

KÉT ÚJABB TANULMÁNY A TŐZSDEI MANIPULÁCIÓK KÖRÉBŐL

VARGA NORBERT¹

Jelen írásban két olyan rövidebb tanulmányt kovácsoltam egybe, amelyek egyaránt a doktori kutatási szakterületemhez, a tőzsdei kereskedés körében elkövetett bűncselekményekhez, azon belül is elsősorban a tiltott piacbefolyásolás témájához kapcsolódnak. Az elsőben amerikai jogesetekkel is illusztráltan arra kívánok kísérletet tenni, hogy a klasszikus tiltott piaci manipulációról értekeznek, hangsúlyozva azt a tényt, hogy az amerikai szabályozással szemben a hazai büntetőjog a kereskedés irányának szempontjából nem különíti el a két kategóriát, *expressis verbis*. A másodikban a jéghegy megbízással (*iceberg order*) foglalkozom, mely hazánkban szigorúan véve nem tőkepiaci jogi, hanem tőzsdei belső szabályzat által kodifikált (EU-ból implementált) kategória. Minthogy az információ teljességének hiánya, illetve késleltetettsége mindig extra kockázatot jelent a tőzsdei visszaélésekre nézve, különös tekintettel, ha kellő időben hatékonyan tenni lehetne az elkerülésük érdekében, ezért fontos erről az eddig jogtudományi kutatás tárgyául nem szolgáló jogintézmény által teremtett jelenségről mintegy fél szerzői ív terjedelemben néhány bevezető gondolatot megfogalmazni.

I. PIACI MANIPULÁCIÓ A „PUMP AND DUMP” ÉS A „POOP AND SCOOP” MÓDSZEREKKEL²

Absztrakt

Első tanulmányomban azt kívánom röviden bemutatni, hogy az amerikai szakzsargonban „pump and dump” és „poop and scoop” módszerekkel elkövetett piaci manipulációk milyen formában valósulnak meg jellemzően a tőzsdei kereskedés során. Noha voltaképpen e két csalárd módszer a vizsgált pénzügyi eszköz kereskedési irányának eltérő volta mentén különböztethető meg egymástól, azok mégsem tekinthetők minden tekintetben egymás inverzének, és előfordulásuk sem azonos volumenű. Ezért felvázolom e módszerek főbb jellemzőit, detektálásuk szempontjait. Rá kívánok mutatni, hogy a fenti kereskedési módszerek alapvető elkövetési módjai lehetnek a Btk.-ban szabályozott tiltott piacbefolyásolásnak, azok külön-külön nincsenek nevesítve büntetőkódexünkben.

Kulcsszavak: tiltott piacbefolyásolás, pump and dump, poop and scoop, Securities Exchange Act, prohibition against manipulation of security prices, transactions relating to short sales of securities

¹ PhD-hallgató, Károli Gáspár Református Egyetem Állam- és Jogtudományi Doktori Iskola, témavezető: Prof. Dr. Tóth Mihály egyetemi tanár; drvarganorbert@icloud.hu; ORCID: 0009-0003-4213-4242

² Jelen tanulmány a Miskolci Egyetem Deák Ferenc Állam- és Jogtudományi Doktori Iskolájában 2024. november 14-én megtartott konferencia-előadásomon alapul.

Fogalommagyarázat

A „pump and dump” kifejezést legegyszerűbben akként lehet magyarra fordítani, hogy pumpáld fel és dobd el, de szivattyúzásnak és dömpingnek is interpretálható. Tekintettel a nagyon egyszerű szóhasználatra, gyanítható, hogy a fogalom gyökere a szlengben használt jelentéseire nyúlik vissza, innen kerülhetett be a tőzsdei szaknyelvbe. Az egyik jelentéssel arra a helyzetre utalunk, amikor valaki úgy létesít egy másik személlyel egyéjszakás szexuális kapcsolatot, hogy nem áll szándékában semmilyen további kapcsolat fenntartására az illetővel, a másik pedig azt fejezi ki, amikor a gyermekét anyatejjel tápláló anya alkoholfogyasztást követően megnövelt mennyiségű tejét lefejt, nehogy a gyermeke azt elfogyaszthassa. Fenti nem túl pozitív bevezető gondolatokat követően megadható a „pump and dump” lexikonszerű meghatározása, mely szerint ez az értékpapírcsalás egyik formája, amelynek során hamis és / vagy félrevezető „pozitív” állításokkal mesterségesen felduzzasztják (mintegy felpumpálják) a korábban olcsón vásárolt ilyen részvények árát annak érdekében, hogy azokat utóbb magasabb áron adják el (dömping). Miután a rendszer üzemeltetői „kidobják” (eladják) túlértékelt részvényeiket, az árfolyam csökken, és a befektetők elveszítik a pénzüket. Ezzel szemben a közönséges, durva szóösszetételből álló „poop and scoop” módszer szerint, amely pontos fordításban annyit jelent: kaki és gombóc vagy kakilj és kanalazz, az történik, hogy a befektetők egy tájékozott, rendszerint szűk csoportja megpróbálja lenyomni egy részvény árfolyamát hamis információk, pletykák és más módon káros információk terjesztésével, képletesen mintegy fentről ürülékével bepiszkítja a piacot abból a célból, hogy aztán alacsonyabb áron megvásárolhassák a részvényeket, vagy érte nyúlhassanak, hogy leszedjék azokat. Sikerük esetén akciós áron megvásárolhatják a részvényeket, miután már a teljes piac eladta azokat az árfolyam drámai esését okozva. Mindez némi hasonlóságot mutat a short ügyletekkel, ezért érdemes e két fogalom párhuzamba állítása során megemlíteni a „short and distort” módszert, mely az értékpapír-csalás azon fajtája, amelyben a befektetők egy részvény piacán short pozíciót nyitnak, melyet követően „negatív” pletykákat híresztelnek a kibocsátó vállalatról, hogy megpróbálják lenyomni a részvények árfolyamát. Ez esetben azonban jellemzően nem cél az alacsonyabb ár mellett történő short pozíció zárása (azaz részvényvételi ügylet), mert a short and distort módszer alkalmazása révén a pozíciónyitás és árfolyambedöntés gyakran a fedezetlen short ügylet egyik formájaként kerül végrehajtásra, azaz a csaló a shortzárás nélkül is eléri időlegesen a célját. A részvény árfolyamának csökkenése után lehetősége mutatkozik a csaló befektetőnek arra, hogy az eredeti short eladásból származó bevételt nagyobb számú (akár többször annyi) részvény megvásárlására fordíthassa, mint amennyi az eladási ügylet tárgya volt.

A módszerek összehasonlítása

(1) A pump and dump módszer elterjedtebb mint a poop and scoop. Ez arra vezethető vissza, hogy az egyedi részvényt piacon való kereskedésben a long pozíciók felvétele gyakoribb, mint a shortolás. Belátható, hogy az elsősorban veszteségfedezésére alkalmazott short ügyletek soha nem lehetnek a kereskedés meghatározó, jellegadó tranzakciói. Az egyedi vállalat üzleti teljesítményének értékelésére használt egyik legfőbb mutató, a piaci kapitalizáció kiszámításához alkalmazott szorzat egyik tényezője éppen az állandóan dinamikusan változó részvényárfolyam. A másodlagos piacon megvásárolt részvény tulajdonosának elvi lehetősége van részesedni a befektetett vállalat nyereségéből, amennyiben osztalékfizetés történik és

részvényesként az osztalékra való jogosultság minden feltételének maradéktalanul eleget tesz. A short pozícióban lévők számára ez a lehetőség tulajdon hiányában eleve nem adott. A gazdasági szaksajtóban a long kereskedést folytatókat a shortolókkal szemben úgy szokták jellemezni, hogy a befektetői optimizmusuk hajtja őket üzleti döntéseik megfontolásakor. Racionális érvként hozható fel az is a short ügyletekkel szemben, hogy a veszteség mértéke, amire az ilyen kereskedő spekulál, korlátlan, míg az elérhető nyereség korlátját a short pozíció nyitáskor fennálló árfolyam egyértelműen meghatározza (Brückner, 2020). Az USA tőkepiaci felügyeleti hatósága, a Securities and Exchange Commission (a továbbiakban: SEC) a saját hivatalos honlapján még a folyamatban lévő eljárásaik alatt sajtóközleményeket jelentetnek meg egyedi ügyekben, melyből a „pump and dump” módszerre álláspontom szerint kiváló példa a 2024-ben közzétett „Bűvös Gomba” vállalat és két magánszemély ügye. E sajtóközleményből kiderül, hogy a SEC 2024. október 9-én a Minerco Inc. nevű vállalatot és két magánszemélyt „pump and dump” módszerrel elkövetett tőzsdei visszaéléssel vádolta meg, mert szerepet játszottak abban, hogy a Minerco Inc. mesterségesen felárazott részvényeinek eladásával a befektetőktől mintegy 8 millió dollárt csaltak ki. Ismeretes, hogy a Minerco Inc. korábban egy „alvó, penny stock” kategóriába tartozó vállalat volt, melynek részvényárfolyamát azzal pumpálták fel, hogy azt úgy hirdették, mint az első olyan tőzsdére lépett vállalkozást, amely a pszilocibin tartalmú hallucinogén gombák kutatásával, terjesztésével és kereskedelmével foglalkozott. A Minerco Inc. 2021-2022 közötti időszakban publikált félrevezető nyilvános közzétételei és bejelentései közül a SEC sajtótájékoztató kiemeli, hogy az egyik ilyen arról szólt, hogy egy független szervezet 1 milliárd dollárért értékelte a céget, egy másik pedig arról, hogy a társaság egy jamaikai céggel szerződött arra, hogy az majd a pszilocibin gombák egyedi töveinek termesztéséhez szakmai tapasztalatot fog nyújtani és közre fog működni abban, hogy a Minerco Inc. megszerezze Jamaikában a kannabisz engedélyt. Hamisnak bizonyult az a közzététel is, amely a Minerco Inc. Nevadában bejegyzett aktív státuszú gazdasági társaságnak állította be, amikor annak alapszabályát már addigra visszavonták. Végezetül a megnövekedett részvényárfolyamok letörésére egy off-shore céget vettek igénybe, majd mintegy 3,4 millió dollár átutalása történt meg a vizsgálattal érintett egyik magánszemély által ellenőrzött társaság számlájának egyenlege javára.³

(2) A „poop and scoop” módszer és a „short and distort” módszer nagy hasonlóságot mutat egymással, mindkettő a piaci manipuláció tiltott módja, az USA-ban az 1934-es Securities Exchange Act által a „pump and dump” módszerrel elkövetett tőzsdei csaláshoz képest is (sui generis) üldözendő cselekmény.⁴ A SEC joggyakorlatából a „short and distort” módszerre példaként a Lemelson Capital Management LLC. nevű fedezeti alap (hedge fund) tanácsadó ügyét emelném ki, amely a San Diego-i székhelyű Ligand Pharmaceuticals Inc. részvényárfolyamának shortolásával indult, és mellyel végül 1,3 milliárd USD-t aratott le a fedezeti alap és a tanácsadója. Ez alkalommal hamis negatív információk közzétételével valósult meg a jogsértés, melyek között a Ligand Inc. csőd küszöbén állásával való fenyegetettsége, valamint a cég egyik zászlóshajónak számító, Hepatitis-C elleni gyógyszerének elavultságára történő állítás szerepelt. Ez esetben a részvényárfolyam a fenti

³ SEC Charges “Magic Mushroom” Company and Two Individuals with Multimillion Dollar Pump-and-Dump Scheme.

⁴ A hazai szabályozás a fenti két módszert külön nem nevesíti, az árfolyam befolyásolását annak célzott irányától függetlenül egységesen kriminalizálja, ellenben a SEC kifejezetten rendelkezik az értékpapírok short kereskedésével kapcsolatos ügyletekről „TRANSACTIONS RELATING TO SHORT SALES OF SECURITIES” címszó alatt.

manipuláció következtében 1/3-dal esett vissza. Tekintettel arra, hogy a csalás során a közösségi média által biztosított fórumokat is felhasználták, a sajtóközlemény az ügy jogi lényegét összefoglalva hivatkozik a SEC egyik vezetőjének kijelentésére, mely szerint: „Míg a shortoló kereskedők szabadon kifejezhetik a véleményüket az egyes társaságokról, nem támasztják alá ezeket a véleményeket hamis állításokkal”.⁵ A fenti jogeset kapcsán egy megjegyzést érdemes tenni: a hedge fundok jellemzően sokkal jobban érintettek a short ügyletek kapcsán, mint a tőkepiac egyéb szereplői, tekintettel arra, hogy nevükből adódóan fedezeti ügyletek lebonyolítására szakosodnak, azaz kockázatkezelési megfontolásból, a veszteségek minimalizálása érdekében a long ügyletekkel ellentétes short pozíciókat nyitnak azonos instrumentumra. Ebből okszerűen következik az, hogy ezek a fedezeti alapok mint speciális befektetési alapok a hozzájuk kötődő instrumentumok vonatkozásában a poop and scoop és a short and distort csalási sémára nézve nagyobb kockázati kitettséggel rendelkeznek a hozzájuk képest „hagyományosnak” tekinthető befektetési alapokhoz képest. Magyarország szerencsés helyzetben van abból a szempontból, hogy nem ismeri sem „hedge fund”, sem „fedezeti alap” néven a fenti speciális befektetési alapot, de még a létező és szabályozott piacon működő kockázati tőkealapokat sem lehet azokhoz hasonlítani, ahogy az abszolút hozamú alap is más fogalmat takar.⁶

A „pump and dump” és a „poop and scoop” manipulációs módszerek azonosítása

Alaptézis: a tőzsdei kereskedőknek kiadott figyelmeztetések⁷, melyek a fenti módszerekkel manipulált instrumentumok elkerülésére hívják fel a figyelmet, jól használhatók a bünygyi felderítő, nyomozati munkában, és a tőkepiaci felügyeleti szervek hatósági feladatellátását és az ahhoz kapcsolódó büntető igazságszolgáltatás szereplőinek munkáját is orientálhatják. Szerepük tehát kettős, egyfelől a kereskedés normális menetének elősegítése, fenntartása, másfelől bűnmegelőzési indíttatású. Egyes terméktípusok a természetüknél fogva nagyobb fenyegetést jelentenek a pump and dump módszerrel elkövetett csalások vonatkozásában, pl.: a penny stock értékpapírok, kriptovaluták. A termék kockázati kitettségét vizsgálhatjuk annak kategorizálása során. Az ún. „hype” (rövid időn belül bekövetkező szokatlanul nagy árfolyamrobbanás) mögött rejlő tényezők azonosítása és vizsgálata az erre folytatott elemzés, kutatás révén annak fényében, hogy van-e fundamentum az árfolyam emelkedése mögött, észszerűségi teszt elvégzése. Ez bármely tetszőleges időpillanatban elvégezhető, melynek eredményeként feltehető a kérdés: racionális indokok vezettek-e el a jelenlegi árfolyam kialakulásához, életszerű volt-e adott időszak spektrumán az árfolyam alakulása? Bármely extrém módon túlárzott instrumentum esetén kifejezett kockázatot rejt magában a már eleve magas árfolyam, amennyiben long pozíciót kívánunk felvenni. Részvény esetén vizsgálándó, hogy a kibocsátó addig nyilvánosságra hozott főbb pénzügyi dokumentumaiban (beszámolók, jelentések) közölték és valósnak tekintett adatok összességében indokolják-e (összhangba hozhatók-e) a prompt árfolyammal. Felderítés,

⁵ SEC Charges Hedge Fund Adviser With Short-and-Distort Scheme.

⁶ A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének tájékoztatója a Hedge Fund befektetésekről.

⁷ Tipikusan ilyenek az ún. „profit warning” típusú figyelmeztetések, melyek olyan elemzői háttér munkán alapulnak, amelyek arra hívják fel a figyelmet, hogy a beazonosított események az érintett részvényt kibocsátó vállalat profitcéljai elérésének vonatkozásában kockázatot jelentenek.

bűnüldözés: a bennfentes kereskedők ügyleteit követő eladási roham esetén a piaci manipulációban érintett személyek, szervezetek azonosításához támpontot ad a tranzakciók időpontja mentén elvégzett elemzés. A fenti manipulációs módszerek gyanúját felvető trendek azonosítása a kereskedés menetében különös jelentőséggel bír. Minthogy értelemszerűen csak múltbeli adatokra lehet támaszkodni, ezért az érintett termék piacának alakulása szempontjából releváns, empirikus adatokat teljes körűen tartalmazó (és egyébként szemléletes) historikus és kereskedési napon belüli (intraday) árfolyamgörbék vizsgálata lehet a kiindulópont. Amennyiben rendelkezésünkre állnak a fenti árfolyamgörbékre vetített technikai elemzések eredményei, úgy azokat érdemes a befektetési elemzői szakmában elfogadott módszerek és technikák alapján alaposan kiértékelni. A terjedelmes, mélyreható elemzések eredménye tömören összefoglalva a befektetői ajánlásokban jelenik meg, jellemzően egy ötfokú skálán, mely lehetővé teszi, hogy a közgazdasági tudással, iparági ismeretekkel nem rendelkező vagy éppen csak újságolvasásra időt szánni nem tudó személyek is e szerint a pénzügyi eszközre kiadható: erős vétel (strong buy), vétel (buy), tartás (hold), eladás (sell), erős eladás (strong sell) ajánlások ismeretében kereskedhessenek.⁸ Az ajánlati könyv (vétel, eladás oldal) alapos elemzése hatékony segítséget adhat, különös tekintettel a bevitt és nem teljesült ajánlatokra. Külön vizsgálni kell a mennyiséget és az ajánlati árat, mert az ajánlati könyv statikus vizsgálata, mely egyébiránt jó pillanatfelvételt ad a piac aktuális helyzetéről, nem elegendő, hiszen a kereskedés egy dinamikus folyamat, ezért az ajánlati könyv alakulása is vizsgálándó, mert az sztochasztikus kapcsolatban áll az árfolyam alakulásával. Az ajánlatok módosítása, visszavonása kiemelt fontosságú, ennek nyomán lehet következtetni a fiktív ajánlatokra, melyhez elengedhetetlen a tranzakciópárok együttes vizsgálata. A pump and dump séma (ezt a kifejezést használja az angolszász nyelvű szakirodalom, ideértve a SEC hivatalos dokumentumait is) azonosításához jó támpontot jelenthet a long kereskedés során felmerülő kockázatok, veszélyek számbavétele.

Felmerülő problémák

A tiltott piacbefolyásolás vizsgált elkövetési módjainak értékelése során számtalan probléma felmerülhet, melyből jelen tanulmányomban hármát kívánok kiemelni és röviden ismertetni.

(1) Az iceberg ajánlatok kérdésköre. Van-e létjogosultsága a „jéghegy” ajánlatoknak etikai megfontolások alapján? Az irányadó és kurrens hazai tőkepiaci szakirodalom eme atipikus megbízástípus lényegét ismertetve azt hangsúlyozza, hogy az a nagybefektetők tőzsdei ügyleti megbízásainak a piaci ár alakulására gyakorolt hatásának teljes vagy részleges ellensúlyozását célozza (Kecskés et al, 2019, 339. o.). Álláspontom szerint az iceberg megbízások létjogosultsága vitatható, ugyanis amennyiben abból indulunk ki, hogy az értéktőzsde – ahogyan bármelyik tőzsde – alapfeladata per definitionem a hatékony tőkeáramlás, tőkeértékelés, az árfolyam és egyéb kockázat megosztása érdekében a tőzsdei termékek keresletének és kínálatának koncentrálása, azok kereskedésének lebonyolítása és a nyilvános árfolyam alakulás elősegítése (ld. 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról, 5. § 122. pont - értelmező rendelkezés), akkor a törvényi meghatározásból egyértelműen kitűnő

⁸ Egyes elemzések az ajánlásoknál az erős vétel / eladás (strong buy / sell) kategóriát egyszerűen vétel / eladás (buy / sell) néven említik és ehhez viszonyítottan az „egyszerű” vétel / eladás (buy / sell) ajánlást kiegészítik a „mértékelt” (moderate) jelzővel.

határozott céltételezésből látható, hogy a börze nem csupán egy piactér, kereskedelmi platformot biztosító vállalkozás, hanem egy információs szerepet betöltő intézmény, melyre rendkívül szigorú szabályrendszer vonatkozik. Hatékony lehet az, ha a nagy volumenű vételi vagy eladási megbízás ajánlati könyvben való láthatóság szempontjából történő feldarabolása révén kereskedhetőbbé válik egy részvény azonnali piaca, mert belátható, hogy mindez a likviditásnak kedvez, de ha már előre ismert a megbízó pontos (eredeti) ügyleti szándéka az árfolyam és volumen tekintetében egyaránt, úgy a valósidejű és tartalmilag is valós tőkeértékelés ellen hat az, ha az egyébként megismerhető (és a befektetési szolgáltatók és munkatársaik, valamint a megbízást adó befektető által ismert) ajánlat egyes részeinek láthatatlanná tételével az azokat nem ismerő befektetők ismerettel nem rendelkezhetnek.⁹ Erős ellenérvként felhozható továbbá az is, hogy a Budapesti Értéktőzsde (a továbbiakban: BÉT) a Xetra kereskedési rendszer 2013. december 1. napjával történő bevezetéséig is hatékonyan működött, iceberg megbízások adásának és teljesítésének hiányában is, az MMTS kereskedési rendszer keretei között.

(2) A kereskedés felfüggesztése alatt nincsenek kötések, a rendszer még az ajánlatokat sem fogadja be, és nem vagy nem minden esetben ismert előre a kereskedés újraindításának időpontja. Ezen időszakokat követően már csak a várható árelmozdulás miatt is az ajánlati könyv dinamikája jellemzően megváltozhat, a felfüggesztésre és újraindításra, mint kereskedési eseményekre ennél fogva spekulálni lehet. Ez megtörténhet olyan módon, hogy a felfüggesztésre irányadó BÉT határozat közzétételének időpontja és a felfüggesztés tényleges beállta között eltelt idő alatt bevitt ajánlatokat és az annak révén megkötött ügyleteket pusztán a gyors profitrealizálás érdekében realizálják, de ezenfelül a felfüggesztés tartama alatt a befektetők gondolkozási időt nyernek a pozícióik menedzseléséhez, így a folyamatos kereskedés újraindulása esetén turbulens időszak állhat be, mely a forgalmon túl a volatilitás növekedésével is járhat. Ezek jelenleg is mindennapi események, annak ellenére, hogy 2020-ig létezett egy „hungarikum” esetköre is a tőzsdei kereskedés felfüggesztésének, mely szerint a kibocsátóknak lehetőségük volt a saját értékpapírjaikban történő kereskedés meghatározott időtartamra vonatkozó felfüggesztését kezdeményezni az indok(ok) feltüntetésével „rendkívüli tájékoztatásuk nyilvánosságra hozatalát megelőzően nyilvánosságra kerülő információk felhasználásának megakadályozása érdekében”. Tipikus példa volt erre, amikor egy kibocsátó valamilyen fontos esemény, információ közzététele előtt állt (pl. egy a cég életében az általa jelentősnek minősített szerződés aláírása), de ezt az információt nem tette közzé azonnal valamilyen okból, viszont tartott annak kiszivárgásától, egészen pontosan attól, hogy az visszaélés alapjául szolgálhat, ezért kérte a tőzsdétől a kereskedés felfüggesztését a fontos tájékoztatásának közzétételéig terjedő időre. Az ilyen felfüggesztések általában kereskedési napon belül történtek és jellemzően nem húzódtak át több tőzsdenapra (bár előfordult ilyen eset). Ilyenkor a tőzsde rendre, eleget téve a kibocsátói kérelemnek, a kereskedést felfüggesztette, és ezzel egyidejűleg megvárta a rendkívüli tájékoztatás közzétételét, majd relatíve rövid várakozás (általában kb. fél óra) után, bízva abban, hogy az információ árba történő beépülése előtti akadály az információ terjedésének lehetősége következtében elhárult, külön határozattal visszaállította a termék tőzsdei kereskedését (Szalay-Forrai, 2020). Tekintettel arra, hogy a fenti sajátos szabályozási megoldás nem

⁹ A fent kifejtettek okán vitatható Kecskés megállapítása, azonban tekintettel arra, hogy a hazai szakirodalom ezidáig adós maradt az iceberg megbízások részletes természetrajzával és etikai értékelésével, a probléma bővebb kifejtésére e helyen e tanulmány nem vállalkozhat.

mutatott összhangot az európai tőkepiaci szabályozással – Az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete (2014. április 16.) a piaci visszaélésekről (piaci visszaélésekről szóló rendelet), valamint a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv és a 2003/124/EK, a 2003/125/EK és a 2004/72/EK bizottsági irányelv hatályon kívül helyezéséről, a továbbiakban: MAR rendelet – mert az információ ilyenén visszatartása a bennfentes információ azonnali közzétételébe ütközött, a késleltetés fenti intézményét a BÉT 2020. szeptember 7-én és 9-én, két részletben kiiktatta az Általános Üzletszabályából, és a kereskedés felfüggesztésének addigi leggyakrabban alkalmazott esetköre megszűnt. Figyelembe véve a fent említetteket, okszerűen lehet arra a megállapításra jutni, hogy a felfüggesztés átmeneti időszaka komoly kihatással lehet a long és a short pozíciók felvételére és zárására azon egyszerű oknál fogva, hogy a bár a kereskedés szünetel, a kereskedési döntések befektetői megfontolása, kialakítása azonban mindvégig folyamatos marad. Ebből azt a konklúziót lehet levonni, hogy mialatt a tőzsdei kereskedés az adott platformon szünetel, úgy természetesen, hogy ez az időszak kedvezhet a pump és dump sémát alkalmazó, azaz a piacot szándékosan manipulálni tervező kereskedők nemkívánatos, károkozó tevékenységének is.

(3) A nyereségrealizáló, ún. „take profit” és a veszteségvágó, ún. „stop loss” pozíciók alapjául szolgáló ajánlatok ezen jellege – mely egyébként komoly többletinformációt tartalmazna – nem derül ki az ajánlati könyvből, azaz nem ismert adott prompt árfolyam mellett az ajánlati könyv adatainak birtokában sem az, hogy a pozícióban lévő kereskedők mikor tervezik likvidálni (értékesíteni) a befektetésüket, hasonlóképpen az ilyen többlettulajdonsággal rendelkező limitáras ajánlatok módosítása, visszavonása sem válik ismertté. Arra ugyan van lehetőség, hogy a befektetők előfizetésük szerint differenciált betekintést nyerhessenek az adott részvény kereskedési adataihoz kapcsolódó ajánlati könyvekbe, de már a magyar piacon az sem garantált, hogy nem kumulatív adatokhoz jutnak hozzá. Ez azt jelenti, hogy adott árfolyamszint esetén nem fogják feltétlenül megtudni még azt sem, hogy az ahhoz tartozó mennyiség hány darab és egyenként milyen volumenű ajánlatból tevődik össze. Arra is van lehetőség, jellemzően külföldi piacokon, hogy dinamikus ajánlati könyv álljon az érdeklődő befektetők rendelkezésére, és az sem kizárt, hogy ad abszurdum képernyőkivonat fényképekkel percenként akár többször rögzítsük az ajánlati könyv éppen aktuális múltbeli időállapotait és azokat egymással meghatározott szempontok szerint összehasonlítsunk. Nem tudjuk tehát az adott időpillanat kereskedési / ajánlati könyv adataira vonatkoztatva az éppen akkor pozícióba kerülő, abban lévő, vagy azt likvidáló valamennyi befektetőtársunk adott instrumentumhoz köthető teljes kereskedési ügyleteit megismerni. Az ajánlati könyv jellemzőivel kapcsolatos egyik hazai közgazdaságtudományi tanulmány nemzetközi szerzők megállapításaira történő hivatkozással rámutat arra, hogy 2004-ben a Londoni Értéktőzsdén (London Stock Exchange) a tőzsdei ügylet megkötésére irányuló ajánlatok a három legnagyobb ajánlattípus közötti megoszlása viszonylag egyenlő arányú volt: 33%-a piaci, 32%-a spread, míg 35%-a limitáras ajánlat. A brit kutatás szerint a limitáras ajánlatoknak volt legkisebb az árhatása, vagyis nem mozdította el a piaci árat, a spread ajánlatoknak már jelentősebb hatása volt, míg a piaci áras ajánlatot adók voltak a legtürelmetlenebbek, és ők befolyásolták legjobban a piac alakulását. A piaci áras megbízások árhatása e szerint azért volt a legjelentősebb, mivel amennyiben a megbízás nem a legjobb árszinten történik, hanem érinti az ajánlati könyv többi sorát is, a piaci ár az ajánlatvezérelt tőzsdén természetesen el fog mozdulni az addigi értékéről a kötéspárosítási algoritmus működése következtében (Váradi, 2012, 282. o.). Furcsa ellentmondásnak tűnik

elsőre a fenti kutatási eredmény tükrében, hogy az ajánlati könyvnek komoly jelentőséget tulajdonított annak ellenére, hogy az azonnal teljesülő és a piacot legjobban mozgató piaci megbízásokra leadott ajánlatok nem látszódnak ajánlati szinten, tekintettel arra, hogy az szükségtelen és kivitelezhetetlen is egyben. Ennél azonban sokkal fontosabb álláspontom szerint e körben az a tény, hogy az ajánlati könyvbe bevitt limitáras megbízások érvényességi időtartama sem ismerhető meg. Erre Váradi tanulmánya, mely elsősorban nem jogi, hanem közgazdasági természetű kutatási eredményeket tartalmaz, külön nem hivatkozik, hanem csak azt szögezi le, hogy "az ajánlati könyv tulajdonképpen csak a limitáras megbízásokat tartalmazza"(Váradi, 2012, 274. o.), azokat azonban a végrehajtási feltételekkel kiegészítetten nem vizsgálja, így a különböző érvényességi idejű megbízások ugyanúgy nem nyernek értékelést, ahogy a fent kifejtett iceberg és stop loss megbízások sem. Az ajánlati könyv vételi és eladási oldalán szereplő mennyiségek és árszintek ismeretében azonban lehet némi sejtése a pozícióba be- vagy kilépni szándékozó befektetőnek, hogy reális lehet-e adott kereskedési napon belül, a múltbeli kereskedési adatok alakulása ismeretében az egyes szintek teljesülése, mert arra minden lehetőség adott, hogy technikai elemzéseket végezzon el, kivétve az árfolyamgörbét a jövőre nézve. Feltételezhető ugyanis, hogy nem kerül sor olyan limitáras ajánlatok megadására, amelyek a prompt árfolyamtól irreálisan elrugaskodnak, mert bár egyéni befektetői cél a profitmaximalizálás a tőzsdén, és ehhez két egymás viszonylatában utóbb helyesnek bizonyuló tranzakciós döntés szükséges, a közvetítői díjak és jutalékok következtében tisztességes szándék mellett nem lehet az eleve teljesíthetetlennek tűnő ajánlat adása a cél, továbbá előre meghatározott szabályok szerint a prompt árfolyamhoz képest túl magas vagy alacsony limitáras ajánlatok befogadása sem fog megtörténni, azt a tőzsdei kereskedési rendszerek automatikus vissza fogják utasítani.

Záró gondolatok: digitalizáció és a tiltott piacbefolyásolás

(1) Mára már látható, hogy a robbanásszerű technológiai fejlődés, különösen az online közösségek és online pénzügyek expanziója a piaci manipuláció tiltott módszerei elburjánzására kedvezően hat. Ahogy a klasszikus csalás esetében világszerte trend, hogy a bűncselekmény elkövetése a valósból a virtuális térbe terelődött át, úgy kijelenthető mindez a tiltott piacbefolyásolásra, annak pump and dump és a poop and scoop séma alapján elkövetett eseteire nézve is. Ambrus István a szakkönyv formájában 2021-ben megjelent compliance jogszabályokhoz fűzött kommentárjában ezt úgy fogalmazta meg, hivatkozva egyben az Európai Bizottság szakértőinek a magyar Btk.-ba nem időben átültetett, a tiltott piacbefolyásolás törvényi tényállásából hiányzó, nyílt taxációt lehetővé tevő "vagy egyéb olyan magatartás" kitétel hiányosságára utaló kritikáira, hogy "az új termékek és technológiák fejlesztése növeli a piaci manipulációt végrehajtani szándékozó személyek eszközeit és lehetőségeit, valamint a piaci szereplőket érintő technológiák szofisztikáltság és összetettsége új lehetőséget teremt a piaci manipuláció megvalósításához."(Ambrus, 2021, 281. o.) Jelen tanulmánynak nem volt célja sem a tőzsdei forgalomban egyre nagyobb szerepet játszó algoritmus kereskedelem, sem az ún. nagysebességű kereskedelem (high frequency trading) megemlítése és tiltott piacbefolyásolás gyakorolt hatásának elemzése, de kétségtelen, hogy ezek a speciális esetek is szerepelnek a fent hivatkozott büntetőjogi compliance magyarázatban, mint olyan újonnan elterjedt kereskedési módszerek, amelyek extra kockázatot jelentenek.

(2) Sajnálattal az is tapasztalható, hogy az influencers marketing elterjedése nem segítette a tőkepiacokat a rend fenntartásában. A közösségi médiának ezért a jövőben nagyobb szerepet kell vállalnia a pénzügyi tudatosság fejlesztésében, amely a Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) hivatalos YouTube csatornáján található anyag szerint már egy évtizede a szervezet egyik kiemelt prioritása. Az újabban elterjedt és egyre nagyobb népszerűségnek örvendő közösségi média platformok (különösen Instagram, TikTok) előretörése nagyban hozzájárul a nem szükségszerűen szakemberektől, hanem laikusnak számító átlagpolgár kereskedőktől / befektetőktől származó ellenőrizetlen vagy nehezen ellenőrizhető információk szabad terjedéséhez és tekintettel e fórumok algoritmus alapú működésére is, a névtelen profil mögé bújó felhasználók a tudatosan hamis, de legalábbis félrevezető információk terjesztésében a lebukástól való félelem hiányában gátlások nélkül közreműködhetnek, aláásva ezzel a jobbra hagyományos fórumokon működő befektetési elemzők valós értéket képviselő, térítés ellenében elérhető és ennek okán szabadon nem is terjesztett munkájának eredményét.

Irodalomjegyzék

Ambrus István (szerk.) (2021): *Magyarázat a compliance jogszabályairól I.*, Általános és büntetőjogi compliance, Budapest: Wolters Kluwer Hungary Kft.

A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének tájékoztatója a Hedge Fund befektetésekről,

https://web.archive.org/web/20101122114135/http://www.pszaf.hu/data/cms548009/hedge_fund.pdf. közzététel dátuma: 2010. november 22., letöltés dátuma: 2025. május 11.

Brückner Gergely (2020): *A titokzatos short-ügyletek: tiltsuk, vagy engedjük járvány idején?*

https://index.hu/gazdasag/2020/04/02/a_titokzatos_short-ugyletek_tiltsuk_vagy_engedjuk_jarvany_idejen/, közzététel időpontja: 2020. április 2., 11:43, letöltés időpontja: 2025. április 4.

Kecskés András, Halász Vendel, Bujtár Zsolt (2019): *Tőzsdeuniverzum*, Budapest: HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft,

Szalay Rita, Forrai Mihály (2020): *Változnak a kereskedés felfüggesztésének szabályai a BÉT-en,*

<https://www.bet.hu/Rolunk/Sajtoszoba/szakmai-cikkek-es-tanulmanyok/valtoznak-a-kereskedes-felfuggesztesenek-szabalyai-a-bet-en>, közzététel időpontja: 2020. szeptember 7., letöltés időpontja: 2025. május 4.

Váradí Kata (2012): Az ajánlati könyv statisztikai tulajdonságai, *Hitelintézeti Szemle*, 11(3), 272-286. o.

<https://www.bankszovetseg.hu/Content/Hitelintezeti/272-286-varadi-kata1.pdf>, letöltés időpontja: 2025. április 4.

Jogesetek a SEC gyakorlatából

SEC Charges “Magic Mushroom” Company and Two Individuals with Multimillion Dollar Pump-and-Dump Scheme, Immediate Press Release, 2024-165, ld.:

<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-165>, közzététel dátuma: 2024. október 9., letöltés dátuma: 2025. május 10.

SEC Charges Hedge Fund Adviser With Short-and-Distort Scheme, Immediate Press Release, 2018-190, ld.: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2018-190>, közzététel dátuma: 2018. szeptember 12., letöltés dátuma: 2025. május 10.

MARKET MANIPULATION WITH “PUMP AND DUMP” AND “POOP AND SCOOP” METHODS

This study is based on a presentation held at Miskolc University Doctoral School of Law on 14 November, 2024, and aims to show briefly how stock exchange market manipulations via “pump and dump” and “poop and scoop” methods work in reality. In spite of the fact that these fraudulent methods can be distinguished from each other according to the different trading directions of the financial instrument under consideration, they are not the exact opposites of each other and also „pump and dump” is more common than the other manipulative tactic. In this paper I will present the main characteristics of these manipulations, and also provide an overview of their historical development. It will also be discussed that these strategies could be separately introduced into the Hungarian Criminal Code under the category of illegal market manipulation in the future.

Keywords: Illegal market manipulation, pump and dump, poop and scoop, Securities and Exchange Act, prohibition against manipulation of security prices, transactions relating to short sales of securities

II. JÉGHEGY MEGBÍZÁS. A DIGITÁLIS KOR TŐZSDEI KERESKEDÉSÉNEK EGYIK MEGENGEDETT SPECIÁLIS MEGBÍZÁSTÍPUSA

Absztrakt

Jelen tanulmány azt hivatott röviden bemutatni, hogy az iceberg order (hidden order), azaz jéghegy megbízás (rejtett megbízás) jogintézményének tőzsdei kereskedésben történő meghonosodása és elterjedése, milyen új kockázatokkal és veszélyekkel járt, illetőleg kiknek és milyen lehetőségeket tartogathat. Publicisztikai írásokból a jelenséget mélyebben nem ismerők számára mindössze annyi válik ismertté, hogy elsősorban az intézményi befektetők számára lehet kedvező e konstrukció, azt nagyobb volumenű ügyletek megkötése esetén alkalmazzák elsősorban. Célszerű ennek okán megvizsgálni azt, hogy az információkhoz való egyenlő hozzáférés torzulásával sérülnek-e addigi kereskedési alapelvek, amennyiben igen, úgy melyek ezek és mennyiben erodálódnak.

Kulcsszavak: jéghegy megbízás, rejtett megbízás, tőzsdei kereskedés, ajánlati könyv, információkhoz való egyenlő hozzáférés, kereskedési alapelvek, intézményi befektetők, befektetők védelme

A jéghegy megbízásról általában

A „jéghegy megbízás”, azaz a nemzetközileg elfogadott „iceberg offer” teljes egészében (tükörfordításban) magyar nyelvre lefordított elnevezése tőlem származik, tekintettel arra, hogy ez a fogalom így, ezzel az elnevezéssel a hazai jogi környezetben nem használatos: az angol elnevezést csak akkor fogom használni, ha normaszöveget idézek. A Budapesti Értéktőzsde (a továbbiakban: BÉT) valamennyi belső szabályzatát – melyek egyébiránt a tőzsdei kereskedésben érintett valamennyi félre irányadó és kötelezően alkalmazandó normák koherens rendszerét képezik – felülről determináló tőkepiaci törvény (2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról, a továbbiakban: Tpt.) e fogalomról nem rendelkezik. Következésképpen megállapítható és nem túlzás, hogy a jéghegy megbízás Magyarországon ma mindössze egy kereskedelemtechnikai fogalom, amelynek a jogrendszerünkben jogszabályként nem értelmezhető, „A Budapesti Értéktőzsde Nyilvánosan Működő Részvénytársaság Általános Üzletszabályzata” ötödik könyvét képező ún. „Kereskedési Szabályok” (a továbbiakban: KSZ) dokumentum ad otthont. A KSZ 9.2.3. pont sorolja fel tételesen a tőzsdei kereskedésben adható ajánlatok típusait, melyek között a c) alpontban szerepel az „iceberg” ajánlat. A Tőzsde nem fordította le ezt a szót magyar nyelvre, hanem az általa alkalmazott Xetra kereskedési rendszer bevezetése¹⁰ alkalmával módosított KSZ az ajánlattípusok kibővítésekor az „iceberg” szót implementálta. A fenti felsoroláson túlmenően a KSZ természetesen megadja az „iceberg ajánlat” definícióját, mely a 10.10. pont szerint: „olyan limit ajánlat, ahol ajánlattételkor kétféle mennyiséget kell megadni, a teljes mennyiséget, és a látható mennyiséget”.

A jéghegy megbízásról a részletszabályok tükrében

Fentiek némi magyarázatra szorulnak, mert a meghatározás a KSZ egyéb rendelkezéseiben nincs alábontva, és a tőzsdei kereskedés gyakorlatában jártassággal nem rendelkezők önmagában a mennyiség és a láthatóság fenti megjelölésével nem feltétlenül tudnak kellőképpen eligazodni a megbízástípus besorolása és annak a többi, hagyományosnak tekinthető megbízástípustól történő elhatárolása során. Arról van szó, hogy a kereskedő amikor a klasszikus limitálás¹¹ megbízás adása helyett – mely, amint azt a későbbiekben látni fogjuk, jó alternatívája a jéghegynek – kifejezetten iceberg megbízást kíván adni, úgy előre meg kell határozza azt, hogy miből, mennyit, mennyiért kíván venni vagy eladni, de ezen túlmenően – merthogy kettős konjunktív feltételről van szó – azt is meg kell adnia az ajánlata megtételekor, hogy a teljes ajánlati mennyiségből mekkora legyen az a részmennyiség (azaz adott instrumentumtípusból hány darab, egészen konkrétan pl. 1000 db OTP törzsrészvény), amely az ajánlati könyvben mindenki számára az ajánlat bevitelekör és befogadásakor láthatóvá válik, publikus lesz. Értelemszerűen ez kijelöli a láthatatlan részt is, (mely képletesen értve a jéghegy alja, vízfelszín alatti része lesz) minthogy a kettő együtt teszi ki a teljes mennyiséget, ugyanakkor ez a láthatatlan rész a mennyiségét tekintve az ajánlati könyvből jellemzően nem derül ki, hanem csak a kereskedés meghatározott szakaszaiban válik ismertté. Még akkor is,

¹⁰ A Xetra kereskedési rendszer hazai meghonosítására a BÉT-en 2013. december 1. napjával került sor, mellyel az európai régióban utolsóként vettük át ezt a német fejlesztésű rendszert, melyet a folyamatos fejlesztéseknek köszönhetően a befektetői szakmában a mai napig a világ egyik leggyorsabb és leghatékonyabb elektronikus kereskedési rendszerének számít. (Véltetően az iceberg megbízások technikai kezelésére a korábban használt MMTS kereskedési rendszer nem volt alkalmas a BÉT-en.)

¹¹ Összességében meghatározásra kerül az eladási / vételi ajánlatban, hogy mely ár / árfolyam elérése esetén köttessen meg a tőzsdei ügylet az ajánlatban meghatározott mennyiségben.

ha ez utóbbi ismertté válik, merthogy annak feltétele beáll (a korábbi mennyiség lekötődik), vissza fog maradni egy újabb láthatatlan rész, értelemszerűen a lekötetlenül maradt mennyiséghez képest, és ez a teljes mennyiség lekötésének megtörténtéig mindvégig így marad, ide nem értve az ajánlat időközbeni módosítása és visszavonása atipikus esetét. Vannak továbbá olyan részletszabályok, melyek valójában korlátozásokat tartalmaznak: ilyen a 10.11. pont szerinti korlátozás is, melynek értelmében „iceberg ajánlat csak a folyamatos kereskedés aukciókkal modellben tehető”. A hazai piacon elérhető tőzsdei termékek zömének kereskedése jellemzően e modell keretei között történik, így ide tartoznak az azonnali részvényt piacon kereskedett egyedi tőzsrészvények is. Ennél lényegesen szigorúbb a 10.12. pont rendelkezése, amely azt mondja ki, hogy „iceberg ajánlat esetében végrehajtási feltételek nem adhatók meg, és a kereskedési szakasz feltételek vonatkozásában iceberg ajánlat csak kereskedési szakasz feltétel nélkül tehető”. Ez teljesen logikus és indokolt rendelkezés, mert ha a kereskedési szakaszok mentén differenciáltan lenne megadható a kereskedő részéről az iceberg ajánlat, akkor az lehetőséget teremtené neki a KSZ kijátszására. Ismeretes ugyanis, hogy adott tőzsdenapon belül minden esetben kell hogy legyen olyan időbeli szakasza a napi kereskedésnek, amikor iceberg megbízás esetén a teljes mennyiség látszódik az ajánlati könyvben.¹² Ennek oka az, hogy természetszerűen egészen másként zajlik a napi tőzsdei kereskedés a nyitás és a zárás fázisában, mint a folyamatos kereskedés „rendes” szabályai szerint napközben. Ezen túlmenően pedig nem lehet kizárni a napközi árelmozdulásokat, amelyek miatt napon belüli (a folyamatos kereskedést megszakítását kiváltó) ún. volatilitás szakaszok is bekövetkezhetnek, amikor szintén aukciós kötések vannak, ahogy a már említett nyitó záró időszakokban (csak ott kötelezően.) Erre utal a KSZ 10.13. pontja: „Az aukciós és volatilitási szakaszok során az iceberg ajánlat teljes mennyisége szerepel az ajánlati könyvben, és az aukciós ár meghatározása során a teljes mennyiséget veszi figyelembe a kereskedési rendszer”. Ami azonban a leglényegesebb, az csak ezután olvasható ki a KSZ 10.14. pontjából: „Az iceberg ajánlat a folyamatos kereskedés szakaszban csak a látható mennyiséggel szerepel az ajánlati könyvben”. Igen, ez a leglényegesebb részletszabály, mert egyfelől tudományos igazolást nem igényel, hogy a folyamatos kereskedés (akciók nélkül) szakasza alatt, amely általánosságban a teljes napi kereskedési idő 90 %-át kiteszi (bár ez termékenként eltérő lehet némileg, mert egy-egy termék kereskedése a 10, 15 %-os napon belüli árfolyamváltozás miatt, akár többször néhány perc időtartamra felfüggesztés miatt szünetelhet), zajlik a legnagyobb forgalom, a tőzsdenapi kötések túlnyomó része erre az általános időszakra tehető, másfelől az iceberg ajánlatnak mint ajánlattípusnak az a fő jellemzője, hogy az ajánlati könyv nem adhat teljes körű és megbízható információt a vételre vagy eladásra felkínált termékek ajánlattal érintett teljes mennyiségére vonatkozóan – ad absurdum az adott termék prompt piaci viszonyaira vonatkozóan – éppen erre a releváns időre, így a fenti torzulás miatt a többi – nem vagy nem csupán iceberg ajánlattal piacra lépni kívánó – potenciális vagy piacra lépő tényleges kereskedőtárs sikerrel kecsegtető lehetőségei a korábbi helyzethez képest kedvezőtlenül meg fognak változni. A KSZ 10.15. pontjának rendelkezése, melynek lényege, hogy az előbb idézett 10.14. pontban lévő rendelkezés alkalmazhatósága esetén az ajánlati könyvben megjelenő, prompt

¹² Humoros hasonlattal élve a jéghegy megbízással tőzsdéző játékos olyan, mint az 1980-as évek népszerű Police 07 nevet viselő társasjátékában a Budapesten bujkáló, Európa-szerte körözött mükincsrabló Dr. Factor, aki néha azért megmutatta magát, izgalmasabbá téve a társasjátékot. Annyi csupán a különbség, hogy a jéghegy folyamatosan olvad.

látható mennyiség a kötések függvényében arányosan csökkenhet, már bemutatásra került, ezért azt csak a rend kedvéért idézem: „Új látható mennyiség akkor kerül az ajánlati könyvbe, ha a látható mennyiség teljes mértékben lekötésre került, és az ajánlat teljes mennyisége még nem került lekötésre”. E szabály megfogalmazása kritikával illethető, mert a hangsúly nem azon van, hogy mikor kerülhet bevezetésre új látható mennyiség, hanem az a lényeges, hogy erre bizony, ha tetszik, ha nem, mindenképpen sor fog kerülni, ha időközben a teljes ajánlat részben lekötésre kerül. A mondat szerkesztés mikéntjéből adódó helytelen hangsúlyozás álláspontom szerint alkalmas arra, hogy a témában járatlan jogalkalmazókat teljesen félrevezesse, de legalábbis gyanítható, hogy ők nem vagy csak nagyon nehezen fognak rájönni, mi ennek az értelme. Végezetül a KSZ 10.16. és 10.17. pontjairól az állapítható meg, hogy azok egymással összefüggnek. A 10.16. pont kimondja, hogy: „Az iceberg ajánlatnál megadható látható mennyiség és teljes mennyiség minimális értékét a Tőzsde határozza meg”. Egyértelmű mindez, ugyanis piacszerzői jogkörben kizárólag a Tőzsde kompetenciájába tartozhat a látható mennyiség alsó limitjének meghatározása. Ehhez kapcsolódik a 10.17. pont, mely a látható mennyiséget a teljes mennyiségre vetítve immár százalékpontos pontossággal számszerűsíti.

Közérdek vagy magánérdek fűződik az ajánlati könyv tartalmának valódiságához?

Ahhoz, hogy helyes értékítéletet alkothassunk a jéghegy megbízásokról, első körben azt célszerű megvizsgálni, hogy az ilyen megbízások esetén kétségtől torzuló ajánlati könyv mindenkor tartalmához – tudniillik, hogy a piac szereplői megbízassanak annak valódiságában – milyen érdekek fűződnek. Ehhez elsősorban a társasági jog ide vonatkozó elveit kell megvizsgálnunk, merthogy abból kiindulva, hogy főként egyedi részvényekre jellemző e speciális megbízás, azaz a nyilvánosan működő részvénytársaságok kapnak relevanciát, mely a társasági jogi, tágabb vetületben magyar viszonylatban a polgári jogi szabályozás tárgya. Még a régi alkotmányunk korszakában kiadott első, tudományos igényű alkotmánykommentár az Alkotmány piacgazdaságról szóló 9. § (2) bekezdéséhez, melynek értelmében „a Magyar Köztársaság elismeri és támogatja a vállalkozás jogát és a gazdasági verseny szabadságát” azt a magyarázatot fűzi, hogy a vállalkozáshoz való jognak két vetülete van: az egyfelől alanyi alapjog, másfelől az állam intézményvédelmi kötelezettsége (Salát-Sonnevend, 2009, 438. o.). Belátható, ha nem lenne alapjog a vállalkozáshoz való jog, akkor gazdasági társaságokat, ideértve nyilvánosan működő részvénytársaságokat sem lehetne szabadon alapítani. Az nyrt. alapításhoz, azaz a részvénytársaságok tőzsdére lépéséhez a megkívánt tőkeminimumon túlmenően számtalan kritériumnak kell az alapítóknak, azaz a részvényeket lejegyzőknek együttesen megfelelniük, melyek közül számos norma, különös tekintettel a prospektus rendeletre, mind a minél teljesebb átláthatósággal, a releváns információk teljeskörű, időszerű közzétételével, mind pedig az információk valódiságával, következőképpen megbízhatóságával áll összefüggésben. A másodlagos piacon irányadó szabályanyag a vállalkozáshoz való jog gyakorlása körében ugyanúgy meghatározó, mint ami az első részvénykibocsátás kapcsán fent elmondható volt, ugyanis ha az IPO során az információk nyilvánossága sérül, akkor felelős társulási döntés (a részvényjegyzés társulást eredményez) nem hozható meg. A másodlagos piacon történő tőzsdei tranzakciók során a részvénytársaság megvásárlásával, de akár csak az arra tett ajánlattétellel, tulajdonképpen társulási döntést hoz meg a befektető, függetlenül attól, meddig tartja meg a portfóliójában az

így szerzett részesedését. Ezen az a tény sem változtat érdemben semmit, hogy nem ismert, kinek a részesedését vásárolja meg. Ugyanez érvényes mutatis mutandis a pótlólagos tőkebevonásra, de a teljes vagy részleges tőke kivonásra is, csak a mennyiség és az előjel változik. Mivel a 2011-ben elfogadott Alaptörvény a vállalkozáshoz való jogot részletesebben nem tartotta szükségesnek kifejtetni, ezért a társasági jog alapelveire vonatkozóan érdemes a Polgári Törvénykönyv (a továbbiakban: Ptk.) rendelkezéseit és a hozzájuk tartozó magyarázatot áttekinteni. Sajátos módon a Ptk. nem kifejezetten a gazdasági társaságokra vonatkozó általános szabályok között deklarálja a vállalkozás alapításának és az ahhoz való társulásnak a szabadságát, hanem általánosabb szinten a jogi személyek összességére nézve fogalmazza azt meg, mintegy tételes joggá implementálva az alapelvet, Ptk. 3:4. § (1) bekezdés: „A jogi személy létrehozásáról a személyek szerződésben, alapító okiratban vagy alapszabályban (a továbbiakban együtt: létesítő okirat) szabadon rendelkezhetnek, a jogi személy szervezetét és működési szabályait maguk állapíthatják meg.” A kommentár egyértelmű útbaigazítást ad: a jogi személy – ideértve valamely gazdasági társaság – megalakításáról az azt létrehozó személyek szabadon dönthetnek, mely a létrehozáson túlmenően a szabad szervezeti alakításig terjed (Petrik, 2014, 43. o.). Ami pedig a már meglévő gazdasági társaságokat, mint a jogi személyek egyik fő típusába tartozó szervezeteket illeti, az azokhoz való csatlakozás joga levezethető a szerződési szabadságból, tekintettel arra, hogy egy-egy új tag becsatlakozása, kilépése minden esetben a társasági szerződés módosítását igényli, és tekintettel arra, hogy már nincs önálló gazdasági társaságokról szóló törvény, a fenti összefüggés az azonos kódex okán még kézenfekvőbb. Fenti okfejtésből számomra az rajzolódik ki, hogy az ajánlati könyv tartalmának valóságához és időszerűségéhez legalább olyan fontos közérdek és magánérdek fűződik, mint ami a szabályozott piacon kereskedett pénzügyi eszközök prompt árfolyamának (statikus szemlélet), valamint ezen árfolyam intraday és historikus alakulásának (dinamikus szemlélet) megismeréséhez kapcsolódik. Az egyes instrumentumok termékjellemzői közötti különbségek természetes jelensége következtében az is belátható, hogy a likviditás, a volatilitás és az egységár közötti eltérések eltérő kockázatokat vindikálnak, így a kereskedési adatok eredményeként folyamatosan képződő árfolyamgörbe és az annak hátterében lévő folyamatosan dinamikusan változó kétoldalú ajánlati könyv adatai nem szükségképpen bírnak azonos fontossággal a kereskedés során. Az illikvidebb, volatilisabb, túlvett vagy túladdott részvények kereskedése különösen a közepes kapitalizációjú vagy az alatti volumen kategóriában kockázatosabb, mint a likvidebb, kevésbé hektikus, egyensúlyibb társaiké.

Összegzés, záró gondolatok

A jéghegy megbízás tőzsdei kereskedésbe történő hazai bevezetése és töretlen fennmaradása egyértelműen azt eredményezi, hogy a tisztességes tőzsdei kereskedésben bízó személyek ennek révén a bárki számára adott időpillanatban elérhető összes információ ismeretében sem kerülhetnek abba a helyzetbe, hogy olyan megbízásokat adjanak brókereiknek, hovatovább olyan ügyleteket kössenek, mely tranzakciók révén maximálisan biztonságosan kereskedhetnek, azaz megbízásuk olyan kötésben manifesztálódhat, amely szándékolt céljuknak mindenben megfelelő, avagy amennyiben már ügyletet kötöttek, úgy a pozíciójuk lezárásakor lehetőség szerint nyereséget könyvelhetnek el a befektetésük likvidálása ellenében kapott pénz jóváírásakor. A jéghegy megbízások mellett folytatott

kereskedési tevékenység szükségszerűen információs asszimetriát keletkeztet legalábbis az adott pénzügyi eszköz piacán a jéghegy megbízással élő és az azzal nem operáló kereskedő között, melyből a normális módon kereskedő, azaz a limitáras megbízást adó kerül ki szükségképpen vesztesen. A hazai értéktőzsde jelen formában önmagában a jelen tanulmányban levezetett egyetlen okból sem tudja már álláspontom szerint betölteni azt az információszolgáltatási szerepét, amelyre 2013. november 30-ig az addigi kereskedési rendszer alkalmazása mellett képes volt. Önmagában az, hogy a jéghegy megbízás részletekben történő teljesülésekor a látható részek újra és újra automatikusan megjelennek az ajánlati könyvben, nem adhat elégséges magyarázatot arra, hogy ezzel a fair trade helyreáll. Ez azzal indokolható, hogy a kereskedés egységül szolgáló eredeti (teljes) megbízásra kell vonatkoztatni azokat a szabályokat, amelyek a tőzsdei kereskedés biztonsága érdekében születtek meg jóval a Xetra rendszer bevezetését megelőzően, nemzetközi, közösségi és hazai szinten egyaránt. A tőzsdei vételi vagy eladási megbízás tárgyát képező ajánlat egészének vagy részének nem teljesülése (mely kiolvasható az ajánlati könyvből) ugyanolyan fontos információ, mint a teljesülés, mert a termék áralakulására mindkettő egyaránt hatással van, ezzel szemben a megbízás egységének megbontása az információ publikus voltára is kihat, és alkalmas arra, hogy az annak hiányában természetes módon történő áralakulást felborítsa. A jéghegy megbízást megengedő kereskedési platformok a nem ilyenekkel szemben kedveznek a tiltott piacbefolyásolás és a bennfentes kereskedelem terjedésének, de álláspontom szerint az adagolt láthatóvá tétel (láthatóvá válás) következtében a pénzmosásnak is, így adott kereskedési platform használata esetén, feltéve hogy a kereskedő számára ez opcionális, e szempontot is mérlegelni célszerű. Tekintettel arra, hogy az ajánlati könyv valóságtartalmához legalább annyi közérdek fűződik, mint amennyi magán, célszerű lenne a tudománynak a jövőben alaposabban megvizsgálni azt, hogy de lege ferenda helye lehetne-e annak, hogy a nem jogszabályként létező, jelenleg hatályos hazai tőzsdeszabályzat módosítása kivitelezhető-e a tőkepiaci jogszabályok szükségszerű módosításának megvalósításával.

Irodalomjegyzék

Salát Orsolya, Sonnevend Pál (2009): 9. § (Piacgazdaság). In: Jakab András (szerk.) *Az Alkotmány kommentárja I.*, Budapest: Századvég Kiadó.

Petrik Ferenc (szerk.) (2014): *Az új Ptk. magyarázata II/VI.* Budapest: HVG Orac.

ICEBERG OFFER. A SPECIAL, LEGAL TYPE OF OFFER FOR STOCK EXCHANGE TRADING IN THE DIGITAL AGE

In this study I aim to demonstrate briefly how the acceptance and proliferation of the legal institution of iceberg orders (hidden orders) in the frame of stock exchange trading results in new risks and threats. I will also discuss the opportunities it offers to certain actors of trading and who these actors are. Those who are not familiar with stock exchange procedures can only learn from articles published in the press that this construction can mostly be advantageous for institutional investors and it is used particularly for high value transactions. Therefore it is advisable to examine whether

the lack of equal access to information can violate the existing trading principles and if so which principles are involved and to what extent they are eroded.

Keywords: iceberg offer (hidden offer), stock exchange trading, order book, equal access to information, trading principles, institutional investors, protection of investors