennfentes személynek minősül, ez ténykérdés. Más a helyzet a Spector vonatkozásában, hiszen nem derül ki az ítéletből, hogy rendelkezik - e saját részvényekkel vagy sem. Persze önmagában a saját részvényekkel való rendelkezés, vagy az olyan ügylet, ahol a saját részvényeket nem visszavásárlási program keretében szerzi meg a kibocsátó, illetve a megszerzett saját részvények nem vételi jogot biztosító elsőbbségi részvények, akkor az ilyen ügylet nem bennfentes kereskedelem

A Felügyeleti Tanácsnak a *bennfentes információról és a bennfentes információ jogos érdekből való késleltetéséről, valamint a bennfentes nyilvántartás vezetésének szabályairól* szóló 2/2008 (VIII. 14.) számú ajánlása értelmében vannak olyan bennfentes információk, amik a kibocsátóval - akár közvetve is - kapcsolatba hozhatók.

„Ha az információ bennfentes információnak minősül, a bennfentes információ megőrzési kötelezettség és az ügyletkötésekre vonatkozó törvényi tilalom lép életbe. Azonban a kibocsátót nem terheli haladéktalan nyilvánosságra hozatali kötelezettség. Sok esetben a kibocsátónak nincs is tudomása a bennfentes információ létezéséről, mielőtt az közzétételre kerül, vagy ha tud is róla, akkor sem hozhatja nyilvánosságra, amíg a hatóságok vagy egy közjogi intézmény meg nem teszi. Ha azonban a kibocsátót olyan események érintik közvetve, amelyeknek a nyilvánosságra kerülése olyan közvetlen következményekkel járna a kibocsátóra, hogy azok megfelelnek a bennfentes információ fogalmának, akkor az információkat nyilvánosságra kell hozni. Ilyen lehet például a kibocsátó részéről a kereskedési feltételek, vagy a mód megváltoztatása (market maker). „⁶¹

Amennyiben a fenti feltételek fennállnak, akkor a kibocsátónak nyilvánosságra hozatali kötelessége van, így a kibocsátó bennfentes személy. Esetünkben a Spector nem bennfentes személy, de a kibocsátó - egyébként - vagy bennfentes személynek minősül vagy nem. Ez mindig attól függ, hogy éppen milyenek a konkrét ügyletkötés körülményei, illetve mit lehet rábizonyítani.

⁶¹ a *bennfentes információról és a bennfentes információ jogos érdekből való késleltetéséről, valamint a bennfentes nyilvántartás vezetésének szabályairól* szóló 2/2008 (VIII. 14.) számú ajánlása 18. pont

3.2. A C-19/11. számú ügy: Markus Gettl kontra Daimler AG

Az előzetes döntéshozatal iránti kérelem a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló, 2003. január 28-i 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv 1. cikke 1. pontjának, valamint a 2003/124/EK bizottsági irányelv 1. cikke (1) bekezdésének értelmezésére vonatkozik.

Előzmények

E kérelmet a M. Gettl és a Daimler AG (a továbbiakban: Daimler) között azon kár tárgyában történő folyamatban lévő jogvita keretében terjesztették elő, amely M. Gettl állítása szerint annak következtében érte, hogy e társaság állítólag későn hozta nyilvánosságra az igazgatósága elnökének idő előtti távozásával kapcsolatos információkat.

Az ügy jogi háttere

A közösségi jog

A 2003/6 irányelv preambulum-bekezdései kimondják:

„Az integrált és hatékony pénzügyi piac megköveteli a piac integritását. Az értékpapírpia zavartalan működése és a piacok iránti közbizalom a gazdasági növekedés és a prosperitás előfeltételeit képezi. A piaci visszaélés sérti a pénzügyi piacok integritását, valamint aláássa az értékpapírok és a származtatott pénzügyi eszközök iránti közbizalmat.”⁶²

„A piaci visszaélés bennfentes kereskedelemről és piaci manipulációból áll. A bennfentes kereskedelem elleni jogszabályok célja megegyezik a piaci manipuláció elleni jogszabályok céljával: ez a közösségi pénzügyi piacok integritásának biztosítása és az e piacok iránti befektetői bizalom erősítése.”⁶³

„A bennfentes információ olyan pontos információ, amelyet nem hoztak nyilvánosságra, és amely közvetlenül vagy közvetve pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával, illetve egy vagy több pénzügyi eszközzel kapcsolatos. Az az információ, amely jelentős hatást gyakorolhatna valamely szabályozott piacon az áralakulásra vagy ármeghatározásra, olyan információnak

⁶² 2003/6 EK irányelv 2. pont

⁶³ 2003/6EK irányelv 12. pont

tekinthető, amely pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával, illetve ezekhez kapcsolódó egy vagy több származékos pénzügyi eszközzel közvetetten kapcsolatos.”⁶⁴

„A nyilvánosság gyors és hiteles tájékoztatása erősíti a piac integritását, ezzel szemben a kibocsátók általi szelektív információszolgáltatás a pénzügyi piacok iránti befektetői bizalom elvesztéséhez vezethet.”⁶⁵

Ugyanezen irányelv 6. cikke így rendelkezik:

„A tagállamok biztosítják, hogy a pénzügyi eszközök kibocsátói a lehető leghamarabb tájékoztassák a nyilvánosságot az említett kibocsátókat közvetlenül érintő bennfentes információkról.”⁶⁶

„A kibocsátó - jogos érdekei sérelmének megelőzése érdekében - saját felelősségére késleltetheti a bennfentes információk (1) bekezdésben említett nyilvánosságra hozatalát, feltéve hogy nem valószínű, hogy ez a késleltetés félrevezeti a nyilvánosságot, és feltéve, hogy a kibocsátó képes biztosítani a szóban forgó információ bizalmosságát. A tagállamok megkövetelhetik a kibocsátótól, hogy haladéktalanul tájékoztassa az illetékes hatóságot a bennfentes információ nyilvánosságra hozatalának késleltetésére vonatkozó döntéséről.”⁶⁷

A 2003/124 irányelv preambulum-bekezdései szerint:

„Az ésszerűen eljáró befektetők befektetési döntéseiket a már rendelkezésükre álló információra, azaz előzetesen rendelkezésre álló információra alapozzák. Ezért azt a kérdést, hogy a befektetési döntés meghozatalakor az ésszerűen eljáró befektető feltehetően figyelembe vett-e egy adott információt, az előzetesen rendelkezésre álló információ alapján kell megítélni. Az ilyen értékelés során figyelembe kell venni az információ várható hatását a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében, az információforrás megbízhatóságát, és minden más olyan piaci változót, amely várhatóan érinti a kapcsolódó pénzügyi eszközt vagy az ahhoz kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközt, az adott körülmények között.”⁶⁸

⁶⁴ 2003/6 EK irányelv 16. pont

⁶⁵ 2003/6 EK irányelv 24. pont

⁶⁶ 2003/6 EK irányelv 6. cikk (1) bekezdés

⁶⁷ 2003/6 EK irányelv 6. cikk (2) bekezdés

⁶⁸ 2003/124 EK irányelv (1) bek

„A piaci résztvevők jogbiztonságát fokozni kell azzal, hogy a bennfentes információ meghatározásának két lényegi elemét, nevezetesen az ilyen információ pontos jellegét és annak a pénzügyi eszközök vagy kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatásának jelentőségét pontosabban kell meghatározni.”⁶⁹

A Bennfentes információ

a) azt az információt kell pontosnak tekinteni, amely létező vagy alappal várhatóan létrejövő körülményekre, vagy olyan eseményre vonatkozik, amely megtörtént, vagy alappal várható, hogy meg fog történni, és elég konkrét ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülményeknek vagy eseménynek pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásáról

b) az az információ, amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára«, olyan információ, amelyet az ésszerűen eljáró befektető nagy valószínűséggel felhasználna a befektetési döntése meghozatalához.

A kibocsátó jogos érdekeivel járó helyzetek

1. a folyamatban lévő tárgyalások vagy ezekhez kapcsolódó események,
2. amikor a közzététel várhatóan érintené az ilyen tárgyalások kimenetelét vagy szokásos lefolyását, valamint
3. a kibocsátó ügyvezető testülete által hozott döntések vagy megkötött szerződések, amelyek hatálybalépéséhez a kibocsátó más testületének a jóváhagyása szükséges,
4. és a kibocsátó szervezeti felépítése szerint ezek a testületek elkülönülnek.

A nemzeti jog

A 2003/6 irányelv 6. cikkének (1) és (2) bekezdését a *hitelezők védelmének javításáról* szóló, 2004. október 28-i törvénnyel (Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes) módosított, az *értékpapírok kereskedelméről* szóló törvény (Gesetz über den Wertpapierhandel) 1998. szeptember

⁶⁹ 2003/124 EK irányelv (3) bek.

9-én hatályos változata (a továbbiakban: WpHG) a WpHG 15. §-ának (1) és (3) bekezdése ültette át a német jogrendszerbe. Ez utóbbi § (6) bekezdése szerint az a kibocsátó, aki megsérti az ugyanezen § (1)-(4) bekezdéséből eredő kötelezettségeit, a többek között a WpHG 37b. §-ában meghatározott feltételek alapján köteles megtéríteni az ennek következtében másnak okozott kárt.

Az alapeljárás kérdései

1) Egy időben elhúzódó folyamat esetében, amelynek során több köztes lépésben következik be egy bizonyos körülmény vagy esemény, csak az bír-e jelentőséggel a 2003/6 irányelv 1. cikke [1. pontjának] és a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének alkalmazása szempontjából, hogy e jövőbeli körülményt vagy eseményt ezen irányelvi rendelkezések szerinti pontos információknak kell-e tekinteni, és ennél fogva vizsgálendő, hogy e jövőbeli körülmény vagy esemény alappal várhatóan be fog-e következni, vagy egy efféle időben elhúzódó folyamat esetében a már létező vagy megtörtént, és a jövőbeli körülmény vagy esemény megvalósulásával összefüggő köztes lépések is a hivatkozott irányelvi rendelkezések értelmében vett pontos információk lehetnek?

2) Túlnyomó vagy nagyfokú valószínűséget kíván-e meg az, hogy a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése értelmében »alappal várható« legyen, hogy a körülmény vagy esemény bekövetkezik, vagy az alappal várhatóan bekövetkező körülmények vagy események alatt azt kell érteni, hogy a valószínűség foka a kibocsátóra gyakorolt hatások mértékétől függ, és az árfolyam befolyásolásra való nagyfokú alkalmasság esetén elegendő, ha bizonytalan, de nem valószínűtlen, hogy a jövőbeli körülmény vagy esemény bekövetkezik?

Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdésekről

Előjáróban emlékezni kell arra, hogy a 2003/6 irányelv 6. cikkének (1) bekezdése arra kötelezi a pénzügyi eszközök kibocsátóit, hogy a lehető leghamarabb hozzák nyilvánosságra az őket közvetlenül érintő bennfentes információkat. Az ilyen információ nyilvánosságra hozatala bizonyos feltételek mellett, a kibocsátó jogos érdekei sérelmének megelőzése érdekében késleltethető.

A bennfentes információ fogalmát az említett irányelv négy pontban foglalja össze:

1. „pontos információról van szó.

2. ezt az információt nem hozták nyilvánosságra.
3. ez az információ közvetlenül vagy közvetve pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával, illetve egy vagy több pénzügyi eszközzel kapcsolatos.
4. ezen információ nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára.”⁷⁰

Az első kérdésről

Első kérdésével a kérdést előterjesztő bíróság lényegében arra keresi a választ, hogy 2003/6 irányelv 1. cikkének 1. pontját és a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdését akként kell-e értelmezni, hogy az időben elhúzódó, bizonyos körülmény megvalósítására vagy bizonyos esemény kiváltására irányuló folyamattal kapcsolatban nem csupán az említett körülmény vagy esemény tekinthető-e az e rendelkezések értelmében vett pontos információnak, hanem e folyamat azon köztes szakaszai is, amelyek már fennállnak vagy megtörténtek, és összefüggenek e körülmény vagy esemény megvalósulásával.

A 2003/124 irányelv preambulum-bekezdéséből következik, hogy ez az irányelv a „pontos információ” 2003/6 irányelvben használt fogalmának részletesebb meghatározására irányul abból a célból, hogy a piaci szereplők érdekében erősítse a jogbiztonságot.

A 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése szerint valamely információt akkor kell pontosnak tekinteni, ha az információnak létező vagy alappal várhatóan létrejövő körülményekre, vagy olyan eseményre vonatkozik, amely megtörtént, vagy alappal várható, hogy meg fog történni, valamint az információnak elég konkrétnek kell lennie ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülményeknek vagy eseménynek pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásáról.

Az irányelv nem mondja meg a „körülmények” és az „esemény” fogalmát, így e fogalmak környelvi jelentéséből kell kiindulni. Így tulajdonképpen az időben elhúzódó folyamat köztes szakasza maga is körülménynek vagy eseménynek minősülhet a környelvi jelentés alapján.

⁷⁰ 2003/6 irányelv 1. cikk 1. pont

A 2003/6 irányelv célja, hogy biztosítsa az uniós pénzügyi piacok integritásának védelmét, és erősítse az e piacokba befektetők bizalmát. E bizalom különösen azon a tényen nyugszik, hogy a befektetők egyenlő bánásmódban részesülnek, és megvédik őket a bennfentes információk jogellenes felhasználásával szemben.

Ezzel összefüggésben az említett irányelv (24) preambulum-bekezdésének első mondata kimondja, hogy a nyilvánosság gyors és hiteles tájékoztatása erősíti a piac integritását, ezzel szemben a kibocsátók általi szelektív információszolgáltatás a pénzügyi piacok integritása iránti befektetői bizalom elvesztéséhez vezethet.

A fenti esetben egyesek, akik ilyen információval rendelkeznek, kedvezőbb helyzetbe kerülhetnének a többi befektetőhöz képest, és az információt nem ismerő más személyek rovására ebből hasznot húzhatnának (lásd ebben az értelemben a fent hivatkozott Spector Photo Group és Van Raemdonck ügyben hozott ítélet 48. pontját).

Következésképpen az időben elhúzódó folyamatba illeszkedő köztes szakaszra vonatkozó információ pontos információnak minősülhet. Hangsúlyozni kell, hogy ez az értelmezés nem csupán a már fennálló vagy már megtörtént szakaszokra érvényes, hanem a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének megfelelően azokat a szakaszokat is érinti, amelyekkel kapcsolatban alappal várható, hogy létrejönnek vagy meg fognak történni.

Mint az a jelen ítélet 29. pontjából kitűnik, ahhoz, hogy valamely információt pontosnak lehessen tekinteni, meg kell felelnie a hivatkozott rendelkezésben említett második feltételnek is, vagyis az említett információnak elég konkrétnek kell lennie ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülményeknek vagy eseményeknek az érintett pénzügyi eszközök árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásáról.

Összegezve első kérdésre tehát azt a választ kell adni, hogy a 2003/6 irányelv 1. cikkének 1. pontját és a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdését akként kell értelmezni, hogy az időben elhúzódó, bizonyos körülmény megvalósítására vagy bizonyos esemény kiváltására irányuló folyamattal kapcsolatban nem csupán az említett körülmény vagy esemény tekinthető az e rendelkezések értelmében vett pontos információnak, hanem e folyamat azon köztes szakaszai is, amelyek összefüggenek e körülmény vagy esemény megvalósulásával.

A második kérdésről

Második kérdésével a kérdést előterjesztő bíróság lényegében arra keresi a választ, hogy a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdését akként kell-e értelmezni, hogy az „alappal várhatóan létrejövő körülmények, vagy olyan esemény, amely alappal várható, hogy meg fog történni” fogalom kizárólag azokra a körülményekre vagy eseményekre vonatkozik-e, amelyek bekövetkezéének valószínűsége túlnyomónak vagy nagyfokúnak tekinthető, vagy pedig e fogalom magában foglalja annak figyelembevételét is, hogy e körülmények vagy esemény milyen mértékben gyakorolnak hatást az érintett pénzügyi eszközök árfolyamára.

Annak meghatározása érdekében, hogy alappal várható-e, hogy bizonyos körülmények létrejönnek vagy valamely esemény meg fog történni, esetről esetre kell lefolytatni a már rendelkezésre álló adatok átfogó mérlegelését.

Következésképpen a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdését annak kapcsán, hogy az az „alappal várható” kifejezést használja, nem lehet akként értelmezni, hogy az megkövetelné a szóban forgó körülmények vagy események nagyfokú valószínűségének bizonyítását.

Ha a 2003/6 irányelv 1. cikke 1. pontjának és a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének hatályát a jövőbeli körülményeket és eseményeket illetően a valószínűség ilyen fokára szűkítenénk, az sértené az uniós pénzügyi piacok integritása védelmének biztosítását és az e piacokba befektetők bizalmának erősítését. Ilyen esetben ugyanis a bennfentes személyek illetéktelen előnyökhöz juthatnának az ilyen szűkítő értelmezés folytán pontosnak nem tekinthető információk révén, az ilyen információkat nem ismerő más személyek rovására.

Ugyanakkor annak érdekében, hogy biztosítani lehessen a piaci szereplőknek - akik között a kibocsátók is szerepelnek - a 2003/124 irányelv (3) preambulum-bekezdésében hivatkozott jogbiztonságát, nem lehet pontosnak tekinteni az olyan körülményekre és eseményekre vonatkozó információkat, amelyek bekövetkezése nem valószínű. Ellenkező esetben ugyanis a kibocsátók úgy vélhetnék, hogy olyan információkat is kötelesek nyilvánosságra hozni, amelyek jellege nem konkrét, illetve amelyek nem alkalmasak arra, hogy befolyásolják e kibocsátók pénzügyi eszközeinek árfolyamát.

Ebből következik, hogy a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése az „alappal várható” fordulat alkalmazásával azon jövőbeli körülményekre és eseményekre utal, amelyekkel kapcsolatban a már rendelkezésre álló adatok átfogó mérlegelése alapján úgy tűnik, valós kilátás van arra, hogy azok létrejönnek, illetve meg fognak történni.

Arra a kérdésre, hogy a körülmények vagy esemény bekövetkezésének megkövetelt valószínűsége változhat-e aszerint, hogy e körülmények vagy esemény milyen mértékben gyakorolnak hatást az érintett pénzügyi eszközök árfolyamára, nemleges választ kell adni.

Másodsor, az az értelmezés, mely szerint minél nagyobb mértékű valamely jövőbeli eseménynek az érintett pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatása, annál alacsonyabb az ahhoz megkövetelt valószínűség foka, hogy az ezzel kapcsolatos információt pontosnak lehessen tekinteni, azt feltételeznél, hogy a bennfentes információnak a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) és (2) bekezdésében megfogalmazott két fogalmi eleme - vagyis az információ pontossága, és arra való alkalmassága, hogy jelentősen befolyásolja az érintett pénzügyi eszközök árfolyamát - közül mindegyik a másik függvénye.

Kétségtelen, hogy - mint ez a 2003/124 irányelv (1) preambulum-bekezdéséből kitűnik - az ésszerűen eljáró befektetők befektetési döntéseiket az előzetesen rendelkezésre álló valamennyi információra alapozzák. Vagyis nem csupán az esemény által a kibocsátóra gyakorolt „várható hatást” kell figyelembe venniük, hanem azt is, hogy ez az esemény milyen fokú valószínűséggel következik be. Az ilyen megfontolások ugyanakkor annak meghatározására irányulnak, hogy valamely információ jelentősen befolyásolhatja-e a kibocsátó pénzügyi eszközeinek árfolyamát.

Az eddigi megjegyzésekre tekintettel a második kérdésre azt a választ kell adni, hogy a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdését akként kell értelmezni, hogy az „alappal várhatóan létrejövő körülmények, vagy olyan esemény, amely alappal várható, hogy meg fog történni” fogalom olyan jövőbeli körülményekre vagy eseményekre vonatkozik, amelyek kapcsán a már rendelkezésre álló adatok átfogó mérlegelése alapján úgy tűnik, hogy tényleges kilátás van arra, hogy létre fognak jönni vagy meg fognak történni. E fogalmat ugyanakkor nem kell akként értelmezni, hogy figyelembe kellene venni, hogy e körülmények vagy esemény milyen mértékben gyakorol hatást az érintett pénzügyi eszközök árfolyamára.

A fenti indokok alapján a Bíróság a következőképpen határozott:

1) A bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló, 2003. január 28-i 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv 1. cikkének 1. pontját, valamint a 2003/6 irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról szóló, 2003. december 22-i 2003/124/EK bizottsági irányelv 1. cikkének (1) bekezdését akként kell értelmezni, hogy az időben elhúzódó, bizonyos körülmény megvalósítására vagy bizonyos esemény kiváltására irányuló folyamattal kapcsolatban nem csupán az említett körülmény vagy esemény tekinthető az e rendelkezések értelmében vett pontos információnak, hanem e folyamat azon köztes szakaszai is, amelyek összefüggenek e körülmény vagy esemény megvalósulásával.

2) A 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdését akként kell értelmezni, hogy az „alappal várhatóan létrejövő körülmények vagy olyan esemény, amely alappal várható, hogy meg fog történni” fogalom olyan jövőbeli körülményekre vagy eseményekre vonatkozik, amelyek kapcsán a már rendelkezésre álló adatok átfogó mérlegelése alapján úgy tűnik, hogy tényleges kilátás van arra, hogy létre fognak jönni vagy meg fognak történni. E fogalmat ugyanakkor nem kell akként értelmezni, hogy figyelembe kellene venni, hogy e körülmények vagy esemény milyen mértékben gyakorol hatást az érintett pénzügyi eszközök árfolyamára.

3.3 A bennfentes kereskedelem a magyar gyakorlatban

3.3.1 A bennfentes kereskedelem és a Mol Nyrt.

A magyar gyakorlatban sem példa nélküli a bennfentes kereskedelem. Egy 2007 - ben megjelent újságcikk értelmében a Mol Nyrt. került abba a helyzetbe, hogy „A bennfentes információk nyilvánosságra hozatalára, valamint a bennfentes információk késleltetésére vonatkozó egyes szabályok megsértése miatt 5 000 000 forint, a bennfentes kereskedelem tilalmára vonatkozó törvényi rendelkezések megsértése miatt további 43 000 000 forint felügyeleti bírság megfizetésére kötelezte a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete a Mol Nyrt.-t.”⁷¹

⁷¹ <http://www.origo.hu/archivum/20071213-megsertette-a-bennfentes-kereskedelem-tilalmat-a-mol.html> [a továbbiakban: a Mol Nyrt. és a bennfentes kereskedelem]

Az akkoriban még létező Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete a Mol Nyrt. részvényeire kötött azon ügyleteket vonta vizsgálat alá, amiket a társaság 2007. június 15. napját követően kötött meg. A piacfelügyeleti eljárás célja annak megállapítására irányult, hogy a fenti időpontot követően a Mol Nyrt. megsértette - e a piacbefolyásolásra, illetve a bennfentes kereskedelemre vonatkozó egyes jogszabályhelyeket.

A Mol Nyrt. a nyilatkozatában tájékoztatta a piaci szereplőket, hogy megegyezett az MFB Invest Zrt.-vel a részvényei kölcsönadásáról, valamint a Mol Nyrt közzétette az olasz IES és a horvát TIFON társaságok felvásárlásáról szóló megállapodásait is.

A cikk szerint „A felügyelet megállapította, hogy a Mol Nyrt. elmulasztotta a rá vonatkozó, az MFB Invest Zrt.-vel való szerződéskötésének kapcsán, valamint az IES- és a TIFON-akvizíció kapcsán felmerült bennfentes információt haladéktalanul közzétenni, holott azt a vonatkozó törvényi rendelkezések egyértelműen előírják. Az eljárás során az MFB Invest Zrt.-vel való szerződéskötésének, az IES-, valamint a TIFON-akvizíció kapcsán megállapítást nyert, hogy a Mol Nyrt. bennfentes időszakban, bennfentes információ birtokában, saját részvény vásárlására adott megbízásaival megsértette a tőkepiacról szóló törvény bennfentes kereskedelem tilalmára vonatkozó rendelkezéseit. „⁷²

A döntés indokolása értelmében a kibocsátók akkor járnak el a jogszabályok szerint, ha a bennfentes információt vagy haladéktalanul, vagy a nyilvántartásukban rögzített időpontban hozzák a nyilvánosságra, vagy pedig, amennyiben késleltetik a nyilvánosságra hozatalt, akkor ezt az ok megjelölésével az - akkor még létező - Felügyeletnek bejelentik. További elvárás, hogy a bennfentes információval érintett pénzügyi eszköz vonatkozásában a kibocsátók még a saját részvény - vásárlások tekintetében se valósítsanak meg bennfentes kereskedelmet.

3.3.2. A bennfentes kereskedelem és Soros György

A bennfentes kereskedelem az igazi tőzsdecápákat sem kíméli. Egy 2011-ben megjelent cikk szerint még magának Soros Györgynek is szembe kellett néznie a bennfentes kereskedelem vádjával. Az Emberi Jogok Európai Bírósága szerint Soros Györgynek tisztában kellett volna lennie

⁷² A Mol Nyrt. és a bennfentes kereskedelem

azzal, hogy bennfentes kereskedést valósít meg, amikor 3 millió dolláros nyereséget könyvelhetett el a francia Société Générale - on egy tranzakció eredményeként.

„A Bíróság ítélete szerint Soros tisztában volt vele, hogy bennfentes kereskedést követ el, amikor 1988-ban  gy vásárolta fel és adta el ismét a Société Générale részvényeit, hogy tudta: a bankot vélhetően megpróbálja visszavásárolni a francia  llam. A milliárdos befektető akkor mintegy 3 millió dollárt nyert az üzleten, azután ezt az összeget ki is fizette a francia államnak, miután 2002-ben egy francia bíróság elítélte emiatt.”⁷³

A francia t zsdel gyelet nem tal ta bizonyítottnak a bennfentes kereskedés tényét, mert ebben az időben a tilalom csak az adott cég alkalmazottainak a belső információ felhasználásával való kereskedésre vonatkozott és csak az 1990-ben történő t rv nymodos t s értelmében került kiterjesztésre a bennfentes kereskedelem tényállása harmadik félre is.

Az Emberi Jogok Európai Bírósága a döntésben kifejtette, hogy Soros György  zleti, illetve pénzügyi tapasztalata és a tőzsde világában való jártassága révén pontosan tisztában kellett volna lennie azzal, hogy tulajdonképpen bennfentes kereskedést folytat.

De Soros György nem hagyja annyiban a dolgot: „Ron Soffer, Soros Franciaországban működő ügyvédje a [The New York Timesnak](#) az ügyet kommentálva azt mondta, a Bíróság döntése elvileg azt jelenti, hogy ügyfelének jobban kellett volna ismernie a vonatkozó törvényt, mint a jogalkalmazóknak. Soros megtámadja a strasbourgi bíróság ítéletét,  gy végleges döntés legkésőbb az  v végén vagy 2013 elején születhet.”⁷⁴

A strasbourgi bíróság héttagú tanácsa 4-3 arányban  gy döntött: m g ha a francia jog nem fogalmazott is pontosan akkoriban a kérdésről, a tőzsdei befektetők ettől függetlenül kötelesek átlátható módon intézni ügyeiket. Soros a kérdéses időszakban már elég tapasztalt befektető volt ahhoz, hogy tudja, amit tesz, kimerítheti a bennfentes kereskedelem fogalmát.

Soros György ügyvédje ki br nd t nak nevezte az emberi jogi bíróság határozatát, és közölte, fellebbezést nyújtanak be.⁷⁵

⁷³ <http://www.vg.hu/penzugy/tozsde/birosag-sorosnak-tudnia-kellett-volna-hogy-ez-bennfentes-kereskedelem-359543> [a továbbiakban: Soros György és a bennfentes kereskedelem]

⁷⁴ Soros György és a bennfentes kereskedelem

⁷⁵ <http://www.origo.hu/gazdasag/20111006-elutasitotta-az-emberi-jogok-europai-birosaga-csutortoki-hatarozataban-soros-gyorgy.html>

3.3.3. III/PB-B-9/2007. számú Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének határozata a bennfentes kereskedelemre vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt

A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete a határozatában közeli hozzátartozójának, J. B. 2006. augusztus 24-i és 31-i tőzsdei ügyletkötéseivel kapcsolatban, Juhász Attila magánszemélynek, a Pannonplast Műanyagipari Nyrt. (a továbbiakban: Pannonplast Nyrt.) igazgatósági tagjának magatartása kapcsán a bennfentes kereskedelemre vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt Juhász Attilát 3.000.000-Ft, azaz hárommillió forint felügyeleti bírság megfizetésére kötelezte.

A Felügyelet hivatalból piacfelügyeleti eljárást indított annak megállapítása érdekében, hogy közeli hozzátartozója, J. B. 2006. augusztus 24-én és 31-én a Pannonplast Nyrt. részvényeire végrehajtott részvény tranzakcióival kapcsolatosan Juhász Attila, a Pannonplast Nyrt. igazgatósági tagja megvalósította-e a tiltott bennfentes kereskedelem tényállását.

A Pannonplast Nyrt. saját nevében, valamint Juhász Attila, a Pannonplast Nyrt. igazgatósági tagja nevében 2006. augusztus 25-én hivatalosan közzétette az alábbi tájékoztatást: "2006. augusztus 24-én, a BÉT-en az ERSTE Befektetési Zrt. közreműködésével J. B., Juhász Attila közeli hozzátartozója 29.648 db Pannonplast Nyrt. részvényt vásárolt 3.155 forintos átlagáron."

A Pannonplast Nyrt. saját nevében, valamint Juhász Attila, a Pannonplast Nyrt. igazgatósági tagja nevében 2006. szeptember 4-én hivatalosan közzétette az alábbi tájékoztatást: "2006. augusztus 31-én, a BÉT-en az ERSTE Befektetési Zrt. közreműködésével J. B., Juhász Attila közeli hozzátartozója 29.000 db Pannonplast Nyrt. részvényt adott el 3.659 forintos átlagáron."⁷⁶

2006. augusztus 28-án a napi zárást követően tette közzé a Budapesti Értéktőzsde Zrt. (továbbiakban: BÉT) honlapján a Pannonplast Nyrt. a vagyoni helyzetértékelését. A tájékoztatás szerint a vezetés 4.500-4.700 Ft között becsüli az egy részvényre jutó vagyon nagyságát. E közzététellel egyidőben a BÉT Vezérigazgatójának a határozatával a Pannonplast Nyrt.

⁷⁶ III/PB-B-9/2007. számú Felügyeleti határozat a bennfentes kereskedelemre vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt (a továbbiakban: III/PB-B-9/2007. sz. határozat)

részvényeinek tőzsdei kereskedését 2006. augusztus 29-i tőzsdenapra a kibocsátó kérésére felfüggesztette.

A Pannonplast Nyrt. 2006. augusztus 29-én rendkívüli tájékoztatásként tette közzé a kibocsátó vezetésének vagyoni helyzetértékelésére vonatkozó tájékoztatását.

A közzétételt követően a BÉT Vezérigazgatója 2006. augusztus 29-én visszaállította a részvény kereskedését.

A részvények kereskedését a visszaállítást követően szinte azonnal 10 percre szüneteltetni kellett a 10 %-os limit pozitív irányba történő átlépése miatt. A részvény prompt piacán az augusztus 28-i záróár 3.235 Ft, az augusztus 29-i záróár 3.500 Ft volt, azaz a részvény árfolyama egy nap alatt 8,2 %-al emelkedett, miközben a BUX index augusztus 28-án 21.876,54 ponton, augusztus 29-én 21.983,56 ponton zárt, azaz egy nap alatt 0,5 %-kal nőtt.

A Felügyelet megállapította

A vizsgált tőzsdei ügyletekkel J B. célja kifejezetten saját számlára történő haszonszerzés volt, melyre az alapot az általa is ismert bennfentes információ árfolyam felhajtó hatása szolgáltatta. A Felügyelet súlyosbító körülményként értékelte Juhász Attila tekintetében, hogy ő az egész ügylet sorról tudomással bírt, így tisztában volt azzal, hogy közeli hozzátartozója a bennfentes információ birtokában, azt felhasználva jelentős hasznot realizál. Mivel a Pannonplast Nyrt. igazgatósági elnökének nyilatkozata szerint a Pannonplast Nyrt.-nél a történetek idején nem volt hatályban olyan belső szabályzat, utasítás vagy egyéb szabályozó dokumentum, amely az igazgatósági tagok belső információhoz való hozzáférését kifejezetten korlátozta volna, ezért bármely igazgatósági tag gyakorlatilag bármikor hozzáférhetett a társaság vagyonebecsléséhez és a sajtótájékoztató bővebb iratanyagához.⁷⁷

Álláspontom szerint, sokkal súlyosabb büntetés született volna a bírásnál, ha az elkövetés időpontjában a Pannonplast Nyrt. - nél létezik valamilyen belső szabályzat, ami korlátozza a vezető tisztségviselők számára a vagyoni adatokhoz való hozzáférést.

⁷⁷ III/PB-B-9/2007. sz. határozat

3.3.4. H-PJ-III-B-37/2013 számú Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének határozata piacfelügyeletibírság kiszabásáról

A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által az MTI Magyar Távirati Iroda Nonprofit Zártkörűen Működő Részvénytársaság elektronikus hírszolgáltató rendszerében a Magyar Nemzeti Bank (MNB) Monetáris Tanácsának a jegybanki alapkamatláb mértékével kapcsolatos döntésére vonatkozó hamis hír jelent meg.

A piacbefolyásolás tilalmára vonatkozó jogszabályi rendelkezések megsértése miatt az Ügyfelet a PSZAF 1.000.000,-Ft, azaz egymillió forint piacfelügyeleti bírság megfizetésére kötelezte.

A piacfelügyeleti hatóság hivatalból piacfelügyeleti eljárást folytatott le. A piacfelügyeleti eljárás annak megállapítására irányult, hogy az Ügyfél elektronikus hírszolgáltató rendszerében megjelent, a Monetáris Tanács kamatdöntésére vonatkozó hamis hír kapcsán sérültek - e a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX.törvény (Tpt.) piacbefolyásolás tilalmára vonatkozó rendelkezései.

A Felügyelet észlelte, hogy az Ügyfél által üzemeltetett elektronikus hírszolgáltató rendszerben megjelentetésre került egy gyors hír, amelynek ún. leadje értelmében a Monetáris Tanács 3,90% - ra csökkentette az irányadó jegybanki alapkamatlábát.

Az Ügyfél később, a fentebb idézett gyors hírhoz tartozó javítást tett közzé.

A Felügyelet tudomására jutott, valamint a hivatalból rendelkezésére álló információk elemzése alapján úgy ítélte meg, hogy az Ügyfél hamis hírközlése kapcsán felvetődött a piacbefolyásolás tilalmára vonatkozó rendelkezések megsértésének gyanúja.

„A helyszíni ellenőrzés során az Ügyfél arról nyilatkozott, hogy a gyors híreket a munkatársai írják, akik a Monetáris Tanács kamatdöntéseinek közzétételére előre felszoktak készülni. A kamatdöntések időpontja az MNB előzetes tájékoztatásának megfelelően előre ismert nyilatkozata szerint a hír minél gyorsabb kiadása érdekében az elemzői várakozásoknak és a jegybanki előzetes nyilatkozatoknak megfelelő, várható változatokra vonatkozó gyors hír - tervezetek kerülnek előkészítésre. A piacfelügyeleti eljárás tárgyát képező gyors hír közzététele a

szokásoknak megfelelően zajlott, azonban a közzétett gyors hír leadjébe az előre elkészített, helytelen változat maradt bent.

Arra vonatkozóan, hogy a hamis adat közzététele technikai vagy személyi hiba folytán történt - e, az Ügyfél képviselője a helyszíni ellenőrzés keretében nem tudott nyilatkozni.”⁷⁸

A piacbefolyásolás éppen úgy tilalmazott magatartás, mint a bennfentes kereskedelem. Egy olyan valótlan tartalmú hírrel, ami meglehetősen befolyásolja a piac, illetve az árfolyam alakulását, nagyon könnyen rossz irányba lehet elvinni a piaci szereplők döntéseit, akik nem tudnak a közlés valótlan tartalmáról és ennek beláthatatlan következményei lehetnek.

3.4. A bennfentes kereskedelem megvalósulása a tőzsdén

A bennfentes kereskedelem elkövetési helye - már ami a nyilvános részvénytársaság részvényeit illeti - a tőzsde. Gyakorlatilag a bennfentes kereskedelmet a tőzsdei kereskedés körében a shortolással (rövidre eladással), illetve az opciós ügyletekkel lehet álláspontom szerint a legjobban elkövetni.

A részvény short esetén arról lenne szó, hogy részvényeket adunk el, ami egyébként nem a miénk - azért, hogy azt később - lehetőleg nyereséggel visszavásároljuk. A short pozíció ellentéte egyébként a long pozíció, amikor a korábban megvásárolt részvényt eladjunk, és vagy lesz profitunk vagy nem. A longolás a hagyományos kereskedés „iskolapéldája”, amivel szerintem nem lehet bennfentesen kereskedni.

A shortoló kölcsönszerződést köt meghatározott értékpapírokra, amit most nevezzünk az egyszerűség kedvéért BlueStar - nak, és később ezeket a BlueStar részvényeket letétbe helyezi, és ezért leteszi biztosítékul a BlueStar papírok értékének kb. 30% - át. Majd eladja a papírokat kb. 10000 euróért. Majd - valamilyen gazdasági esemény hatására - a papírok értéke lemegy és a shortoló visszavásárolja csökkent áron, kb. 6000 euróért. Ezt követően visszaadja a papírokat a kölcsönadónak és ezért visszakapja a letétbe helyezett összeget. Amit shortoló keres ilyenkor az a 10000 euró és a 6000 euró különbözete, vagyis 4000 euró, valamint a visszakapott letéti összeg, ami, ha 1000 db BluStar darabonként 10 eurón áll, akkor a shortolás pillanatában 10000 euróért adja el a papírokat és annak a 30% - a 3000 euró, így a shortoló nyeresége 4000 euró + 3000 euro, vagyis

⁷⁸ H-PJ-III-B-37/2013 számú Felügyeleti határozat a piacfelügyeleti bírság kiszabásáról (a továbbiakban: H-PJ-III-B-37/2013. sz határozat)

összesen 7000 euro lenne, amiből lejön a kölcsönzési díj és kamatvesztesége is van valamennyi a letéti összeg miatt. Ebben az esetben a shortoló tiszta nyeresége lehet kb. 5500 - 6000 euró. Gyakorlatilag a shortoló árfolyamesésre játszik. Az álláspontja az, hogy a piac túlértékeli a papírt, ezért mer belemenni a short pozícióba. Ebből bennfentes kereskedelem úgy lesz, hogy a shortoló bennfentes információ birtokában pontosan tudja, hogy a BlueStar értéke csökkenni fog, mert pl. egy vezető tisztségviselőtől megtudta, hogy a BlueStar igazgatótanácsa a szétválást fontolgatja, ami következtében egyes tagok kiválnának a társaságból és új céget hoznának létre. Ezáltal a papírok értéke is lemegy, hiszen az BlueStar üzleti partnerei nagy valószínűséggel szerződést bontanak BlueStar - ral, mert miután a kiválás eredményeképp lesz egy konkurens cége a BlueStar - nak, így már nem ugyanazzal a céggel lesznek szerződési partnerek. Majd később, a kiválás bejelentése után, a shortoló immáron alacsony áron visszavásárolja a BlueStar - t. Ha ennek az információnak a tudatában - még a nyilvánosságra hozatal előtt - shortol a befektető, akkor az bennfentes kereskedelem lenne. Az már csak hab lenne a tortán, ha a kiválás után a BlueStar fúzióra lépne egy másik társasággal, aminek a következtében pedig felmennek a papírok. Ebben az esetben a shortolónak a fúzióról kell hamarabb tudnia, hogy még csökkent áron megvehesse a később sokat érő papírokat.

Tulajdonképpen a shortolás jótékony hatással van a piacra, mert állandó a kereskedelem, aki elad, az vásárol is, így gyakorlatilag állandó lehet a profit. De a shortolást Európa szerte betiltották a tőzsdén, mert attól félnek hogy a shortolók lenyomják a papírok árait. Álláspontom szerint pont ez volt a rossz lépés a felügyeletheztől, hiszen amikor mindenki eladni akar, akkor a shortolók azok, akik viszont vásárolni akarnak. A shortolással nem volna semmi baj, hiszen a shortoló vissza is vásárolja, amit elad. A „baj” inkább azokkal van, akik birtokoltak papírokat, de alaptalanul megijedtek és túladtak a papírokon. Ez emberileg érthető, viszont piaci szempontból, nincs jótékony hatással a tőzsdére, mert eladni akkor kell, ha a papírok esésnek indulnak. Ma egyedül csak nálunk, a BÉT - en lehet Európában még shortolni.

A másik hasonló jellegű ügylet lehetne az opciós ügylet. Azon belül is az eladási (put) opció. Ennek az ügyletnek az lenne a lényege, hogy az opciós szerződéssel, ami egy határidős szerződés, az opció jogosultjának - vevőjének - eladási joga van egy papírra, míg az opció kiírójának - eladójának - vételi kötelezettsége van a papírra. A bennfentes kereskedelem akkor valósulna meg, ha az opció jogosultja bennfentes információ birtokában eladja a papírt - ez bármikor a jogában áll - úgy, hogy az opció kötelezettje meg fogja vásárolni a papírokat. Ez álláspontom szerint a Btk.

410.§ b) pontjába ütköző magatartás, amikor az elkövető „mást bíz meg” azzal, hogy a bennfentes információval érintett papírt megvegyék. Ennek a büntető tényállási fordulatnak az elkövetési magatartása véleményem szerint az eladási opcióval is megvalósulhat.

Ami a vételi (call) opciót illeti, elviekben ez is megvalósíthat bennfentes kereskedelmet, bár állásponatom szerint, ennek a gyakorlati relevanciája igen csekély. Itt arról lenne szó, hogy az opció jogosultjának vételi joga lenne egy olyan papírra, amit az opció kötelezettje eladási kötelezettségével élve eladna. Tekintettel arra, hogy senki sem akarna olyan papírt megvenni, ami keveset ér, és vagy felmegy, vagy nem, így nehezen lehetne az ilyen ügylet bennfentes kereskedelem.

Zárszó

Ha megkérdezzük egy befektetési brókert, hogy mi mozgatja az értékpapírtőzsdét, akkor valószínűleg gondolkodás nélkül rávágja, hogy a pénz. Nos, ez nem így van. A tőzsdét nem a pénz mozgatja, hanem az információ. A pénz is fontos, hogyne lenne az. Csakhogy a pénz, az eredménye a tőzsdei műveletnek, amik csak akkor hozhatnak profitot, ha reális információon alapul az ügylet. Információn, amit érdemes megfogadni. Alapesetben, abban nincs semmi törvénytelen, ha egy tőzsdei tranzakció információon alapszik. De, ha ezt az ügyletet olyan információra alapozzuk, amit olyan személytől szereztünk, aki valamilyen vezető pozíciójánál fogva tudta meg azt az információt, amivel később nagy hasznot szerzünk, akkor ez már lehet bennfentes kereskedelem.

Állásponatom szerint, a tőzsdén nagyon gyorsan és nagyon nagy vagyont szerezni igazából csak szerencsével lehet vagy bennfentes információra alapozva. Tőzsdemágusok nincsenek. Biztos vannak trükkök, amiket a brókereknek megtanítanak a mentoraik, vagy amiket évek hosszú gyakorlatával el lehet sajátítani. Lehet bonyolult matematikai számításokkal alátámasztani egy short pozíciót, és természetesen lehet reggeltől - estig nézegetni és elemezni az index - grafikonokat a számítógépen. Ezek mind fontosak, ahhoz, hogy sikeres legyen az opciós ügylet.

Azt azonban látnunk kell, hogy még a tőzsdecápák pl. Soros György, sem kerülnek el a bennfentes kereskedelem vádját. Az persze más kérdés, hogy kinek lehet igaza egy ilyen helyzetben. A legtöbb vállalat már a saját üzletszabályzatában rendelkezik a bennfentes kereskedelemmel kapcsolatos kérdésekről, hogy elejét vegyék a későbbi problémáknak, valamint,

hogy saját magukat is levédjék. A Pannonplast - ügyben nem volt ilyen dokumentum. Ha lett volna, akkor nem csak bírság kiszabása történik, hanem esetleg komolyabb szankció is. A Synergion viszont már gondolt erre, így neki már van bennfentes kereskedelemre vonatkozó belső szabályzata.

A bennfentes kereskedelem nem tesz jót a piacnak. A bennfentes információra alapított ügylet nem mozgatja meg a piacot, hiszen a befektetők széles köre pont nem értesül egy jó befektetési lehetőségről, ami pedig hátrányos a piac szereplőire és az egész piacra.

A bennfentes kereskedelmet nem lehet megszüntetni. Lehet harcolni ellene, lehet egy - két ügyben vizsgálatot kezdeni piacfelügyeleti eljárás keretében, és bírságot kiszabni, és talán lehet évente két - három esetben vádat emelni. Amíg pénz létezik, és hát az a helyzet, hogy ez még egy jó ideig így is marad, addig lehet bennfentesen kereskedni a tőzsdén.

Remélem sikerült valamennyire bemutatnom a bennfentes kereskedelem elsődlegesen értékpapírjogi szempontú megközelítését, a történeti előzményeit, hatályos szabályozását, mind a magyar, mind az uniós normákban.

Azt gondolom, hogy a bennfentes kereskedelem olyan, mint a pénz: soha nem alszik és állandóan mozgásban van.

Hivatkozott irodalom

- **Dr. Tomori Erika:** Értékpapírjog és a Tőkepiac szabályozása - Közép - európai Brókerképző Alapítvány, 2012
- **Csizmár Tamás :** Belfentesek nyomában, avagy mit tudtak a Tőzsdecápák, amit más nem
Hitelintézeti Szemle XIV. évfolyam 4. szám 2012.
- **Dr. Fodor István :** Belfentesek, rettegjétek! A belfentes kereskedelem büntetőjogi szabályozása Glossa Iuridica - Bűnügyi Tudományok II. évfolyam 1. szám
- **Vajda István :** Belfentes kereskedelem - Közgazdasági Szemle L. évfolyam 2003.
- **Dr. Sági Judit :** Banktan - Saldo, 2007
- **Bíróság:** Sorosnak tudnia kellett volna, hogy ez belfentes kereskedelem -
vg.hu/pénzügy/tőzsde 2013. április 27.
- **Megsértette a belfentes kereskedelem tilalmát a Mol** - origo.hu 2007. december 13.

Egyéb felhasznált irodalom

- **Harsányi Gyöngyi :** A Belfentes kereskedelem a magyar és német jogban - Publicationes Universitatis Miskolciensis. Sectio Juridica et Politica. 1997
- **Biedermann Zsuzsanna :** Az Amerikai pénzügyi szabályozás története - Pénzügyi Szemle
- **A belfentes kereskedelem és egyéb piaci manipulációk tilalma** - Cégvezetés 89. szám 2005. szeptember 1.
- **Évente egy - két belfentes kereskedelmi ügyben indul büntetőeljárás** - origo.hu 2012. január 27.
- **Oliver Stone:** Tőzsdecápák I. (Wall Street) - 1987. Michael Douglas (Gordon Gekko) és Charlie Sheen (Bud Fox) főszereplésével

- **A bennfentes kereskedés tilalma** - Dolceta.eu Pénzügyi szolgáltatások
- **Elrettentő PSZAF büntetés bennfentes kereskedelem miatt** - PORTFOLIO.HU/Vállalatok

2002. január 10.

Jogszabályjegyzék

1. **89/592 EGK Irányelv** a *bennfentes kereskedelemről szóló szabályok összehangolásáról*
2. **2003/6 EK irányelv** a *bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló*
3. **A 2003/124/ EK irányelv** a *2003/6/EK Irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról*
4. **2004/72/ EK Irányelv** a *2003/6/ EK Irányelvnek az elfogadott piaci gyakorlatok, az árualapú származtatott ügyletekre vonatkozó bennfentes információ fogalom meghatározása, a bennfentesek jegyzékének összeállítása, a vezető tisztségviselők ügyleteinek bejelentése és a gyanús ügyletek bejelentése tekintetében történő végrehajtásáról*
5. **Az Európai Parlament 2013. szeptember 10 - i álláspontja** a *bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló európai parlamenti és tanácsi rendelet elfogadására tekintettel*
6. **1990. évi VI. törvény** a *egyes értékpapírok nyilvános forgalomba hozataláról és forgalmazásáról, valamint az értékpapírtőzsdéről*
7. **1996. évi CXI. törvény** a *értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír - tőzsdéről*

8. 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

9. 2007. évi CXXXVIII. törvény a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól

10. 28/2005. (VIII. 26.) PM rendelet a piacbefolyásolásra utaló magatartások vizsgálatakor figyelembe veendő körülményekről, az elfogadott piaci gyakorlat megállapításának folyamatáról, valamint a bennfentes információ nyilvánosságra hozatalának jogos érdekből történő késleltetésével kapcsolatos szabályokról

11. 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról

12. 2012. évi C. törvény a Büntető Törvénykönyvről

13. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének 2/2008 (VIII. 14.) számú ajánlása a bennfentes információról és a bennfentes információ jogos érdekből való késleltetéséről, valamint a bennfentes nyilvántartás vezetésének szabályairól

14. III/PB-B-9/2007. számú Felügyeleti határozat a bennfentes kereskedelemre vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt

15. H-PJ-III-B-37/2013 számú Felügyeleti határozat a piacfelügyeleti bírság kiszabásáról