

Dr. Barnóczki Péter*:

**Az MNB az uniós szabályokat kéri számon a tőkepiaci manipuláció tilalma
kapcsán**

A TEBÉSZ-nek nem az MNB-vel, hanem az Európai Unió valamennyi tagállamában – szó szerint ugyanazzal a szöveggel – hatályban lévő és közvetlenül alkalmazandó jogszabállyal van vitája a piaci manipuláció tilalmára vonatkozó szabályokat illetően. Az uniós rendelet végrehajtásának jogával és felelősségével felruházott jegybank célja a tőzsdei ökoszisztéma fejlesztése, az integrált, hatékony és transzparens magyar tőkepiac működési feltételeinek biztosítása. Azért, mert mélyen hisz benne: az értékpapírpiac zavartalan és minél hatékonyabb működése és a tőkepiac iránti közbizalom hosszú távon a gazdasági növekedés előfeltétele. Az MNB válasza a TEBÉSZ elnökének [véleménycikkére](#).

„A piac sosem téved, az ember viszont gyakran” – tartja a Jesse Lauriston Livermore-nak, a hőskorszak legendás amerikai tőzsdei befektetőjének tulajdonított mondás. A Napi.hu portálon megjelent írásában Dióslaki Gábor, a Tőzsdei Egyéni Befektetők Érdekvédelmi Szövetségének (TEBÉSZ) elnöke egy közelmúltbeli, a Magyar Nemzeti Bank (MNB) által feltárt és még szerinte is példásan szankcionált konkrét piaci manipuláció kapcsán – a „szabadpiac” védelmét zászlajára tűzve – a tőkepiac manipulálása elleni felügyeleti fellépés gyakorlata ellen érvel.

Az MNB eredeti - a TEBÉSZ felhorkanását kiváltó – [szakmai cikkének](#) konklúziója szerint a hatékonyan működő – és így ideális esetben minél ritkábban „tévedő” – tőkepiac legfontosabb előfeltétele maga a befektetési döntések alapjául szolgáló, megfelelő minőségű információ. A tőzsdén az információ pontossága, megbízhatósága, megalapozottsága az egyik legmagasabb rendű védendő érdek. A racionális befektetők befektetési döntéseiket ugyanis – tekintsünk most el a szintén az MNB által napi szinten üldözött bennfentes kereskedelem bűnétől – a nyilvánosan elérhető (tehát a tőzsdei cégek által közzétett, vagy például a megkötött tőzsdei ügyletekből, illetve az ajánlati könyvben látható tőzsdei ajánlatokból levonható) információkra alapozzák.

Abban talán még alappal feltételezhető egyetértés a TEBÉSZ és az MNB között, hogy a tőkepiacon a nem megfelelő minőségű információ rövid időn belül jelentősen befolyásolhatja a pénzügyi eszközök árát. Ebből adódóan pedig a befektetőket már azelőtt kár érheti, mielőtt egy fals információ hamis vagy félrevezető voltára utólag fény derülne.

A tőkepiac manipulálása – szögezte le tehát korábban az MNB a tőkepiaci visszaéléseket generálisan tiltó EU-s rendelet (Market Abuse Regulation, MAR) vonatkozó rendelkezéseinek „értelmét” illusztrálva – éppen azért különösen káros a befektetők számára, mert ezáltal kénytelenek befektetési döntéseiket téves vagy torz információkra alapozni. A jegybank arra is rámutatott, hogy az ilyen magatartás végső soron káros a tőzsdei cégek számára is, mert rontja a velük kapcsolatban rendelkezésre álló információ iránti bizalmat, ami pedig alapesetben a nyilvános működés egyik legfőbb hozzáadott értéke.

Kommentár nélkül: az MNB szakmai cikkének apropóját adó konkrét ügy kapcsán Dióslaki kifejti, hogy az *„a TEBÉSZ szerint is egy gigantikus csalási kísérletnek látszott (...) és csak dicsérni lehet az MNB-t, annak részletes felderítéséért és példa értékű szankcionálásáért”*. Arra is utal, hogy a *„csaláskísérlet megvalósíthatósága ellen maga a TEBÉSZ is fellépett, mind az MNB felé tett bejelentésekkel (...), mind a saját szerény eszközeivel, társaságjogi perrel”*.

A TEBÉSZ elnökének szerénysége – a másik fél érdemei elismerésének gesztusát viszonzva – abban az értelemben indokolatlan, hogy az MNB eredeti cikkének konklúziójában is arra biztatta a részvényeseket (eképpen magát a TEBÉSZ-t is), hogy tevékenyen éljenek tulajdonosi, részvényesi jogaikkal. Ezek tudatos használatával ugyanis maguk is aktívan hozzájárulhatnak a tőzsdei cégek transzparensabb működéséhez. Abban az értelemben viszont sajnos nagyon is indokolt, hogy – Dióslaki Gábor szavait idézve – a *„gigantikus csalási kísérlet”* ügyében indított társasági jogi pertől a TEBÉSZ a saját honlapján közzétett hírek alapján végül elállt, mert *„úgy ítélte meg, hogy immár nagyobb kisbefektetői érdek fűződik a (...) kialakult állapot fenntartásához, mint a pernyertesség esetén beálló eredeti állapot visszaállításához”*. A társasági jogi pert tehát a hírek szerint a TEBÉSZ és a kibocsátó közös megegyezésével szüntették meg.

Dióslaki a cikk döntő részét a konkrét üggyel elkerülve annak a kritikának szenteli, hogy miért téves és káros a „szabadpiacra” az MNB jogszabály-értelmezése, miszerint *„piaci manipulációnak számít többek között minden olyan*

magatartás, amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad(hat) valamely pénzügyi eszköz ára tekintetében”.

Kezdetnek vessünk egy pillantást a jogszabály szövegére! Eszerint *„piaci manipuláció (...) olyan ügylet kötése, vételi vagy eladási megbízás adása, vagy olyan egyéb magatartás, amely (...) hamis vagy félrevezető jelzéseket ad, vagy valószínűsíthetően adhat valamely pénzügyi eszköz (...) kínálata, kereslete vagy ára tekintetében”.*

Nem az olvasó hibája, ha sokadik nekifutásra sem találja az érdemi különbséget a jogszabály szövege és az MNB – állítólagosan – a szocialista tervgazdaság visszatérésével fenyegető jogszabály-értelmezése között. Amikor tehát Dióslaki azt írja, hogy *„a piacon ténylegesen kialakult ár bárminemű eltérítését, eltérítési kísérletét tartják általános jelleggel jogsértőnek az MNB-ben”*, akkor alapvetően nem a magyar jegybankkal, hanem a piaci manipulációt Berlintonól Dublinig ugyanezzel a fordulattal tiltó európai uniós rendelettel száll vitába.

A piaci manipulációnak három – ha úgy tetszik – „fokozata” van. A legsúlyosabb formái, amikor például az árfolyam tekintetében egy tőzsdei ügylet ténylegesen hamis vagy félrevezető jelzést ad, bűncselekménynek minősülnek – a félreértések elkerülése végett ezt sem az MNB, hanem a Büntető Törvénykönyv 411. §-a állítja.

Ehhez képest a MAR – s ezt valóban jól érti a TEBÉSZ – egyfajta „előrehozott védvonalat” létesít, amikor úgy rendelkezik, hogy a piaci manipuláció már abban az esetben is megvalósul, amennyiben csak a lehetősége áll fenn annak, hogy a tőkepiac manipulálására alkalmas magatartás hamis vagy félrevezető jelzéseket közvetíthet a tőkepiaci szereplők felé. És végül a tőkepiac köré emelt védvonalat egy lépéssel még előrébb hozva a vonatkozó uniós rendelet (MAR) a kísérletet is büntetni rendeli, tehát azt is, ha mondjuk egy áramszünet miatt a piaci manipulációra alkalmas megbízás végül be sem került a tőzsde rendszereibe. A téves jogszabály-értelmezés gyanúját megelőzve, szó szerinti az idézet: *„[t]ilos (...) a piaci manipuláció kísérlete”.*

A TEBÉSZ azt is felrója, hogy a felügyeleti gyakorlat szerint *„a piaci manipuláció akkor is megvalósulhat, ha »a tőkepiac szereplőit egyébiránt racionális gazdasági cél vezeti«”.*

Nézzünk pár konkrét példát az elmúlt évekből, hogy az MNB által piaci manipuláción kapott szereplők milyen „racionális” gazdasági célra hivatkozással próbáltak meg kibújni az általuk elkövetett jogsértés következményei alól.

Nos, a teljesség igénye nélkül volt, aki saját bevallása szerint is csak „szórakozásból” adott be piacidegen megbízásokat, vagy szerencsejátékként tekintett a tőzsdére, megint más „heccelni” szerette volna a többi részvényest. Volt, aki azért kötött önmagával tőzsdei ügyletet, mert csak az MNB-től értesült róla, hogy egy félresikerült tőzsdei megbízást egyébként vissza is lehet vonni, más piacidegen megbízásaival az „MNB figyelmét szerette volna felkelteni”. Ezekhez képest már szinte „racionálisnak” is tekinthető az a védekezés, amely szerint a vizsgált, piaci manipulációt megvalósító tőzsdei ügylet kifejezetten adóoptimalizálási célból kötött.

Könnyen el lehetne ütni a kérdést a fenti megmosolyogtató példák sorolásával. Fontos azonban látni, hogy adott esetben akár gazdaságilag teljes mértékben helytálló védekezést sem kell – utalt rá az MNB szakmai cikke – a hatóságnak elfogadnia. Ennek egyszerű oka van: a piaci manipuláció generálisan tilos, és a jogi szabályozás nem teszi lehetővé, hogy valaki – a saját szubjektív szempontjai alapján akár teljesen racionális módon – olyan tőzsdei ügyletet kössön, ami félrevezetheti a többi részvényest a kereskedés volumenét vagy az árfolyamot illetően.

Ez ugyanis egész egyszerűen azon esetek egyike, amikor egyetlen szereplő magánérdeke (legyen az szubjektíve bármennyire racionális) nem írhatja felül a közösség érdekét: jelen esetben a tőkepiac minél hatékonyabb működéséhez, a minél inkább a valós keresleti-kínálati viszonyok által alakított árfolyamokhoz fűződő közérdeket. Épp a piacfelügyeleti eljárásokban gyakori, néha valamennyire komolyan vehető, de jellemzően teljesen komolytalan védekezéseket látva próbálta erre az MNB ismeretterjesztő jelleggel felhívni a figyelmet.

Könnyű ugyanis belátni: ilyenkor a többi részvényes nem tudja, hogy például a számára likvidnek tűnő papír piacán mondjuk az adott időszaki kereskedés 100 %-a az ugyanazon szereplő két értékpapírszámlája közötti átkötésből származik, aki csak az értékpapír számlái közti transzferálásának – a tőzsdei megbízáshoz képest magasabb – díját szeretné megspórolni (nem teljesen légből kapott a példa.) Racionális ez a védekezés? Persze, így sokszor tényleg olcsóbb!

Félrevezetheti ez a többi részvényest azzal kapcsolatban, hogy mennyire likvid a papír piaca? Hát persze, hogy igen!

A fentieket – akár csak a vita kedvéért – elfogadva, az MNB álláspontjának tudatos és szándékos kifacsarásával lehet csak a TEBÉSZ azon állításáig eljutni, hogy a piaci árazás védelme érdekében az MNB „piaci manipulátorként” bélyegezné meg azon szereplőket, akik teljesen életszerű módon mondjuk egy tőzsdei cég fundamentális értékelésének változását elsőként felfedezve a prompt árfolyamot elmozdító megbízásokat adnak. Az MNB tehát nem a piaci ár felsőbbrendűségét állítja bármilyen más árazási módszerhez képest, hanem „mindössze” afölött őrködik, hogy a piaci ár mindig a valós kereslet-kínálati viszonyok mentén alakuljon, mesterséges külső befolyástól, torzítástól – Dióslakit idézve: „meggyalázástól” – mentesen.

El kell ismerni, hogy kifejezetten hangzatos és kattintásvadász az állítás, miszerint *„minden olyan piaci szereplő, aki az előző kötésárnál akár már két lépésközzel is olcsóbban ad, vagy drágábban vesz, az el is követte a piaci manipuláció MNB-s értelmezését”*. Csakhogy a jegybank nem ezt állítja, a felügyeleti gyakorlat pedig végképp nem ezt támasztja alá.

Az MNB ezekben az ügyekben ugyanis mindig a kifejezetten élet- és észszerűtlen, piacidegen, árelhúzó kereskedési technikákat deríti fel, és természetesen nem az előző kötéshez képest két árlépésközzel magasabb vagy alacsonyabb megbízást beadó szereplőket vegzálja. Dióslaki állításával ellentétben rendszerint nem is egy darab kötés képezi a vizsgálat tárgyát, hanem az adott részvényes számos (jellemzően százas vagy akár ezres volumenű) kötését és az azokból kiolvasható olyan egyértelmű mintázatot, kereskedési magatartást keresi az MNB, amelyek kirívóan eltérnek az észszerűen eljáró befektető szokásos tőkepiaci kereskedési magatartásától.

Ha a TEBÉSZ elnöke valóban látta az MNB *„befektetői hajhullást kiváltó”* – a bíróság által egyébiránt felülvizsgált és jóváhagyott – 2017-es határozatát, akkor pontosan tudja, hogy abban a konkrét ügyben az MNB által szankcionált, egy kifejezetten nagy tőkepiaci tapasztalattal rendelkező, professzionális befektető utasításait végrehajtó társaság nem *„két árlépésközzel”*, hanem közel 20 %-kal húzta el egy illikvid tőzsdei részvény árfolyamát úgy, hogy a megbízás piacidegen volta miatt a brókercég alig tudta azt rögzíteni a tőzsde kereskedési rendszerébe.

Ha a TEBÉSZ szerint az, hogy az MNB ehhez nem asszisztál szó nélkül, és ha az ezért kiszabott 210 ezer forintos piacfelügyeleti bírság és – ami ennél jóval fontosabb – a részvényes figyelmeztetése, hogy a jövőre nézve lehetőség szerint tartózkodjon az ilyen kereskedési magatartástól, a piacgazdaság végét hozza el, akkor nehezen fogunk közös nevezőre jutni.

Végül említésre érdemes körülmény, hogy a TEBÉSZ elnöke egy, a jegybank ismeretterjesztő szakmai cikkére írt válaszában jut el a „titkolózó MNB-kommunikációig”. Egyidejűleg rója fel egyrészt azt, hogy az MNB közzétett határozataiból az egyes ügyek részletei a nyilvánosság számára nem ismerhetők meg, másrészt azt, hogy a jegybank az egyes ügyek részleteiről sajtóközleményekben, az általános gyakorlata kapcsán pedig ismeretterjesztő szakmai cikkekben kommunikál a nyilvánossággal.

Talán nem is érdemes hosszabban boncolgatni az állítások belső logikáját és azt a körülményt, hogy a határozatok – értékpapír- és banktitokkal, személyes adatokkal teletűzdelt – indokolását az MNB miért nem teheti teljes terjedelmében közzé.

Egyetlen adatot szeretnénk idézni: az elmúlt 5 évben tőkepiaci visszaélések kapcsán közzétett több mint 50 sajtóközlemény és közel 10 szakmai cikk, interjú azt jelenti, hogy az MNB ebben a (még a tőkepiacnak is csak egy szűk szeletét jelentő) témakörben átlagosan havonta egyszer nyilvánosan kommunikált a befektetők tájékoztatása érdekében (is). E számban a kifejezetten a tőzsdei cégeket célzó szakmai kommunikáció (kibocsátói workshopok, vezetői körlevelek, befektetési kapcsolattartóknak tartott kurzusok stb.) természetesen nincsen benne.

**A szerző az MNB tőkepiaci és fogyasztóvédelmi jogérvényesítési igazgatója*

„Szerkesztett formában megjelent a napi.hu portálon 2021. március 19-én.”