

Szívós Alexander

joghallgató (PTE ÁJK), az ÓNSZ Civilisztika tagozatának tagja

MiFID rezsim és az abban bekövetkező változások

I. Bevezetés

Markets in Financial Instruments Directive, ismertebb nevén MiFID irányelv, egy egységes szabályrendszer kialakítását hivatva 2007. november 1. óta alkalmazandó az Európai Unió (továbbiakban: EU) egész területén. Létrehozásának szükségessége onnan eredeztethető, hogy az ezredfordulót követően egyre több vállalkozás lépett elő a pénzügyi piacok aktív szereplőjévé, portfóliójuk sokkal összetettebb és szélesebb körű szolgáltatásokat kínált, mint korábban, az ebből levont következtetések értelmében pedig világossá vált, hogy a közösségi jogi kereteknek le kell fedniük a befektető-központú tevékenységek teljes körét.¹ A Parlament és a Tanács által közösen megalkotott jogszabály az EU-s pénzügyi szabályozás sarokkövének számít azáltal, hogy kifejezett szándéka az uniós pénzügyi piacok versenyképességének fejlesztése, többek között a befektetési termékek és szolgáltatások közös piacának kialakítása, továbbá a befektetők védelmének összetett, magas fokú biztosítása, az átláthatóság, hatékonyság, tisztességesség elveinek előmozdítása révén.

Az irányelv hazai implementációját a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdéi szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény (továbbiakban: Bszt.) valósította meg. A jogalkotó a Bszt. nyomán a befektetési szolgáltatási tevékenység hazai és európai szabályainak egységesítését, átláthatóságának és nemzetközi versenyképességének fejlesztését, de legfőképpen a befektetők érdekeinek hatékonyabb védelmét kívánta elérni. A MiFID értelmében a befektetési vállalkozások kellő mértékű információt kötelesek gyűjteni a befektetni szándékozó személy céljai, tapasztalatai, pénzügyi helyzete és lehetőségei vonatkozásában. Ezen adatok birtokában egyedileg kiválasztott termékek és szolgáltatások nyújtásával, az ügyfél, mint fogyasztó számára a legmegfelelőbb befektetési opciót kínálják.

Polgári Törvénykönyvünk bevezető rendelkezéseiben megtaláljuk a magánjogi jogviszonyokra irányadó általánosan érvényesíteni kívánt mellérendeltség és egyenjogúság követelményét. Jól látható, hogy a jogalkotó további, a szerződések jogában lefektetett

¹ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelv (2) bek.

alapelvekkkel szándékozik a mellérendeltség kritériumát megvalósítani. A felek kötelesek a szerződéskötési tárgyalások alatt, a szerződés megkötésénél, valamint a fennállása alatt és a megszűnése során is együttműködni és tájékoztatni egymást a kontraktust érintő lényeges körülményekről. A kontraktuális felelősség általános szabályai szerint felel az a személy, aki az iménti előírás megszegésével a másik félnek kárt okoz.² Annak ellenére, hogy a magánjog szabályai az irányadók a befektető és a befektetési szolgáltatást nyújtó vállalkozás viszonyára, a lakossági ügyfelek komoly hányada az alárendelt szerepét tölti be a befektetésre vonatkozó szerződéses kapcsolatokban. A MiFID irányelv a kisbefektetők alárendelt pozíciót igyekszik a mellérendeltség szintjéhez közelíteni, azzal, hogy nagyfokú tájékoztatási kötelezettséget ír elő a befektetési vállalkozások számára is. Az más kérdés, hogy a gyakorlatban ez a célkitűzés milyen mértékben valósul meg.

II. Az új szabályozás létrejötte

Kijelenthető, hogy MiFID I irányelv hozzájárult a szabályozott piacok és a részvényt piacok integrációjának javításához és a kapcsolódó verseny fokozásához.³ Ennek ellenére, az elmúlt években a pénzügyi piacokon történő változások és az a tény, hogy az egységes implementáció tagállami szinten nem ment végbe minden igényt kielégítően, a MiFID rezsím felülvizsgálatát indokoltá tették. A rendszerrel szembeni aggályokat jelentősen felerősítette a 2008-ban kibontakozó globális válság, valamint a gyorsan fejlődő technológiai újítások, amelyeknek köszönhetően az Európai Bizottság hosszas szakmai munka eredményeként kidolgozott egy újabb, egységesebb szabályrendszert. Így született meg 2014/65/EU irányelvként a MiFID II és 600/2014/EU rendeletként az ún. MiFIR. A két jogi eszköz közösen teremti meg a befektetési vállalkozásokra, szabályozott piacokra és az adatszolgáltatókra vonatkozó követelményeket szabályozó jogi keretrendszert, melyekre a jogalkotó együttes értelmezést rendel alkalmazni.⁴ A jogszabályok átfogó célja „annak lehetővé tétele, hogy a pénzügyi piacok a gazdaság javára tevékenykedjenek, a biztonságosság és az átláthatóság javítása révén támogassák a foglalkoztatást és a növekedést, és fokozzák a befektetői bizalmat.”⁵ A pénzügyi-befektetési iparágban számos változást előidéző irányelv és a rendelet 2014. június 12-én jelent meg az Európai Unió Hivatalos Lapjában. Az utóbbi időszak fontos fejleménye, hogy 2016. június 30-án közzétették azt az irányelvet és rendeletet, melyek a MiFID II-t és a MiFIR-t módosítják. Ez alapján a MiFID II

² 2013. évi V. törvény a polgári Törvénykönyvről 6. könyv 62. § (1) és (3) bek.

³ Bizottsági Szolgálati Munkadokumentum A Hatásvizsgálat Vezetői összefoglalója 2. o.

⁴ Az Európai Parlament és Tanács 600/2014/EU rendelet (3) bek.

⁵ Bizottsági Szolgálati Munkadokumentum. A Hatásvizsgálat Vezetői összefoglalója 2. o.

tagállami jogba való átültetésének ideje 2017. július 3.-a⁶ és 2018. január 3.-a a MiFIR-el együtt megvalósuló alkalmazásuk kezdő időpontja. Nemzeti jogrendszerünkbe történő implementálás a pénzügyi piacok működését és a pénzügyi eszközök kereskedését szabályozó törvények jogharmonizációs célú módosításáról szóló 2017. évi LXIX. törvény útján megy végbe.

III. 1. MiFID I

Az irányelv hatálya a befektetési vállalkozásokra és a szabályozott piacokra vonatkozik, továbbá a 2000/12/EK irányelv alapján engedélyezett, befektetési szolgáltatást nyújtó ill. befektetési tevékenységet végző hitelintézetekre. A jogszabály rendelkezései kiterjednek a befektetési vállalkozások engedélyezési és működési feltételeire, a piac átláthatóságára és integritására, a befektetési vállalkozások jogaira, a szabályozott piacokra, hatásköri és illetékességi kérdésekre, egyes tagállamok hatóságainak egymás közötti, illetve harmadik országokkal való együttműködésére, valamint az ESMA⁷-ra, vagyis az Európai Értékpapír-piaci Hatóságra (a továbbiakban EÉPH), végül, de nem utolsó sorban pedig a befektetővédelem biztosítására. Befektetési vállalkozások működtetése a tagállamokban előzetes engedélyhez kötött, ezzel segítve a kínált szolgáltatások tisztességes, jogszerű, szakmai alapon történő nyújtását. Az engedélyt az adott állam kijelölt, illetékes hatósága adja meg a jogszabályban meghatározott indulótökével és befektetőkártalanítási rendszerben való tagsággal rendelkező vállalkozásoknak. Az EÉPH-et, mint felügyeleti hatóságot valamennyi engedély kiadásáról értesíteni kell, ezenfelül az intézmény jegyzéket készít az unióban működő összes befektetési vállalkozásról, és azt saját honlapján közzéteszi. A jegyzék bárki számára nyilvánosan hozzáférhető, naprakész információkat tartalmaz azon szolgáltatásokról és tevékenységekről, melyek végzése megengedett az adott vállalkozás számára. A tagállamok hatáskörrel rendelkező szervei a direktíva nyomán kötelesek az együttműködésre és az információcserére az EÉPH-val, segítve feladatainak minél sikeresebb ellátását.

III. 2. Fogalmi elhatárolások a MiFID szabályozás terén

⁶ Fenyvesi Réka: Szigorodó szabályozás és átláthatóbb piaci környezet a befektetők védelme érdekében 1. o.

⁷ ESMA: magyarul Európai Értékpapír-piaci Hatóság egy független szabályozó hatósága az Európai Uniónak, célkitűzései között frekvenciált helyen szerepel a fokozott védelem nyújtása a befektetők számára. A pénzügyi szektorban alkalmazandó jogszabályok Unió egész területén történő, megfelelő végrehajtásának biztosításával igyekszik az említett célt érvényre juttatni, és így kíván hozzájárulni a pénzügyi rendszer egészébe vetett fogyasztói bizalom javításához.

Meglátásom szerint néhány fogalom tisztázása segítségül szolgálhat a témában való elmélyüléshez, ennek nyomán befektetési vállalkozás minden olyan jogi személy, amelynek rendes üzleti tevékenysége harmadik személyek részére egy vagy több befektetési szolgáltatás nyújtása és/vagy egy, vagy több befektetési tevékenység végzése hivatásos alapon.⁸ A tagállamoknak lehetőségük van az iménti meghatározásba jogi személyiséggel nem rendelkező vállalkozásokat felvenni, amennyiben a jogszabály további előírásainak azok megfelelnek. Az irányelv értelmében bizonyos többlet feltételek megléte esetén természetes személyeket is befektetési vállalkozásnak tekinthetünk. Hitelintézet a Hpt. 3. § (1.) bekezdésében meghatározott pénzügyi szolgáltatást végző pénzügyi intézmény. Szabályozott piac egy olyan, a piacműködtető által működtetett multilaterális rendszer, ahol több harmadik fél pénzügyi eszközökben lévő vételi és eladási szándéka találkozik, vagy ezt oly módon segíti elő, hogy az szerződést eredményez a kereskedésre bevezetett pénzügyi eszköz tekintetében.⁹

Befektetési szolgáltatás és tevékenység fogalomkörébe tartozik a pénzügyi eszközökkel kapcsolatos megbízások fogadása és továbbítása, portfóliókezelés,¹⁰ megbízás teljesítés az ügyfél nevében, saját számlás kereskedés, befektetési tanácsadás, jegyzési garanciavállalás, kihelyezés. Az ún. MTF-ek, multilaterális kereskedési rendszerek működtetése szintén ide tartozik, az ilyen rendszerek élén egy befektetési vállalkozás vagy piacműködtető¹¹ található, lényegük pedig - mint fentebb említettem - több harmadik fél pénzügyi eszközre vonatkozó vételi és eladási szándékának összehozása.

Fontos még rávilágítani arra, hogy milyen termékek minősülnek pénzügyi eszközöknek, tehát pénzügyi eszköz - a teljesség igénye nélkül - az átruházható értékpapír, kollektív befektetési vállalkozások befektetési jegyei, pénzpiaci instrumentumok,¹² különböző értékpapírokhoz, devizákhoz, kamatlábakhoz és hozamokhoz, valamint az árukhoz kapcsolódó határidős ügyletek, swapügyletek, határidős kamatláb-megállapodások, egyéb származtatott ügyletek, melyek természetben vagy készpénzben kiegyenlíthetőek.¹³

⁸ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelv 4. cikk (1) bek. 1. pont.

⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelv 4. cikk (1) bek. 14. pont.

¹⁰ Portfóliókezelés: ügyfelek által adott megbízásoknak megfelelően portfólió kezelése ügyfelenkénti mérlegelés alapján, amennyiben az ilyen portfóliók tartalmaznak egy vagy több pénzügyi eszközt is. Portfólió szűkebb értelemben egy befektető által birtokolt értékpapírok összessége, tágabb értelemben pedig vagyonösszességet jelent.

¹¹ Piacműködtető: olyan személy vagy személyek, aki/akik irányítják és/vagy működtetik a szabályozott piac üzletvitelét. Piacműködtető lehet maga a szabályozott piac is.

¹² Pénzpiaci instrumentum: az eszközök olyan osztályai, amelyekkel rendszerint a pénzpiacon kereskednek, például államkötvények, letéti jegyek kereskedelmi papírok, a fizetőeszközök kivételével.

¹³ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelv I. Melléklet C. szakasz.

III. 3. MiFID teszt

A befektetési tanácsadási vagy portfóliókezelési szolgáltatások adásakor a befektetési vállalkozás nagyszámú információt köteles beszerezni a potenciális ügyfél személyével kapcsolatban. Az ún. alkalmassági teszt részeként jelentős számú kérdést tesznek fel a befektetőknek, melyek a befektetési célok, pénzügyi helyzet és ismeret, valamint a tapasztalat feltérképezését szolgálják.¹⁴ A teszt eredménye alapján az ügyfelek három különböző kategóriába lesznek besorolva, mint lakossági vagy szakmai ügyfél, továbbá elfogadható partner. Ennek következtében válik meghatározhatóvá, hogy milyen mélységben kell az adott személy, szervezet részére ügyletkötés előtti tájékoztatást nyújtani és az ügyféltől való további információszerzés mekkora terjedelemben szükséges.

A célok vizsgálatánál ki kell térni arra, hogy jövedelemszerzés, növekedés vagy csupán a tőke biztonságos elhelyezése-e a szándék, az időtartam szintén meghatározó tényező, gondoljunk csak az adófizetési kötelezettségre, mely függhet attól, hogy egy terméket mennyi ideig tartunk meg. A kockázatvállalási hajlandóságunk kivizsgálása ugyancsak itt történik. Pénzügyi helyzetünk megállapítható rendszeres és összes jövedelmünk mennyiségéből, a tulajdonunkban levő vagyontárgyak értékéből és összetételéből, ezek lehetnek például ingatlanok, bankban tartott pénzünk, egyéb befektetések, amelyek kapcsán a vállalkozás információhoz jut az ezekre alkalmazandó hozzáférési feltételekről is. Anyagi helyzetünk az említett aktívákra vonatkozó adatok és fennálló kötelezettségeink összegéből kerül kiszámításra. Végezetül a pénzügyi tapasztalataink és ismereteink felmérése következik, mégpedig az ügyfél által ismert szolgáltatások és terméktípusok megjelölése folytán, korábbi ügyleteinek jellege, nagyságrendje és azok gyakorisága alapján, ezenkívül kitérnek még az adott személy végzettségére, foglalkozására is. Érdeklünkben áll a lehető legteljesebb képet adni céljainkról és személyes vagyoni helyzetünkről a vállalkozás számára, mert csak így rendelkezhet a megfelelő ajánlás létrehozását szolgáló információ mennyiséggel. Az imént az EÉPH által kiadott befektetési útmutató tájékoztatásai alapján mutattam be az alkalmassági teszt lehetséges kérdésköreit.

A MiFID irányelv értelmében, a vállalkozás figyelmeztetni köteles az ügyfelet, egyrészt akkor, ha a kapott információk alapján úgy ítéli meg, hogy a termék vagy szolgáltatás nem felel meg az ügyfél vagy potenciális ügyfél érdekeinek. A direktíva lehetőséget biztosít a tagállamok vállalkozásainak, hogy az említett információk beszerzése nélkül, kizárólag ügyfélmegbízások (execution only) alapján járjanak el, például abban az esetben, ha a

¹⁴ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelv 2. szakasz 19. cikk (4) bek.

szolgáltatást kifejezetten az ügyfél vagy potenciális ügyfél kezdeményezésére nyújtják. Az irányelv létrehozatala előtt a befektetések terén járatlan ügyfeleknek szinte bármilyen kockázatos pénzügyi instrumentumokat -következmények nélkül- értékesíthettek.

III.4. Az ügyfelek kategorizálása

Korábban már említést tettem a direktívában foglalt ügyfél kategóriákról, melyeket a MiFID teszt kitöltése alapján állapítanak meg. Az elkövetkező sorokban részletesen szeretném az egyes kategóriákat megvizsgálni, elsőként a szakmai ügyfélfogalommal kezdem a sort, a meghatározás azon személyekre vonatkozik, akik rendelkeznek a saját befektetési döntésük meghozatalához és a járulékos kockázatok megfelelő felméréséhez szükséges tapasztalattal, szakértelemmel. Ilyennek minősülnek – a teljesség igénye nélkül - a hitelintézetek, befektetési vállalkozások, biztosítóintézetek, nyugdíjalapok, helyi vállalkozások, intézményi befektetők, meghatározott méretkövetelményeket betartó nagyvállalkozások, nemzeti és regionális kormányzatok.¹⁵ A nem szakmai elbánás kérését a felsorolt intézmények számára lehetővé kell tenni, tehát a magasabb szintű védelem alól sincsenek kizárva, amit egy írásbeli megállapodás formájában eszközölhetnek ki a befektetési vállalkozástól. Az előbb leírtak ellenkezője is megvalósítható, bizonyos állami szektorhoz tartozó szervek és egyéni magánbefektetők esetén, akik a számukra biztosított magasabb fokú védelem egy részéről lemondhatnak, azáltal, hogy kérésükre szakmai ügyfélnek tekintik őket. A befektetési vállalkozás ilyen engedély megadásakor köteles előzetesen felmérni, hogy az ügyfél szakértelme, ismeretei és tapasztalatai megfelelő biztosítékot nyújtanak arra nézve, hogy a várható kockázatokkal tisztában lévén képes saját befektetési döntéseinek meghozatalára.

Általános előírás a szakmai ügyfelekkel kapcsolatosan, hogy tájékoztatási kötelezettség áll fenn az oldalukon a vállalkozás irányában, minden olyan változással összefüggésben, amely az ügyfélbesorolásukat érintheti. Az irányelv elfogadható partnerként ismeri el a szakmai minősítésű ügyfelek egy szűkebb csoportját, ezért részükre a tájékoztatás mértéke és mélysége egyaránt a legkisebb. A direktíva elfogadható partnernek tekinti például, a befektetési vállalkozásokat, hitelintézeteket, biztosítótársaságokat, nyugdíjalapokat és vagyonkezelő társaságokat, a MiFID alkalmazása alól a 2. cikk (1) bek. K) és l) pontja alapján kivett vállalkozásokat, nemzeti kormányokat és hivatalaikat, központi bankokat, nemzetek feletti szervezeteket, államadósságot kezelő állami szervezeteket. Elfogadható partnernek minősülhet továbbá bizonyos, előre meghatározott arányos követelményeknek

¹⁵ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelv II. melléklet I.

megfelelő vállalkozás is. A harmadik kategóriába tartoznak a lakossági ügyfelek, ők szorulnak a legkomolyabb védelemre, hiszen az ő oldalukon jelentkezik leginkább az információ-, illetve a pénzügyi tudatosság hiánya.

III. 5. Best execution

Véleményem szerint a 21. cikkben szereplő legkedvezőbb végrehajtás alapelve (best execution) az egyik legfontosabb befektetővédelmi szabály, ugyanakkor az irányelv az ésszerűség mércéjének megállapításával nem tette kifejezetten magasra az elvárásokat. A vállalkozásnak minden ésszerű lépést meg kell tennie, hogy az ügyfele számára a lehető legjobb eredményt érje el. Ennek értelmében köteles figyelembe venni számos, a megbízás végrehajtása szempontjából releváns tényezőt, úgy, mint ár, költség, gyorsaság, végrehajtás és teljesítés valószínűsége, nagyságrend, jelleg, vagy bármely más jelentős megfontolás.¹⁶ Egy alkalommal azonban mentesül az említett eljárási rend betartásának kötelezettsége alól, ugyanis az ügyfél konkrét utasítása esetén, azt szem előtt tartva kell a megbízást végrehajtania. A jogszabály megköveteli a tagállamok vállalkozásaitól, hogy a megbízások teljesítésére vonatkozó politikát hozzanak létre, ezzel is elősegítve a legjobb eredmény elérését. A politikának a pénzügyi eszközök valamennyi osztálya tekintetében információkat kell tartalmazni az egyes kereskedési helyszínekről, ahol az ügyfélmegbízásokat végrehajtják, valamint a végrehajtás helyszínét befolyásoló tényezőkről. Minimumként írja elő az irányelv azon helyszínekről való tájékoztatást, amelyek lehetővé teszik a legjobb eredmény elérését a vállalkozás számára.¹⁷ A tagállamok megkövetelik a befektetési vállalkozásoktól, olyan eljárási rend kialakítását, ami kellő mértékben szolgálja az ügyfélmegbízások azonnali, tisztességes és gyors teljesítését, más megbízásokhoz és érdekekhez viszonyítottan. Az irányelv továbbá rendelkezik arról is, hogy a hasonló ügyfélmegbízások beérkezésük időpontjának sorrendjében teljesüljenek. Úgy gondolom a gyors eljárás biztosítása kiemelt fontossággal bír napjainkban az üzleti életben és általában véve is, tehát a fenti szabályok alkalmazása a befektetői érdekeket nagyban előmozdítja.

IV. 1. MiFID II

Az irányelv általános célkitűzései a befektetői bizalom erősítése, a szabálytalan kereskedési feltételek és piaci visszaélések veszélyeinek csökkentése, a rendszerszintű kockázatok mérséklése, a pénzügyi piacok hatékonyságának növelése és a piaci szereplőkre háruló

¹⁶ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelv 2. szakasz 21. cikk (1) bek.

¹⁷ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelv 2. szakasz 21. cikk (2-3) bek.

szükségtelen költségek leszállítása.¹⁸ A rezsimben bekövetkező lényeges módosítások az alábbi területeken lesznek érzékelhetők: árualapú származtatott termékek, riportálás és adatszolgáltatási kötelezettség, piaci infrastruktúra témakörei, úgymint a pénzügyi piacok szerkezetének alakulásai és a nagysebességű algoritmikus kereskedés,¹⁹ továbbá a kereskedési helyszínek átláthatósága, befektetővédelem.

A már meglévő, szabályozott piacok (pl. tőzsdék) és a multilaterális kereskedési rendszerek (MTF-ek) mellett, az Organized Trading Facility (a továbbiakban: OTF) a kereskedési helyszínek új kategóriájaként kerül bevezetésre. Az OTF-en csak nem tulajdonviszonyt megtestesítő pénzügyi instrumentumokkal lehet kereskedni.²⁰ Meglátásom szerint a rendelkezésből tisztán kitűnik a jogalkotó azon törekvése, hogy a szabályozás kiterjesztésével a pénzügyi piac minél nagyobb szegmense átláthatóvá és szabályozottá váljon. Ezt a szándékot szolgálja, hogy az irányelv hatálya kibővült a strukturált betétekre,²¹ így a kereskedési helyszínek és a kereskedési eszközök tekintetében is nagyobb halmaz kerül a rezsim nagyítója alá. Mivel e termékekre eddig nem vonatkoztak az uniós szintű befektetővédelmi normák, mindeközben más strukturált befektetésekre igen, továbbá a strukturált betétek is befektetési termék formájában alakultak ki, a jogalkotó úgy döntött, hogy a direktíva hatókörébe vonja őket, elősegítve ezzel a befektetők védelmének növelését. A kereskedési eszközök vonalán maradva elmondom, hogy összetettségük és kialakításukra vonatkozó folyamatos innováció szükségessége teszi annak biztosítását, hogy a befektetési instrumentumokat lakossági ügyfelek számára értékesítő, vagy velük kapcsolatban nekik tanácsot adó alkalmazottak megfelelő szintű tudással és szakértelemmel rendelkezzenek. A befektetési vállalkozásoknak elegendő időt és erőforrást kell előteremteniük alkalmazottaik tudásának ilyen irányú fejlesztése érdekében.²²

IV. 2. Ügyfél kategóriák

¹⁸ Bizottsági Szolgálati Munkadokumentum. A Hatásvizsgálat Vezetői Összefoglalója 5. o.

¹⁹ Nagysebességű algoritmikus kereskedés: Az algoritmikus kereskedés egy sajátos részét képezi a nagysebességű algoritmikus kereskedés, amikor a kereskedési rendszer nagy sebességgel elemzi a piactól származó adatokat vagy jelzéseket, és aztán arra az elemzésre reagálva nagy számban megbízást küld vagy frissít megbízásokat, nagyon rövid időn belül.

²⁰ KPMG: MiFID II és MiFIR a változások főbb elemei és azok hatásai 2016. január 5. o. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/20160126-MiFID-II-MiFIRvaltozasok.pdf> (2017.11.05.)

²¹ Strukturált betét: a strukturált pénzügyi eszközök jellemzően jól ismert fix kamatozású instrumentumokkal (betét, kötvény) és különböző alaptermékekkel (részvény, deviza, árupiaci termék) rendelkező opciók párosításai. Magasabb hozam, magasabb kockázat kombinációt hordoznak magukban, a normál betétektől eltérően.

²² Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (79) bek.

Az ügyfelek besorolása terén módosításokat hajtottak végre, a kategóriák ugyan nem alakulnak át, azonban az önkormányzatok és a helyi hatóságok kikerülnek az elfogadható partnerek és a szakmainak tekintett ügyfelek jegyzékéből. Az ok abban keresendő, hogy a gazdasági válság, valamint a helytelen értékesítések következtében gyakran előfordult, hogy a helyi hatóságok számára túlzottan összetett termékek kerültek értékesítésre. A globális pénzügyi krízis számos esetben rávilágított a nem lakossági ügyfelek képességének korlátaira a befektetési kockázatok megítélésével kapcsolatban.²³ Fontos megjegyezni, hogy az elfogadható partnerekkel szemben a befektetési vállalkozások becsületos, tisztességes és hivatászerű módon kötelesek eljárni, ezt a köztük lévő kommunikáció során is mindvégig szem előtt kell tartaniuk.

IV. 3. Best execution

A 2018-ig hatályos szabályozásban ugyancsak létező, a prioritásban előkelő helyet elfoglaló alapelvben, vagyis a „legjobb végrehajtásban” (best execution) is történtek változtatások. Az irányelv hatékony „legjobb végrehajtási” kötelezettségről rendelkezik, annak biztosítása végett, hogy a befektetési vállalkozások ügyfélmegbízásaikat az ügyfél számára legkedvezőbb feltételek mellett hajtsák végre, a kötelezettségnek arra a vállalkozásra kell vonatkoznia, amelynek szerződéses vagy ügynöki kötelezettségei vannak az ügyfélével szemben.²⁴ Mivel az unióban jelenleg a végrehajtási helyszínek szélesebb köre áll rendelkezésre, helyénvaló célkitűzés a „legjobb végrehajtás” keretének javítása a lakossági befektetők tekintetében.²⁵ Az említett célok elérése érdekében megvalósuló módosítások közül a legfontosabb, hogy a befektetési vállalkozásoknak már nem elegendő csupán az ésszerű lépéseket megtennie, hogy az ügyfél számára a legjobb eredményt éri el. A jogalkotó az ésszerűség mércéjét a minden elégséges lépés szintjére cserélte ki, ezenkívül a legjobb végrehajtás alapelve további kiegészítő elemeket kap, mint például az összeférhetetlenséggel kapcsolatos azon szabály, mely szerint a befektetési vállalkozás nem fogadhat el semmilyen díjazást, kedvezményt, vagy nem pénzbeli előnyt annak fejében, hogy az ügyfél megbízásait egy meghatározott kereskedési helyszínre vagy végrehajtási helyre irányítsa. További előírás, hogy az ügyfélmegbízásokat végrehajtó vállalkozások éves alapon összesíteni és közzétenni kötelesek valamennyi eszközosztály tekintetében a kereskedési volumen alapján az első öt kereskedési helyszínt azok közül, amelyeken az előző évben hajtottak végre ügyfélmegbízásokat, egyúttal

²³ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (104) bek.

²⁴ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (91) bek.

²⁵ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (92) bek.

adatot kell szolgáltatni a végrehajtások minőségéről is.²⁶ A best execution-t érintő, újszerű előírások vizsgálata nyomán megállapítható, hogy a kereskedési helyszínek és a befektetési vállalkozások számára egyaránt költségnövekedést eredményezhetnek a rezsím módosításai.

IV. 4. Befektetési tanácsadás és portfóliókezelés

A MiFID II rendelkezései folytán a befektetési tanácsadási tevékenységet végző vállalkozásoknak felül kell vizsgálniuk jelenlegi eljárásaikat, megoldásaikat, és a tanácsadásra vonatkozó új követelményekhez igazítani az üzletszabályzataikat és szerződéseiket. Befektetési tanácsadás vagy portfóliókezelési szolgáltatás nyújtásakor a MiFID I értelmében be kellett szerezni a szükséges információkat az ügyféltől, hogy felmérve annak helyzetét a megfelelő szolgáltatást ajánlják neki. A MiFID II a megszerzendő információk körét kibővíti a veszteségviselési és kockázattűrési képességre vonatkozó adatokkal, ebből kifolyólag a befektetők jövőbeni adatszolgáltatási kötelezettsége növekedni fog. Az ügylet megvalósítását megelőzően a befektetési vállalkozásnak írásbeli megfeleléségi nyilatkozatot kell adni a terméknek a befektető számára való megfeleléséről, illetve az általa nyújtott befektetési tanácsok lakossági ügyfele preferenciáihoz, céljaihoz való igazodásáról.²⁷ Bár a megújult szabályok előírják, hogy a szolgáltatónak tisztában kell lennie az ügyfél valós pénzügyi helyzetével, amikor azt méri fel, hogy milyen terméket ajánlhat neki, előfordulhat, hogy azt az ügyfél nem hajlandó közölni vagy nem a valóságnak megfelelően nyilatkozik. Az EÉPH iránymutatása szerint, amennyiben a szolgáltatónak nincs elegendő információja az ügyfél pénzügyi helyzetére vonatkozóan, akkor nem kellene pénzügyi szolgáltatást vagy terméket értékesítenie felé. Ettől függetlenül a szolgáltató tiszte eldönteni, hogy hiányos adatok esetén is ajánlani lehet-e egyes termékeket, ilyenkor azonban az esetlegesen felmerülő kockázatokat vállalni köteles.

IV. 5. Execution-only megbízások

Szűkül a végrehajtásra vonatkozó ügyfélmegbízások (execution only) formájában értékesíthető instrumentumok köre, így megállapítható, hogy ezzel párhuzamosan az ügyféltájékoztatási kötelezettség arányosan növekszik majd. A direktíva újonnan bevezetett eszközeinek szerkezeti struktúrája megnehezíti a befektetők számára, hogy önállóan képesek

²⁶ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv 2. szakasz 27. cikk (6) bek.

²⁷ *Fenyvesi Réka*: A pénzügyi eszközök piacairól szóló szabályozásban várható változások (a MiFID I és MiFID II közötti főbb változások és a MiFIR tartalmi elemei) 4. o.

legyenek felmérni a várható kockázatokat, költségeket.²⁸ A MiFID II egyik alapvető célja, hogy ne lehessen olyan befektetési instrumentumot eladni, amely az előzetes információk alapján nem az ügyfélre szabott, de amennyiben az ügyfél ragaszkodik saját kockázatviselési hajlandóságával, illetve pénzügyi tudatosságával össze nem egyeztethető termékhez és a vállalkozás eredménytelenül próbálja arról lebeszélni, akkor attól függően, hogy komplex vagy nem komplex eszközről van szó, az execution-only típusú megbízás keretében a szolgáltató teljesítheti a kérést. A szolgáltató nem teheti meg viszont, hogy változtat a befektető előzetes besorolásán, profilján annak érdekében, hogy bizonyos eszközöket megvételre ajánlhasson neki. Az irányelv egyértelműen kijelenti, hogy hitel- vagy kölcsönnyújtás esetében elengedhetetlen a megfelelő vizsgálatok elvégzése.²⁹

A direktíva befektetővédelem biztosításáról szóló 2. szakaszában szó esik többek között az alkalmazottak díjazásáról, a befektetési vállalkozás nem értékelheti a dolgozói teljesítményét oly módon, amely ütközik a vállalkozásnak az ügyfél irányában fennálló azon kötelezettségével, hogy a lehető legmegfelelőbb módon járjon el. Nem lehetséges olyan ösztönzési mechanizmus kialakítása sem, amely adott pénzügyi termékek értékesítését helyezi előtérbe, ezáltal csorbítva a lakossági ügyfelek igényeit.

IV. 6. Algoritmikus kereskedés

A kereskedési technológia az évek során sokat fejlődött, aminek következtében tekintélyes számú piaci szereplő alkalmazza az algoritmikus kereskedést. A kereskedés ezen formája azt jelenti, hogy egy számítógépes algoritmus automatikusan meghatározza a megbízás vonatkozásait, minimális emberi beavatkozással vagy anélkül.³⁰ Biztonsággal kijelenthető, hogy a technológia használata megnövelte a befektetők kereskedésének gyorsaságát, teljesítőképességét, összetettségét, mindez a piacokon való szélesebb körű részvétel megalapozásához, a likviditás növekedéséhez, az eladási és vételi ár közti különbségek és a rövidtávú volatilitás³¹ csökkentéséhez, valamint a megbízások végrehajtásának javulásához vezető tendenciákban figyelhető meg. Az előnyök mellett, ugyanakkor a hátrányokat sem szabad elfelejtenünk, így a potenciális kockázatok kialakulásának veszélyét sem. A rizikófaktorok között szerepel a megbízások nagy száma miatt a kereskedési szinterek rendszereinek túlterhelésének a lehetősége, továbbá párhuzamos vagy téves megbízások

²⁸KPMG: MiFID II és MiFIR a változások főbb elemei és azok hatásai 2016. január 2. o. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/20160126-MiFID-II-MiFIR-valtozasok.pdf>

²⁹ Fenyvesi: A pénzügyi... 5. o.

³⁰ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (59) bek.

³¹ Volatilitás: Nem más, mint egy befektetés kockázatának mérőszáma. A várható vagy múltbeli hozamok változékonyságát jelenti. A tőzsde világában az árfolyamok változékonyságát jelenti.

generálása vagy más működési zavar révén rendellenes piaci helyzet teremtése. Ezenkívül fennáll a kockázata, hogy az algoritmikus kereskedési rendszerek túlreagálhatnak más piaci eseményeket, ami egy már létező piaci probléma esetén a volatilitás erősödését eredményezheti.³² A kereskedési helyszíneknek a jövőben gondoskodniuk kell arról, hogy a rendszereik rugalmasak és megfelelően tesztelve legyenek, hogy kezelni tudják a megnövekedett számú megbízást és piaci stresszeket.³³ A jogszabály rögzíti, hogy biztosítani kell a kereskedési terek díjstruktúráinak átlátható, megkülönböztetésmentes és tisztességes működését, továbbá hogy ne épüljenek fel a rendellenes piaci feltételek elősegítését kiváltó módon. Amennyiben a hozzáférés nem tartozik megfelelő rendszerek és ellenőrzés hatálya alá, a befektetési vállalkozásoknak helyénvaló megtiltaniuk a piacokhoz való közvetlen elektronikus hozzáférés biztosítását ügyfeleik számára.³⁴ Elengedhetetlen egy hatékony felügyelet működtetése, ennek érdekében a nagysebességű algoritmikus kereskedést folytató vállalkozások engedélyeztetni kötelesek magukat, ezenfelül a jogalkotó megköveteli, hogy minden algoritmikus kereskedés keretében létrejött megbízást jelöljenek meg. A megjelölés révén az azonosítás és megkülönböztetés egyszerűbbé válik, nagyobb lehetőség nyílik az illetékes hatóságoknak az eredményes reagálásra a hibás, vagy elszabadult algoritmikus stratégiák ellen, így csökkentve a visszaélések és rendellenességek által okozott károkat.

IV. 7. Tájékoztatás és adatszolgáltatás

A befektetők minél pontosabb informáltsága érdekében a befektetési vállalkozásoknak közzé kell tenni a tanácsadás díját, tisztázniuk szükséges az általuk adott tanácsadás alapját, pontosabban, hogy független alapon biztosítják-e. Amennyiben független alapon végzik a tanácsadást, a személyre szóló ajánlás kialakítása során elegendő számú, különböző szolgáltatók által kínált terméket meg kell vizsgálni. A vizsgált pénzügyi eszközök köre nem korlátozódhat, olyan a tanácsadás függetlenségét veszélyeztető instrumentumokra, melyek a befektetési vállalkozással szoros jogi, illetve gazdasági kapcsolatban álló szervezetektől származnak.

A riportálással összefüggő módosítások körében az ügyletjelentés szabályaiból szeretnék néhány újdonságot felvázolni. Kijelenthető, hogy befektetési vállalkozások adatszolgáltatási kötelezettségeinek mértéke az elkövetkező időkben számottevően nőni fog, hiszen bővül a pénzügyi eszközök, illetve a jelentendő adatok köre, amelyekre rendszeres

³² Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (62) bek.

³³ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (64) bek.

³⁴ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (65-66) bek.

napi jelentési kötelezettség áll fenn az illetékes hatóságok felé. Ennek következtében az ügyletjelentés – néhány termék kivételével – valamennyi, az európai piacokon forgalmazott befektetési instrumentumot érint majd. A szabályozott piacok és MTF-ek mellett a direktíva által életre hívott OTF-nek is jelenteniük kell a jövőben, ennek nyomán az adatszolgáltatás köre megsokszorozódik a MiFID I-ben meghatározott adatmezők számához képest.³⁵

IV.8. Szankcionálás

A MiFID I gyakorlati alkalmazásával kapcsolatban láthatóvá vált hiányosságok egyike, hogy a felügyeleti hatóságoknak nem minden esetben volt elegendő szankcionálási jogosultságuk, sőt e jogok eltéréseket mutatták a tagállamok között.³⁶ A MiFID II új szankcionálási rezsimit hoz létre, kibővítve a felügyelet és az EÉPH jogköreit. A nemzeti hatóságokat fel kell hatalmazni olyan bírságok kiszabására, melyek kellően magasak ahhoz, hogy a várható hasznot ellensúlyozzák, valamint a nagyobb intézmények és vezetőik számára is visszatartó erőt jelentsenek.³⁷ A jogsértést megvalósító természetes és jogi személyek ellen 5 millió euró közigazgatási pénzbírság szabható ki, de utóbbiak esetében a teljes évi árbevétel 10 százalékát is elérheti az összeg. Meglátásom szerint a befektetői érdekek védelme szempontjából lényeges az említett rendelkezés, mert a szankciók szigorítása komoly visszatartó erőt képezhet a legalitás határának átlépésével szemben, ezzel is csökkentve a visszaélések számát.

V. Hazai brókerbotrány a MiFID II fényében

Ha a befektetési vállalkozásoktól elvárható követelményeket alapvetően szinten akarnánk meghatározni, az alábbiak szerint kategorizálhatnánk őket: elsőként fontos, hogy a vállalkozás feleljen meg a jogszabályoknak, illetve a szakma, üzleti etika elvárásainak, tehát tisztességes és hatékony módon, az ügyfél érdekében járjon el, másodsorban világos, egyértelmű tájékoztatást nyújtson, amellyel a befektetőt nem téveszti meg, végül pedig az ügyfél egyéni körülményeit figyelembe véve cselekedjen. A felállított elvek tükrében az utóbbi évek legnagyobb volumenű vállalati botrányáról szeretnék néhány gondolatot megosztani, kezdve a Quaestor cégcsoport ügyfelekkel kapcsolatos magatartásának szemügyre vételével. Világosan kitűnik, hogy az etikus, tisztességes eljárás elvárásainak nem felelt meg a társaság, hiszen a kisbefektetők megtévesztésével igyekeztek az évek során keletkezett, tetemes méretű hiányokat pótolni, mindezt túlértékelt hozamú instrumentumok és fiktív kötvények eladásából

³⁵KPMG: MiFID II és MiFIR a változások főbb elemei és azok hatásai 2016. január 4. o. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/20160126-MiFID-II-MiFIR-valtozasok.pdf>

³⁶Fenyvesi: A pénzügyi... 8. o.

³⁷Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelv (142) bek.

valósították meg. Ahhoz, hogy a lakossági befektetők elhelyezzék a tőkéjüket a cégcsoportnál, az akkori piaci környezetben magasnak számító hozamígéretekkel operáltak, sok esetben a Quaestor tanácsadói félretájékoztatták a pénzügyekben járatlan személyeket, mivel a kötvények mögött húzódó állami garancia meglétéről biztosították őket. A kötvénykibocsátásokról szóló tájékoztatókban a szokásostól eltérő kockázatú befektetési lehetőségként tüntették fel a kötvényeket, így az ügyfelek jó részének nem kellett volna ajánlani a pénzügyi eszközöket, az egyéni körülmények megfelelő értékelése után. Az akkor hatályban lévő szabályozás elvárásait jól láthatóan minden fronton megszegte a cégcsoport, de ennek ellenére sokáig felfedezetlen maradt a jogszerűtlen működése.

A MiFID II az eddigi rendszer gyengeségeit igyekszik kiküszöbölni, viszont a szigorítások még így sem feltétlenül elegendőek egy Quaestorhoz hasonló botrány megelőzéséhez. Annak ellenére, hogy nagyobb fokú tájékoztatást ír elő a direktíva, a gyakorlatban kétséges, hogy a vállalkozás alkalmazottai a munkáltatójuk ellen dolgoznának és a befektetők érdekeit előbbre helyeznék. Továbbra is meg van a lehetőség arra, hogy az ügyfél a tanácsadás figyelmen kívül hagyásával saját felelősségre investáljon a pénzügyi termékekbe, azt meg kell jegyezni azonban, hogy a jogalkotók igyekeztek az ilyen instrumentumok hozzáférhetőségét csökkenteni, a bonyolult szerkezeti struktúrák megteremtésével. Mindenképpen előnyös hatást eredményezhet a felügyeleti hatóságok és az EÉPH jogköreinek bővítése, valamint a szankciók erősítése. Az adatszolgáltatással kapcsolatos kötelezettségek növelése szintén segít a kontroll magasabb fokú megnyilvánulásában. Kijelenthető, hogy a vállalkozások oldalán jelentős többlet terheket keletkeztetnek majd az irányelv normái, anyagi oldalon is megduzzadhatnak a kiadások. Sajnálatos módon azoknak a társaságoknak is viselniük kell a jövőbeni hátrányokat, akik jogszerű, prudens működést folytattak a lazább jogszabályi környezet idején.

VI. Záró gondolatok

A MiFID II és MiFIR a korábbi előírások pontosításával, a felügyeleti jogkörök, valamint a szankciók kiszélesítésével hozzájárul a befektetőbb erőteljesebb védelméhez és a piac átláthatóságához, de a tőkepiac erősítését célzó uniós feladatok még koránt sem zárultak le. A jogalkotók az irányelv és a rendelet nyomán növelni szeretnék a lakosság pénzügyi tudatosságát és tájékozottságát, azonban fontos megjegyezni, hogy MiFID szabályozás nem vesz le minden felelősséget az ügyfél válláról, hanem a pontosabb információszolgáltatásra kötelezéssel segítséget nyújt a befektetési döntések meghozatalában. A pénzügyi tudatosság

hiánya a jövőben is jelentős hátrányt okozhat a kisbefektetők körében, mivel a kellő információ megléte önmagában semmire nem jelent garanciát.

Annak ellenére, hogy a pénzügyek terén való felzárkóztatás a fogyasztóvédelemről szóló 1997. évi CLV. törvényben már lefektetésre került, -ugyanis a fogyasztók oktatásának elve ezt a célt is szolgálná– az utóbbi időben nem volt tapasztalható, hogy a gyakorlatban érvényt szereztek volna a jogszabályban foglaltaknak. Pozitívum, hogy 2017. szeptember elsejétől a szakgimnáziumokban kötelező tantárgyként került bevezetésre a pénzügyi ismeretek oktatása, a 10. évfolyamba lépő diákok fél év vállalkozói és fél év pénzügyi ismeret elsajátítását kezdhetik meg.³⁸ Ugyanebben az évben a Nemzetgazdasági Minisztérium új stratégiatervezetet hozott létre azért, hogy a lakosság pénzügyi jártasságát és tudatosságát növelje. Ebből kifolyólag akár önálló, kötelező tantárgyként is megjelenhet a pénzügyi ismeretanyag tanítása, ahogy ez a szakgimnáziumok tanrendjében az idei esztendőben már megvalósult. Az Állam a pénzügyi alulképzettség ellen megtette a kezdeti lépéseket a pénzügyi tudásanyag oktatásának bevezetésével, de itt nem szabad megállni, mivel nem csak a fiatal generáció ismeretei szorulnak bővítésre, legalábbis az elmúlt évek tapasztalataiból ezt a konklúziót vonhatjuk le.

³⁸ Új tantárgy a szakgimnáziumokban: kötelező lesz a pénzügyi tudatosság elsajátítása http://eduline.hu/kozoktatas/2017/4/25/Uj_tantargy_a_szakgimnaziumokban_kotelezo_1_BG7TDQ (2017.11.17)