

Kecskés András

A magyar tőkepiaci szabályozás, különös tekintettel az új befektetési formák megjelenésére

**Capital Market Regulation in Hungary,
with Special Focus on the Emergence
of New Forms of Investment**



Összefoglalás

A tanulmány röviden áttekinti a magyar tőkepiaci szabályozás néhány fontosabb szegmenst. Bemutatja a tőzsdékre vonatkozó szabályokat, valamint a befolyásszerzés menetét. Emellett az új típusú befektetési formák közül is ismerteti az érdekesebb típusokat, mint például az ismertnek tekinthető hedge fundokat, valamint a magyar jogban viszonylag új elemnek számító szabályozott ingatlanbefektetési társaságokat. A tanulmány fő megállapítása, hogy a magyar tőkepiaci jog fejlődése illeszkedik a nemzetközi tendenciákba.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: K20, K29, K22

Kulcsszavak: tőkepiac, Magyarország, alternatív befektetési alapok, szabályozott ingatlanbefektetési társaságok

Summary

The paper gives a brief summary of some of the significant segments in capital market regulation, such as the stock exchanges and the rules of acquisition. A description is

DR. HABIL. KECSKÉS ANDRÁS PhD, tanszékvezető egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem Állam- és Jogtudományi Kar (kecskes.andras@ajk.pte.hu)

given of the more important new forms of investment, including hedge funds and regulated property companies, the former known, the latter relatively new in Hungarian law. The main conclusion of the paper is that the development of Hungarian capital market law fits into the international trends.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: K20, K29, K22

Keywords: capital market, Hungary, alternative investment funds, regulated property companies

BEVEZETÉS

A tanulmány célja rövid áttekintést adni a magyar tőkepiaci jog szabályozási rendszeréről, és ismertetni néhány alapvetést a tőzsdéről és a tőkepiacokról. Ezzel összefüggésben nem feledkezhetünk meg a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó jogi szabályozási környezetről sem, amely viszonylag újnak tekinthető a magyar jogban. Nem volna teljes a körkép a – nemzetközi üzleti élet gyakorlata alapján megjelent – új befektetési formák és azok szabályozásának bemutatása nélkül, ezért a tanulmány második része az alternatív befektetési alapok magyarországi szabályozását tekinti át, kitérve a hedge fundokra mint az egyik leginkább elterjedt alternatív befektetési formára. Ezenkívül bemutatjuk a szabályozott ingatlanbefektetési társaságot, amely amerikai mintára jelent meg a magyar jogban. A magyar tőkepiaci jog fejlődését erőteljesen determinálják a nemzetközi gazdasági folyamatok, valamint az európai uniós szabályozási környezet (Lentner, 2017; Lentner–Zéman, 2017), így a tanulmány időnként a nemzetközi példákra is kitekintést nyújt.

TŐKEPIACI JOGI SZABÁLYOZÁS

A magyar tőkepiaci jogra vonatkozó szabályok jelentős része a 2001:CXX. törvény (tőkepiaci törvény) rendelkezései között található meg. Ugyanakkor más jogszabályok is tartalmaznak a tőkepiaci működéssel összefüggésbe hozható szabályokat, így például a Polgári törvénykönyvről szóló 2013:V. törvény jogi személyekről szóló 3. könyvében megtalálhatjuk a nyilvánosan működő részvénytársaságra vonatkozó szabályokat, a kötelmi jogról szóló 6. könyvben pedig az értékpapírokra vonatkozó háttérszabályokat.

A tőzsde és a tőzsdei tevékenység

A tőzsde egy koncentráltan és szervezeten működő piac, ahol az értékpapírokkal való kereskedelem szabályozott formában történik (Kecskés, 2016:463). A tőkepiaci törvény II. fejezet definíciója alapján a tőzsde „a hatékony tőkeáramlás, tőkeértékelés, az árfolyam és egyéb kockázat megosztása érdekében a tőzsdei termékek keresletét és

kínálatát koncentráló, azok kereskedését lebonyolító, a nyilvános árfolyam-alakulást elősegítő vállalkozás”. A tőkepiaci törvény meghatározása értelmében tőzsdei tevékenység „a tőzsdei termék szervezett, szabványosított kereskedésének üzletszerű lebonyolítása”. A magyar szabályozás alapján tőzsdei tevékenységet kizárólag tőzsde végezhet. A tőzsdére a Polgári törvénykönyv (Ptk.) jogi személyekre vonatkozó rendelkezéseit, fióktelep formájában működő tőzsdére pedig a külföldi vállalkozások magyarországi fióktelepéről szóló 2003:LIV. törvény (Fkt.) rendelkezéseit kell alkalmazni a tőkepiaci törvényben foglalt eltérésekkel. Tőzsde alapítása csak a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, illetve 2013-tól a felügyeleti tevékenységet ellátó MNB (továbbiakban: Felügyelet) engedélyével, továbbá dematerializált részvényekkel rendelkező részvénytársasági formában, illetve külföldi tőzsde fióktelepe formájában történhet. Tőzsde árualapú ügyletek, deviza-, valamint határidős kamatlábügyletek kereskedése esetén legalább százötven millió, egyéb tőzsdei termék kereskedése esetén legalább ötszázmillió forint pénzben befizetett alaptőkével (jegyzett tőkével) alapítható. A törvény által meghatározott keretek között a tőzsde szabályzatban határozza meg a tevékenységére, illetve a tőzsdei kereskedőkre és kibocsátókra vonatkozó szabályokat (Kecskés, 2016b).

A tőzsdei kereskedés szabályai

Tőzsdei kereskedő az a személy lehet, aki 1) legalább egy, az adott tőzsdén forgalmazott tőzsdei termék kereskedésének folytatásához szükséges felügyeleti, illetve más hatósági engedéllyel rendelkezik; 2) megfelel a tőzsde szabályzataiban foglalt feltételeknek; 3) a tőzsdével megkötö a szerződést, melyben vállalja a tőzsde szabályzataiban előírt feltételek teljesítését, betartását; 4) a tőzsdei ügyletek elszámolására szerződést kötött a központi szerződő féllel, illetve központi értéktárral vagy olyan klíringtaggal, melyen keresztül az elszámolás teljesíthető. A kereskedési jog tartalmát és gyakorlásának feltételeit a tőzsde szabályzatában határozzák meg. A tőzsde jogosult a tőzsdei kereskedőtől azok tőzsdén folytatott tevékenységével kapcsolatos, illetve azt befolyásoló információk kérésére, gyűjtésére. A tőzsdei kereskedési jog megszűnésével (a tőzsdei kereskedő megszűnése, halála, a tőzsdei kereskedési szerződés felmondása stb.) kapcsolatos szabályokat a tőkepiaci törvény 316. §-a tartalmazza (Kecskés, 2016b).

A tőzsdei ügyletek típusai

A tőzsdei ügylet az a szerződés, amelyet a tőzsdei kereskedő a tőzsdén – a tőzsdei szabályzat által lehetővé tett körben és módon – tőzsdei termékre vonatkozóan köt. A tőzsdei ügylet azonnali, határidős és opciós ügylet és ezek kombinációja lehet.

– Azonnali ügylet: ha a tőzsdei ügyletben az ügylet tárgyának tényleges átadására anélkül vállalnak kötelezettséget, hogy a teljesítés módját és idejét meghatározták volna, a kötelezettséget a tőzsdei szabályzatban meghatározott módon és időben kell teljesíteni. Ilyen pl. a részvények, kötvények azonnali vétele vagy eladása.

– Határidős ügylet: a szerződő felek megállapodhatnak abban, hogy a tőzsdei ügyletben vállalt kötelezettségeiket a tőzsdei szabályzat által meghatározott, később

bi időpontban teljesítik. A származékos ügyletek tipikus példái a határidős ügyleteknek.

– Opció ügylet: alapvetően két különböző típusú opciós ügyletet határolunk el. Ha a kötelezett tőzsdei termékre másnak vételi jogot enged, a jogosult a vételi jog tárgyát egyoldalú nyilatkozattal megvásárolhatja (vételi opció). Annak a személynek, aki a jogosulttal szemben a tőzsdei termékre vételi kötelezettséget vállal, a jogosult a tőzsdei terméket egyoldalú nyilatkozattal eladhatja (eladási opció). Azonban az Egyesült Államokkal ellentétben, az opciós piacok Magyarországon nem képesek hasonló likviditási, illetve tőkésítési szint elérésére, fenntartására (Kecskés, 2016b).

A transzparens tőkepiaci működés alapfeltétele a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció széles körű visszaszorítása.

A bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció szabályozása a tőkepiaci törvényben és az uniós jogban

A tőkepiaci törvény bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló rendelkezései 2016. július 1-jétől közvetlenül a piaci visszaélésekről szóló 596/2014/EU rendelet szabályaira utal. A rendelet 14. cikke tilalmazza a bennfentes kereskedelmet és annak kísérletét, másik személy részére bennfentes kereskedelem folytatására vonatkozó tanácsadást, rábírását, és szintén tiltja a bennfentes információk jogosulatlan közzétételét. A rendelet 8. cikke a bennfentes kereskedelem fogalmát a következőképp ragadja meg:

– Bennfentes kereskedelem az, amikor a bennfentes információkkal rendelkező személy ezeket az információkat felhasználja oly módon, hogy közvetlenül vagy közvetve, saját vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket szerez meg vagy idegenít el.

– Szintén bennfentes kereskedelemnek minősül a bennfentes információ felhasználása az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközre szóló megbízás visszavonása vagy módosítása révén akkor, ha az adott személy a bennfentes információhoz a megbízást követően jutott hozzá.

– A kibocsátási egységeknek vagy az azokon alapuló egyéb aukciós termékeknek az 1031/2010/EU rendelet szerint megtartott aukciója esetében a bennfentes információ felhasználásának minősül az is, amikor valamely személy saját javára vagy harmadik személy javára megad, módosít vagy visszavon egy ajánlatot.

Az 596/2014/EU rendelet bennfentes kereskedelemnek minősíti azt is, amikor egy személy másik személynek a bennfentes kereskedelemben való részvételt tanácsolja vagy másik személyt a bennfentes kereskedelemben való részvételre rábírja. Ennek egyik fontos feltétele, hogy a tanácsot adó vagy a részvételre rábíró személy bennfentes információval rendelkezzen, és 1) ezen információ alapján a másik személynek azt tanácsolja, hogy olyan pénzügyi eszközöket szerezzen meg vagy idegenítsen el, amelyekre az információ vonatkozik, vagy rábírja a másik személyt ezek megszerzésére vagy elidegenítésére; vagy 2) ezen információ alapján a másik személynek azt tanácsolja, hogy olyan pénzügyi eszközökre vonatkozó megbízást vonjon vissza vagy

módosítson, amelyekre az információ vonatkozik, vagy rábírja a másik személyt ezek visszavonására vagy módosítására. A tanács vagy rábírás felhasználása vagy további átadása bennfentes kereskedelemnek minősül, ha a tanácsot vagy rábírást felhasználó vagy átadó személy tudja vagy tudnia kellene, hogy az bennfentes információn alapul.

A rendelet 15. cikke kimondja, hogy tilos a piaci manipuláció és annak kísérlete. A tőkepiaci törvény korábbi, piacbefolyásolásról szóló szabályaihoz képest sokkal részletesebben rendelkezik a rendelet 12. cikke, amelynek (1) bekezdése értelmében piaci manipulációnak minősül:

– olyan ügylet kötése, vételi vagy eladási megbízás adása, vagy olyan egyéb magatartás, amely 1) hamis vagy félrevezető jelzéseket ad, vagy valószínűsíthetően adhat valamely pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék kínálata, kereslete vagy ára tekintetében; vagy 2) a szokásostól eltérő vagy mesterséges szinten rögzíti, vagy valószínűsíthetően rögzítheti egy vagy több pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék árát. Ezek alól kivételt képez, ha az ügyleteket kötő, vételi vagy eladási megbízást adó vagy bármely más magatartást tanúsító személy bizonyítja, hogy az ilyen ügylet, megbízás vagy magatartás indokai jogszerűek, és megfelelnek valamely, a rendelet 13. cikkében megállapított, elfogadott piaci gyakorlatnak;

– olyan ügylet kötése, vételi vagy eladási megbízás adása, vagy olyan egyéb tevékenység vagy magatartás, amely egy vagy több pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék árát érinti vagy érintheti, és amelynek során fiktív eszközökhöz vagy a megtévesztés, félrevezetés egyéb formájához folyamodnak;

– olyan információk terjesztése az internetet is magában foglaló tömegtájékoztatásban vagy bármilyen más eszközzel, amelyek valamely pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet, kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék kínálata, kereslete vagy ára tekintetében hamis vagy félrevezető jelzéseket adnak vagy valószínűsíthetően adhatnak, vagy a szokásostól eltérő vagy mesterséges szinten rögzítik egy vagy több pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék árát, beleértve híresztelések terjesztését, ha a terjesztő személy tudta vagy tudnia kellett volna, hogy az információ hamis vagy félrevezető;

– valamely referenciaértékre vonatkozóan hamis vagy félrevezető információk továbbítása, hamis vagy félrevezető adatok közlése, ha az információt továbbító vagy az adatokat közlő személy tudta, vagy tudnia kellett volna, hogy az információk vagy az adatok hamisak vagy félrevezetőek, továbbá valamely referenciaérték kiszámításának manipulálására irányuló bármely magatartás.

A rendelet a jogalkalmazás megkönnyítése érdekében, példálózó jelleggel, felsorol olyan magatartásokat, amelyek piaci manipulációnak minősülnek, így például személyek összejátszása, amelynek célja az erőfölény biztosítása pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék kínálata, kereslete tekintetében, de idetartozhat a tömegtájékoztatásban való szereplés ki-

használása, hogy a piaci árfolyamokat manipulálják. A rendelet I. számú melléklete tartalmazza a megtevesztés és félrevezetés egyéb formájának alkalmazására, valamint a hamis vagy félrevezető jelzésekre és az árfolyamrögzítésre utaló jeleket.

Befolyásszerzés nyilvánosan működő részvénytársaságban

Az egyes tőkepiaci szereplők térnyerése a tőkekoncentráció során nemcsak befektetővédelmi, de nemzetgazdasági stratégiai kérdéseket is felvet, ezért nagy hangsúlyt kell helyezni a szabad tőkeáramlás és a befektetők hosszú távú érdekeinek összhangjára a szabályozás során.

Az önkéntes vételi ajánlatra vonatkozó rendelkezések

A tőkepiaci törvény alapján, vételi ajánlat útján történő befolyásszerzésre akkor is sor kerülhet, ha a vételi ajánlat tétele nem kötelező. Más szavakkal élve, lehetőség van önkéntes vételi ajánlat realizálódására is. Önkéntes vételi ajánlat útján történő befolyásszerzésre a kötelező vételi ajánlat útján történő befolyásszerzés szabályai irányadók azzal az eltéréssel, hogy a céltársaság igazgatósága nem köteles a vételi ajánlatot véleményezni, illetve pénzügyi tanácsadót megbízni, továbbá a vételi ajánlatot nem kötelező a részvénytársaság valamennyi szavazati jogot megtestesítő részvényére megtenni. Továbbá önkéntes vételi ajánlat esetén ellenajánlat nem tehető. Az ajánlattevő, az ajánlattevő befolyásoló részesedése alatt álló vállalkozás, valamint a vele összehangoltan eljáró személyek,¹ illetve bármelyikük megbízásából harmadik személy újabb önkéntes vételi ajánlatot az önkéntes vételi ajánlat lezárásától számított hat hónapon belül nem tehet. Ha az elfogadó nyilatkozatokban felajánlott részvények száma a vételi ajánlatban meghatározott mértéket meghaladja, a részvények átruházására kizárólag a részvények névértékének arányában kerülhet sor (Kecskés–Halász, 2013).

Kötelező nyilvános vételi ajánlat

A tőkepiaci törvény alapján a céltársaságban² való huszonöt százalékot meghaladó mértékű befolyásszerzéshez (ha a befolyást szerző részvényesen kívül senki sem rendelkezik a szavazati jogok tíz százalékát meghaladó befolyással), illetve a harminchárom százalékot meghaladó mértékű befolyásszerzéshez a Felügyelet által előzetesen jóváhagyott nyilvános vételi ajánlatot kell tenni.

Az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapírtőzsdéről szóló 1996:CXI. törvény 33%-os határértéket állapított meg ebben a vonatkozásban, így ebben a tekintetben a tőkepiaci törvény lényeges változást nem hozott (Sándor, 2002:139). A befolyás mértékének megállapítása során a közvetlen és közvetett befolyást és az összehangoltan eljáró személyek, valamint a közeli hozzátartozó befolyásának mértékét egybe kell számítani. A befolyás mértékének megállapítása során a harmadik személy által a saját nevében, de a részvényes javára történő szavazati joggyakorlást a részvényes szavazati jogaként, a szerződést biztosító

mellékkötelezettségként biztosítékul adott részvény alapján, a részvényt megillető szavazati jogot pedig a biztosíték jogosultjának szavazati jogaként kell figyelembe venni (Kecskés–Halász, 2013). Az ajánlattételi kötelezettséget nem kell alkalmazni a részvényesek rendes közgyűlésein történő szavazati jogot meg nem testesítő értékpapírok megszerzése esetében, így a 2004/25/EK irányelv preambuluma 11. pontja, illetve a 2. cikk (1) e. pontja érvényesül a magyar tőkepiaci szabályozásban is. A vételi ajánlatot a részvénytársaság valamennyi szavazati jogot megtestesítő részvényére és valamennyi szavazati joggal rendelkező részvényese számára kell megtenni (Kecskés–Halász, 2013).

A tőkepiaci törvény értelmében amennyiben a fentebb meghatározott határértéket meghaladó befolyás megszerzésére nem a befolyást szerző közvetlenül erre irányuló magatartása következtében, vagy vételi jog, visszavásárlási jog érvényesítése, illetőleg határidős vételi megállapodás teljesítése alapján, illetve állami vagyongazdálkodó szervezet által lefolytatott, törvényben szabályozott eljárás keretében, vagy összehangoltan eljáró személyek együttműködése eredményeképpen került sor, akkor a vételi ajánlatot legkésőbb a közzétételtől számított tizenöt napon belül meg kell tenni. Ezen esetekben is az uniós irányelvhez igazodik a magyar szabályozás, az ilyen esetekben az ajánlatokat a lehető legkorábban meg kell tenni (Kecskés–Halász, 2013).

Fontos eltérés a magyarországi és az európai szabályozás között, hogy míg az irányelv 5. cikk (1) bekezdése kimondja, hogy a kötelező vételi ajánlatot a korábban szerzett, a társaság irányítását lehetővé tevő értékpapírokra kell megtenni, addig a tőkepiaci törvény értelmében az ajánlatot előzőlegesen kell megtenni. Más szavakkal, az EU-s szabályozás alapján az ajánlattételi kötelezettség a befolyásszerzés eredményeképp jön létre, míg a magyarországi szabályozás alapján ez a kötelezettség a befolyásszerzés előfeltételeként jelentkezik (Gadó, 2000:16). A magyar szabályozás ebben a vonatkozásban hatékonyabb védelmet nyújt a kisebbségi részvényesek számára, ugyanakkor nem ró kedvezőtlenebb feltételeket az ajánlattevőre, mint a közösségi szabályozás. Az előzőlegesen megteendő vételi ajánlat esetében is hasonló a helyzet, mivel az irányelv csupán azt határozza meg, hogy az ajánlatot a lehető legkorábban kell megtenni, míg a tőkepiaci törvény 15 napos határidőt állapít meg (Kecskés–Halász, 2013).

Összehangoltan eljáró személyek befolyásszerzése esetén a vételi ajánlat megtételére valamennyi szerződő fél együttesen köteles, kivéve, ha a felek megállapodnak a vételi ajánlatot tevő személyéről. A vételi ajánlat megtételére kötelezett személyében való megállapodás nem mentesíti a feleket a vételi ajánlat megtételével kapcsolatos felelősség alól. A vételi ajánlat útján történő befolyásszerzés lebonyolítására befektetési szolgáltatót kell megbízni. Az ajánlattevő valamennyi felajánlott részvényt köteles megvásárolni, kivéve, ha az elfogadó nyilatkozatok alapján az ajánlattevő nem szerezne a céltársaságban ötven százalékot meghaladó befolyást, és a vételi ajánlat erre az esetre tartalmazta az elállás jogának fenntartását. A vételi ajánlat elfogadására vonatkozó jogosultság gyakorlása során tilos megsérteni a részvényesek között az egyenlő bánásmód követelményét (Kecskés–Halász, 2013).

Határidők a vételi ajánlat elfogadására

A törvény biztosítja a céltársaság részvényeseinek a kellő időt egy megfelelően átgondolt döntés meghozatalára. A tőkepiaci törvény kimondja, hogy a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló határidő legalább harminc nap, legfeljebb hatvanöt nap lehet. A megszabott határidő az EU-s szabályozásban előírt határidő duplája, ugyanakkor a maximumként meghatározott 65 nap biztosítja, hogy az ajánlat elfogadásával vagy elutasításával kapcsolatos döntés észszerű időn belül megszülessen. Az elfogadó nyilatkozat megtételére nyitva álló határidő kezdőnapja nem lehet korábbi időpont, mint a közzététel megjelenését követő második nap, és nem lehet későbbi időpont, mint a közzétételt követő ötödik nap. A Felügyelet a kérelmező ajánlattevő indokolt kérelmére, az elfogadó nyilatkozat megtételére a vételi ajánlatban meghatározott határidőt egyszer, legfeljebb tizenöt nappal meghosszabbíthatja. A kérelmező legkésőbb az eredeti határidő lejártáig közzéteszi a határidő meghosszabbításának tényét (Kecskés–Halász, 2011).

Az elfogadó nyilatkozat megtételére nyitva álló határidő kezdő napját követően valamennyi, az ajánlat tárgyát képező részvénnyel rendelkező részvényes bejelentheti, hogy részvényét vagy annak az elfogadó nyilatkozatban meghatározott részét a vételi ajánlatban foglalt feltételek szerint át kívánja ruházni. Az elfogadó nyilatkozatot személyesen vagy meghatalmazott útján lehet megtenni. Az elfogadó nyilatkozat meghatalmazott, illetve közreműködő (pl. posta) útján történő megtételével kapcsolatos felelősség az elfogadó nyilatkozatra jogosultat terheli. Az elfogadó nyilatkozat nem vonható vissza. Az ajánlattevő, illetve az általa megbízott befektetési szolgáltató köteles az ajánlattétel elfogadására nyitva álló határidő utolsó napjától számított 2 naptári napon belül bejelenteni a Felügyelethez az ajánlattételi eljárás eredményét, illetve egyidejűleg köteles azt a vételi ajánlatok közzétételére vonatkozó szabályoknak megfelelően közzétenni (Kecskés–Halász, 2013).

Az ajánlati ár meghatározása

Az ajánlati ár minimumát a tőkepiaci törvény komplexebb módon határozza meg, mint a 2004/25/EK irányelv idevonatkozó rendelkezései. A törvény tartalmazza a piacra bevezetett és be nem vezetett részvények ellenértékének részletes meghatározását, mely megoldást az uniós irányelv nem alkalmazza. A piacra bevezetett, illetve a piacra be nem vezetett részvények ellenértékének meghatározása során a tőkepiaci törvényben az uniós jog „méltányos ár” elve érvényesül, ennek keretében számos alternatív ármeghatározási lehetőséget tartalmaz, melyek közül a legmagasabb tesz eleget az irányelv meghatározott „méltányos ár” követelményének. Az ellenérték meghatározásánál a vételi ajánlat Felügyelet részére történő benyújtását megelőző száznyolcvan nap forgalommal súlyozott tőzsdei átlagárát,³ illetve az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül a céltársaság részvényeire ellenérték fejében kötött átruházási szerződés legmagasabb árát akkor is figyelembe kell venni, ha az első kereskedési nap és a vételi ajánlat

Felügyelet részére történő benyújtása között eltelt idő kevesebb, mint száznolcvan nap, de a kilencven napot meghaladja.

Amennyiben rendelkezésre áll, a vételi ajánlat Felügyelet részére történő benyújtását megelőző háromszázhatvan nap forgalommal súlyozott tőzsdei átlagárát is figyelembe kell venni.⁴ A törvény értelmében az ajánlattevő az elfogadásra nyitva álló határidő záró napjáig a vételi ajánlatot az ellenérték tekintetében módosíthatja, feltéve, hogy a módosított ellenérték forintban meghatározott értéke meghaladja az ajánlatban meghatározott értéket, és a módosítást az ajánlattevő közzéteszi. Az ellenérték módosítása kiterjed a módosítás közzététele előtt tett elfogadó nyilatkozatokra is (Kecskés–Halász, 2011).

A semlegességi (neutralitási) szabály

A semlegességi szabály (2004/25/EK irányelv 9. cikk (2) bekezdés) előírja, hogy attól az időponttól kezdődően, amikor a céltársaság tudomást szerez az ajánlattételről, a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve köteles megszerezni a részvényesek közgyűlésének kizárólag e célból adott előzetes felhatalmazását bármely olyan intézkedés – más ajánlatok keresése kivételével – előtt, ami az ajánlattételi eljárás megzavarását eredményezheti (Kecskés–Halász, 2013).

A magyar tőkepiaci szabályozás a semlegességi szabályt a tőkepiaci törvény 73./A. § (1) bekezdésében is érvényesíti. Ennek értelmében ha a céltársaság alapszabálya ezt előírja, a céltársaság igazgatósága, igazgatótanácsa, illetve felügyelőbizottsága a vételi ajánlat kézhezvételének időpontjától vagy a vételi ajánlattétel szándékáról történő tudomásszerzés időpontjától a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszakon belül nem hozhat olyan döntést, amely alkalmas a befolyásszerzésre irányuló eljárás megzavarására (így nem határozhat az alaptőke felemeléséről, a társaság saját részvényeinek megszerzéséről stb.). Nem minősül az alapszabályi tilalom megsértésének, ha a céltársaság igazgatósága a vételi ajánlat megtételét vagy az arra vonatkozó tudomásszerzést követően a Ptk. jogi személyekre vonatkozó rendelkezései szerint összehívott közgyűlésen elfogadott határozata alapján, a határozatban nevesített esetekben és módon jár el. Ez ugyanakkor nem zárja ki, hogy a céltársaság döntéshozó szerve olyan tevékenységeket fejtsen ki, melyek egy ellenajánlat realizálódását eredményezhetik. A törvény értelmében az elfogadó nyilatkozat megtételére nyitva álló határidő zárónapját megelőző tizenötödik napig bárki jogosult új vételi ajánlat (ellenajánlat) megtételére. Az ellenajánlatra a vételi ajánlatra vonatkozó rendelkezéseket kell alkalmazni. Az ellenajánlat akkor tehető közzé, és a Felügyelet akkor hagyja jóvá, ha az a részvényesek számára kedvezőbb, mint a vételi ajánlat vagy a korábbi ellenajánlat. Az ellenajánlat akkor minősül kedvezőbbnek, ha az legalább öt százalékkal magasabb forintban kifejezett ellenértéket tartalmaz. Ha újabb ellenajánlatra kerül sor, ez az ellenajánlat akkor minősül kedvezőbbnek, ha legalább további öt százalékkal magasabb forintban meghatározott ellenértéket határoz meg, mint a korábbi ellenajánlat. A semlegességi szabály nem zárja ki azt, hogy a céltársaság igazgatósága a tőkepiaci törvény 75. § szerinti ellenajánlat megtételének ösztönzése végett eljárjon, illetőleg, hogy a köz-

gyűlés által az ajánlata kézhezvételének időpontját megelőzően elfogadott határozat végrehajtása érdekében hozzon döntést, feltéve, hogy az a céltársaság szokásos üzleti tevékenységének körébe tartozik. A céltársaság igazgatósága ezen eljárása során a céltársaság hosszú távú üzleti, stratégiai jelentőségű céljainak figyelembevételével köteles eljárni (Kecskés–Halász, 2013).

Az áttörés szabályai

Az áttörés szabályai a tőkepiaci törvény 76/A.⁵ és 76/B.⁶ paragrafusaiában találhatók. A törvény értelmében a céltársaság alapszabálya előírhat bizonyos, az ajánlattevő fél helyzetét könnyítő feltételeket (Kecskés–Halász, 2013). A rendelkezés lényege abban áll, hogy amennyiben egy részvényes egy társaság meghatározott tulajdoni hányadát (magas részesedésről, 75%-ról van szó) megszerzi, úgy automatikusan megszerzi annak irányítási jogait is, függetlenül a társaságon belül hatályos belső megállapodásoktól (Kecskés, 2010). E célból az ajánlattevőnek joga van a részvényesek közgyűlését rövid úton összehívni. Ezúton az ajánlattevő módosíthatja a céltársaság alapszabályát, és amennyiben úgy dönt, új menedzsmentet nevezhet ki, így az ajánlattevő formálhatja a céltársaság jövőbeni, illetve jelenlegi üzletpolitikáját. Az áttörés alkalmazásának mintegy ellentételezéseként a céltársaság részvényeseit eladási jog illeti meg a befolyásszerzővel szemben, mellyel a 75%-os vagy azt meghaladó befolyásszerzés közzétételétől számított 90 napon belül élhetnek. A vételi árat a „méltányos ár” elve alapján kell megállapítani. A törvény kimondja, hogy az eladási jogát gyakorló részvényes által felajánlott részvény vételára megegyező a vételi ajánlatban meghatározott vételárral, illetve ha a közgyűlést összehívó részvényes az eltelt időszakban ennél magasabb áron vásárolt részvényeket, akkor a vételár e magasabb értékkel egyezik meg. A magyar szabályozás ezen túlmenően további védekezési mechanizmusokat bocsát azon társaságok részére, melyek közgyűlése a szavazatszűbségi jog áttörésének lehetőségéről határoz. Előírja továbbá, hogy ha a szavazatszűbségi részvényesnek az érintett részvény megszerzésekor nem volt, illetve nem lehetett tudomása a részvény által megtestesített szavazati jog gyakorlására vonatkozó korlátozás esetleges bekövetkezéséről, s e korlátozás következtében kára keletkezik, számára az ajánlattevőtől, illetve az áttörést megvalósító személytől, illetve egyéb szervezettől kártalanítás jár. A kártalanítás minimális mértékéről a céltársaság alapszabályában kell rendelkezni, mely nem haladhatja meg a céltársaság törzsrészvénye értékének annyszorosát, ahányszoros szavazati jogot a szavazatszűbségi részvény hordoz. Látható tehát, hogy a magyar törvényalkotó a társaságok (pontosabban azok közgyűlésének) kezében hagyja az ellentételezés mértéke meghatározásának jogát (Kecskés–Halász, 2013).

A vételi és eladási jog gyakorlása

Vételi jogának érvényesítésével az ajánlattevőnek lehetősége nyílik a befolyásszerzéssel nem érintett, tehát a tulajdonába nem került részvények megszerzésére, ezáltal a kisebbségi részvényesek jelentette kockázat elkerülésére. A vételi jog gyakorlása hatásos

eszköz a céltársaság részvényei 100%-ának megszerzésére és a kisebbségi részvényesek „kivásárlására”. Ezzel szemben a kisebbségi részvényeseket eladási jog illeti meg a befolyásszerzővel szemben (Kecskés–Halász, 2011).

A magyar törvényhozó három feltételt állapít meg a vételi jog gyakorlásának tekintetében: először is, az ajánlattevőnek nyilatkoznia kell a Felügyelet felé arról, hogy vételi joggal kíván élni. Második feltételként az ajánlattevő a sikeres vételi ajánlat, illetve az önkéntes vételi ajánlat lezárását követő három hónapon belül kilencven százalékot elérő vagy azt meghaladó mértékű befolyással rendelkezik a céltársaságban. Harmadik feltételként az ajánlattevőnek igazolnia kell, hogy megfelelő fedezettel rendelkezik a vételi jog tárgyát képező részvények megszerzéséhez. Ebben a tekintetben az irányelv csak az ajánlattétel vonatkozásában ír elő igazolási kötelezettséget. Amennyiben a három feltétel teljesül, a tőkepiaci törvény alapján az ajánlattevő a vételi ajánlat, illetve az önkéntes vételi ajánlat lezárását követő három hónapon belül vételi jogot gyakorolhat a céltársaságnak a tulajdonába nem került részvényei tekintetében.

Ezt követően az ajánlattevő bejelenti a Felügyeletnek, és egyidejűleg közlést tesz a vételi jog gyakorlására vonatkozó szándékát. A bejelentés és a közlemény tartalmazza a részvények átadás-átvételének helyét, idejét és módját, ellenértékét, megfizetésének idejét és módját. Az ajánlattevő az ellenértéket a vételi jog gyakorlása bejelentésével egyidejűleg az Európai Unió tagállamában székhellyel rendelkező hitelintézetnél nyitott letéti számlán a céltársaság részvényesei javára elhelyezi.

A vételi jog gyakorlásának eredményeképpen megszerzendő részvények ellenértéke a vételi ajánlatban, illetve az önkéntes vételi ajánlatban meghatározott vételár és az egy részvényre jutó saját tőke⁷ értéke közül a magasabb összeg. Ez a rendelkezés is többletbiztosítékot nyújt az EU-s irányelvhez képest.

ÚJ BEFEKTETÉSI FORMÁK MAGYARORSZÁGON

A pénzügyi innováció a jogalkotót jelentős kihívások elé állítja. Az új pénzügyi termékek és jogintézmények ugyanis rövid múlttal, de jelentős kockázatokkal is rendelkezhetnek. Ezért szükséges a jogalkotásban egyaránt mérlegelni az innováció támogatását és a befektetővédelem szempontjait.

Alternatív befektetési formák a magyar jogban

Az EU jogalkotói már 2010-ben belátták, hogy a sokasodó befektetési alapok szabályozása lehetetlen feladat, és csak a befektetési alap-kezelőkre vonatkozó szabályok implementálása útján lehet megregulálni a piaci szereplőket. Ennek érdekében született meg az alternatív befektetési alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról szóló 2011/61/EU irányelv (Directive on Alternative Investment Fund Managers, AIFM), mely azonban szintén biztosít lehetőséget a szabályok alól történő mentesülésre. Azok az alternatív befektetési alapok⁸ mentesülhetnek a szigorúbb szabályok alól, melyek 100 millió euró alatti kezelt vagyonnal rendelkeznek. Szintén mentesülnek az olyan

alapok, melyek bár 500 millió euró kezelt vagyonnal rendelkeznek, de tőkeáttételt nem alkalmaznak, és olyan befektetési jegyet bocsátanak ki, melyek nem biztosítanak öt évnél rövidebb időszakra visszaváltási lehetőséget az általuk kibocsátott befektetési jegyek tulajdonosainak. A 2011-es AIFM-irányelv szerint két lehetséges működési modell áll rendelkezésre. Az egyik, hogy az alapkezelő az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról szóló 2009/65/EK irányelv (Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities, UCITS) szerinti hagyományos befektetési alapként folytatja tevékenységét. A másik lehetőség, hogy az AIFM-irányelv által meghatározott szabályok szerint működik.

2009 márciusában az AIFM-irányelv garanciális célokat⁹ jelölt meg az alternatív befektetési alapokat kezelő iparág tekintetében. Az első és legfontosabb a makroprudenciális kockázat kezelése. A makroprudenciális kockázat azt a rendszerszintű kockázatot jelöli az alternatív befektetési alap iparág esetében, melynek során a makroszintű kockázatok kialakulását előrejelző adatgyűjtés összehangoltan történik. Emellett az adatok feldolgozása a prudenciális hatóságok¹⁰ határokon átívelő együttműködése keretében valósul meg a jogalkotó szándéka szerint. Másik részről lényeges a mikroprudenciális kockázatok kezelése, ami azokat a kockázatokat jelenti, amelyek az egyes szolgáltatók és szolgáltatások szintjén merülhetnek fel. Ezek kezelése azért volt szükséges az Európai Unióban, mert az alternatív befektetési alapok kockázatkezelési gyakorlatával és eljárási rendjével szemben nem voltak megfelelő felügyeleti elvárások. A kockázatkezelés gyakorlatának hiányosságai azonban veszélyt jelentenek a befektetők, a szerződéses partnerek és a piac egészének tekintetében is. A konzisztensebb szabályozás csökkentheti a befektetők és szerződéses partnerek kockázatát, a határokon átnyúló szabályozás pedig a felügyeleti szervek közötti különbségek kihasználásának (szabályozói arbitrázs¹¹) lehetőségét csökkenti (Kecskés–Bujtár, 2015).

A 2008–2009-es pénzügyi válság a befektetők védelme érdekében is a beavatkozás szükségességét támasztotta alá. Így van ez, annak ellenére is, hogy az alternatív befektetési alapok ügyfelei jellemzően professzionális befektetők, de még számukra is szükséges a megbízható és teljes körű információszolgáltatás. A nemzeti szabályozások közzétételi és társaságirányítási tekintetben eltérő megközelítést alkalmaztak az EU-szabályozást megelőzően, ezért nem is tudtak konzisztens jogi alapokat biztosítani az alternatív befektetési alapok kiszámítható működéséhez. A piaci szabályozás egységesítése az alternatív befektetési alapok kezelésében nemcsak a pénzügyi stabilitást, de a piacok hatékonyságát és integritását is növelni tudja, függetlenül a piac működési helyétől.

A hedge fundok szabályozása

A magyar szabályozás ezeket az irányelvi rendelkezéseket implementálta tagállami szinten, a 2014. évi XVI. törvény (a kollektív befektetési formákról és kezelőikről) szabályozási körében és a 78/2014. (III. 14.) Korm. rendelet (a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól) keretében. A magyar szabályozás át-

veszi a irányelv keretfeltételeit, sőt olyan alapvető fogalmakat is átültet, mint a *prime dealer*¹², valamint az alapokba fektető alternatív alapok helyett a gyűjtőalap kifejezést használja, és a befektetés tárgyát képező alternatív alap a célalap elnevezéssel kerül meghatározásra (Kecskés–Bujtár, 2015).

Hasonlóan az AIFM-irányelvhez, a 2014. évi XVI. törvény is kivételt tesz a 100 millió euró alatti kezelt vagyonnal rendelkező vagy 500 millió euró kezelt vagyonnal rendelkező, de tőkeáttételt nem alkalmazó és olyan befektetési jegyet kibocsátó alternatív befektetési alapoknál, melyek nem biztosítanak öt évnél rövidebb időszakokra visszaváltási lehetőséget az általuk kibocsátott befektetési jegyek tulajdonosainak. Azonban a magyar szabályozás, ellentétben az EU keretszabályozással, a törvény hatálya alá helyezi ezeket az alapokat is, és csak négy uniós területen engedélyez kivételt a szabályozás alól az ilyen paraméterekkel rendelkező alapok számára: a javadalmazási, kockázatkezelési, a likviditáskezelési és visszaváltási politikára és ez utóbbi két rendszer összhangjának kérdésére vonatkozóan. A magyar szabályozás is átveszi a halasztott javadalmazási rendszer EU által meghatározott normáit. Minimum 40%-a a teljesítményalapú javadalmazásnak csak 3-5 év késleltetéssel fizethető ki.

Annak ellenére, hogy az EU jogi szabályozása nem egy amerikai típusú hedge fund szabályrendszert alkalmaz, a magyar szabályozás mintha ennél az európai megközelítésnél még szélesebbre tárná a lehetőségeket a hedge fundok működését illetően. A 78/2014. (III. 14.) Korm. rendelet 23. § (2) bekezdése lehetővé teszi a törvény szabta szigorú korlátoktól való jelentős eltérést. Ebben az esetben a nyilvános befektetési alap nevében a „származtatott befektetési alap” elnevezésnek szerepelnie kell, és az alábbi két feltételből legalább egynek teljesülnie kell: az egy befektető által befektethető minimális kezdő befektetés 10 millió forint, illetve befektetési jegyei csak szakmai befektetők körében forgalmazhatók. A fenti feltételek teljesülése esetén az alap kezelési szabályzatában egyedileg meghatározható a származtatott ügyletekben lévő pozíciók összesített kockázati kitettsége mértéke. Ezzel egy olyan alternatív alap jöhet létre, amely a hedge fundok két alapvető tulajdonságát valósítja meg: a befektetők köre kiemelt vagyonnal rendelkezik, vagy szakmai befektető, és magas tőkeáttételt valósul meg. Az alapkezelő és a befektetők azonos alapon történő tőkebefektetése és közös kezelése csak elkülönült jogalany bevonásával valósulhat meg (Kecskés–Bujtár, 2015).

A szabályozott ingatlanbefektetési társaságok

Az ingatlanalapok körében érdekes ingatlanalap jellegű befektetési forma az ingatlanokba fektető fix portfóliójú alap (Real Estate Investment Trust). E formát Magyarországon szabályozott ingatlanbefektetési társaság néven ismerjük. Mai formáját hosszú fejlődési folyamat eredményeként érte el (Sharpe et al., 1994). Az Egyesült Államokban a jogi szabályozás már 1960-tól (Real Estate Investment Trust Act of 1960) lehetőséget teremtett arra, hogy a nagy intézményi befektetőkhez hasonlóan a lakossági befektetők is részesedjenek az ingatlanpiac növekedéséből. Népszerűvé mégis az 1980-as évek második felétől vált, az 1980-as évek jelzálogpiaci problémái és két kedvező adó-

módosítás után. Az 1970-es és az 1980-as években ugyanis a nyugdíj- és életbiztosítók folyamatosan növelték ingatlanpiaci jelenlétüket. Ezek után nem meglepő, hogy a zárt végű közös ingatlanalapok nyertek teret. Esetükben ugyanis meghatározott futamidőre jött létre a közös ingatlanalap. A befektetők úgy csatlakozhattak, hogy jegyzési árfolyamon vásárolták meg a befektetési jegyeket. Ez ugyan prémium árfolyamon történt a kezdeti teljes ingatlan- és likvid eszközportfólió értékéhez képest, de megfelelt az értékpapíralapokra is jellemző (néhány százalék) feltöltési díjnak. Ilyen alap futamideje alatt nincs lehetőség új befektetőket bevonni, és a futamidő végéig a befektetések sem értékesíthetők. Az így kialakult likviditási problémára több válasz is elképzelhető a befektetők részéről. Az egyik a befektetési jegyek hosszú távú befektetési eszközzé történő átminősítése. A másik, hogy a másodlagos piacon hasonló befektető vagy ingatlankezelő társaság számára értékesítik a részesedést. Az előbbi eset azonban bizonytalan időre kötheti le a befektetési tőkét, míg az utóbbi esetre nézve ilyen másodlagos piac még nem alakult ki (Kecskés, 2016a).

A likviditási és vagyonértékelési problémákra a tényleges megoldást a szabályozott ingatlanbefektetési társaságok jelentették. Az Egyesült Államokban az 1976-os adóreform lehetővé tette a szabályozott ingatlanbefektetési társaságok létrehozását részvénytársasági formában is (U.S. Government, 1976:77). A társaságnak a társasági adófizetési kötelezettség terhe alóli mentesüléshez az alábbi feltételeknek kellett megfelelni: bevételeinek legalább 95%-át kifizeti a tulajdonosoknak, az eszközeinek és bevételeinek legalább 75%-a ingatlanalapú részvény vagy közvetlen ingatlanbefektetésből származik, legalább száz részvényese van, és olyan diverzifikált ingatlanportfólióval rendelkezik, melynek legfeljebb 30%-a kerülhet értékesítésre négy éven belül. Ez utóbbi kitétel azt célozta, hogy ez a befektetési forma ne lehessen rövid távú ingatlanspekuláció eszköze (Sharpe et al., 1994).

A fenti kitételek között már szerepel az ingatlanalapú részvény fogalma, mely a szabályozott ingatlanbefektetési társaság lényegi jellemzője. Az ilyen alap ugyanis hasonlít a zárt végű befektetési alaphoz, de nem pénzügyi eszközökbe, hanem ingatlanokba fektet, és attól eltérő jogi formában működik. Esetében tehát a nyilvános részvénytársasági forma és az alapításához és tőkésítéséhez kapcsolódó értékpapírosítási folyamat (részvénykibocsátás) jelenti a befektetési jegyek útján történő csatlakozás alternatíváját (Lentner, 2015). Az értékpapírosítás úgy történik, hogy az ingatlanalap kezelője jellemzően 35-40 ingatlant vásárol, és a finanszírozáshoz szükséges forrást szabadon átruházható részvények kibocsátásával gyűjti össze (Sharpe et al., 1994). Így a részvénytársaság lesz az ingatlanok tulajdonosa és a bérleti díjak jogosultja. Emellett a részvények árfolyama az ingatlanok árfolyamát is követi. Ezzel a befektetők mindkét problémája megoldódik, hiszen a szabályozott ingatlanbefektetési társaság részvényei szabályozott piacra is bevezethetők. Így a likviditás és az értékesítés is biztosított nyilvánosan hozzáférhető információk alapján. A nyilvánosság csökkenti az értékelés elfogult jellegét, hiszen a piac túlértékelés és alulértékelés esetén is reagálhat. Az alapkezelőnek így elemi érdekévé válik a pontos értékelés. Emellett a részvények árfolyamának hamis értékelés útján történő manipulálása felveti a piacbefolyásolás kérdését is (Kecskés, 2016a).

Az ingatlanalapba történő befektetés előnye az értékpapíralapba történő befektetéssel szemben, hogy az ingatlanalap az ingatlanok üzemeltetője marad. Ezáltal professzionális döntéshozatal alapján építhet, adhat bérbe és értékesíthet ingatlanokat. Értékpapíralapok esetében portfóliótársaságok működtetésében általában nem vesznek részt az alapok kezelői, legfeljebb a kifejezetten aktivista hedge fundok esetében. Az ingatlanalapú befektetések között a szabályozott ingatlanbefektetési társaság jelentőségének növekedését támasztja alá, hogy 2014-re már 1,7 billió USD értéket ért el a 456 darab ilyen típusú befektetési forma összpiaci értéke az Egyesült Államokban (Cohen & Steers, 2014).

A 2011:CII. törvény a szabályozott ingatlanbefektetési társaságokról 2011. július 27-én lépett hatályba. Az időzítés szinte tökéletesnek mondható abból a szempontból, hogy a 2008–2009-es subprime válságot követően az ingatlanpiaci pánik éppen lecsengőben volt, de a piacon még nem indult be a növekedés. Így lett volna idő felkészülni és feltérképezni az új lehetőségeket. Ennek megfelelően, a piaci szereplők várakozásai szerint legalább 3-5 társaságnak kellett volna piacra lépni a törvény hatálybalépését követő 2-3 évben.

Magyarországon mégis kudarcba fulladt. Ennek okai a magas tőkekövetelmény, a tulajdonosi kör korlátozása. E problémák döntő többségét a 2016. évi adótörvényekkel együtt elfogadott törvénymódosítás (a 2016:LXVI. törvény egyes adótörvények, illetve a Nemzeti Adó- és Vámhivatalról szóló korábbi törvény módosítása) egy kivételével orvosolta. E kivétel a minimális tőkekövetelmény kérdése. A 10 milliárd forint tőkekövetelmény egyedülálló a magyar jogrendszerben, mert a kereskedelmi bankok alapításához előírt minimális tőkekövetelmény is jóval alacsonyabb¹³ ennél az összegnél. A pénzügyi intézetekhez hasonló mértékű tőkekövetelmény, a tényleges tulajdonosok körének megfelelő azonosítása és az anonim tulajdonosok kizárása megfelelő garanciát jelent a laikus és kisbefektetők számára is. Azonban a szabályozott ingatlanbefektetési társaság versenytársai nem a pénzügyi intézetek, hanem az ingatlanbefektetési alapok. Ezt illusztrálja, hogy 2016 februárjában a Duna House Holding Nyrt. is inkább ingatlanalapot hozott létre, amely mindössze 1 milliárd forint tőkével indult el. Ennek alternatívája, a szabályozott ingatlanbefektetési társaság tízszer ekkora tőkeszükséglettel indulhatott volna el (Kecskés, 2016a).

A tőkeerős pénzügyi intézetek és biztosítók 2011:CII. törvény szerinti 10%-os tulajdonosi korlátozása szintén csökkenti a bizalmat és a kapitalizációt a pénzügyi befektetők irányából. Magyarországon esetükre nézve a korábbi túlzottan szigorú szabályozást a 2016. évi törvénymódosítás (2016:LXVI. törvény) enyhítette. A 10%-os küszöbértéket megtartotta ugyan, de csak a szavazati jog korlátozása terén. Ugyanakkor a tulajdonoszerzés korlátozását eltörölte a pénzügyi intézetekre és a biztosítókra nézve.

Adójogi szempontból az ingatlanátruházást terhelő 2%-os illetékterhelés jelentősen csökkenti a társaság vonzerejét, bár összehasonlítva az általános (4%-os) illetékterheléssel, már foglal magában termékspecifikus kedvezményt. A 2%-os illetékterhelés a 2016. évi törvénymódosítás (2016:LXVI. törvény) nem érintette, ezért a jövőre nézve érdemes lenne megfontolni annak eltörlését, akár véglegesen, akár átmeneti kedvezmény formájában, például öt éves átmeneti időszakra annak érdekében, hogy ez a befektetési forma népszerűbbé válhasson (Kecskés, 2016a).

ÖSSZEGRZÉS

Megállapítható, hogy a magyar tőkepiaci jog igyekszik lekövetni a nemzetközi gazdasági életben történt változásokat. A tőkepiaci törvényben található szabályok, valamint az alternatív befektetés alapokra vonatkozó rendelkezések megfelelnek a jelenlegi európai uniós szabályozási rendszernek, ami azt mutatja, hogy a hazai tőkepiaci jogharmonizáció sikeresnek tekinthető. Azonban a magyar jogalkotó figyelme nemcsak az Európai Unióra terjed ki, hiszen szabályozott ingatlanbefektetési társaságok meghonosítása az USA szabályozási mintájára történt.

JEGYZETEK

- ¹ Összehangoltan eljáró személyek: olyan természetes személyek, jogi személyek vagy egyéb szervezetek, akik vagy amelyek a céltársaságban történő befolyásszerzésre, a céltársaság irányításának megszerzésére vagy vételi ajánlat meghíúsítására irányuló megállapodás alapján működnek együtt.
- ² Céltársaság: magyarországi székhellyel rendelkező vagy magyarországi szabályozott piacra bevezetett, nyilvánosan működő társaság, amelynek részvényei a nyilvános vételi ajánlati eljárás tárgyát képezik.
- ³ Amennyiben a hasonló esetekben a szóban forgó határidőn belül kevesebb mint harminchat ügyletre kerül sor, akkor a forgalommal súlyozott átlagárát nem kell figyelembe venni.
- ⁴ Ha a céltársaság részvényeit több szabályozott piacra is bevezették, akkor az egyes szabályozott piacokon külön-külön számított átlagárak közül a legmagasabbat kell figyelembe venni azzal, hogy a forintértékre történő átszámítás során az ügyletkötés napján érvényes, a Magyar Nemzeti Bank által közzétett hivatalos devizaárfolyamot kell alkalmazni.
- ⁵ A 2001. évi CXX törvény 76/A.§ (1) és (2) alapján a céltársaság alapszabálya előírhatja, hogy vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszakban nem alkalmazható az ajánlattevőre a) a céltársaság alapszabályában foglalt, a részvények átruházására vonatkozó korlátozás; és b) a céltársaság és a részvényese közötti, illetve a céltársaság részvényesei között az alapszabály ilyen tartalmú módosítását követően kötött megállapodásban foglalt, a részvények átruházására vonatkozó korlátozás. (2) A céltársaság alapszabálya előírhatja, hogy a céltársaság részvényeseinek azon közgyűlésén, amely a 73/A. §-ban foglalt rendelkezésekkel összhangban védekezési intézkedésekről határoz, a) nem alkalmazható az alapszabályában foglalt, szavazati jogra vonatkozó korlátozás, ha a korlátozás nem a részvényesnek juttatott vagyoni előny ellentételezése; b) nem alkalmazható a céltársaság és a részvényese közötti, illetve a céltársaság részvényesei között az alapszabály ilyen tartalmú módosítását követően kötött megállapodásban foglalt, szavazati jogra vonatkozó korlátozás, amennyiben a korlátozás nem a részvényesnek juttatott vagyoni előny ellentételezése; és c) a többszörös szavazati jogot megtestesítő részvények – ha a többszörös szavazati jog nem valamely egyéb jog elvonásának ellentételezése – egy szavazatot érnek.
- ⁶ A 2001. évi CXX. törvény 76/A.§ (1) és (2) alapján a céltársaság alapszabálya előírhatja, hogy ha az ajánlattevő a vételi ajánlattételi eljárás során a szavazati jogot megtestesítő részvények legalább hetvenöt százalékát megszerezte, a céltársaság részvényeseinek közgyűlését összehívhatja, kezdeményezheti az alapszabály módosítását, valamint az igazgatósági, igazgatótanácsi és felügyelőbizottsági tag visszahívását, illetve kinevezését. (2) Az (1) bekezdésben foglaltak szerinti közgyűlésen a) a 76/A. § (1) és (2) bekezdése szerinti korlátozások, valamint az igazgatósági, igazgatótanácsi és felügyelőbizottsági tag kinevezésére és visszahívására vonatkozó különleges jogok nem gyakorolhatók; és b) a többszörös szavazati jogot biztosító részvények – ha a többszörös szavazati jog nem valamely egyéb jog elvonásának ellentételezése – egy szavazatot érnek.
- ⁷ Saját tőkeként a legutolsó, könyvvizsgáló által hitelesített éves beszámolóban feltüntetett értéket kell figyelembe venni azzal, hogy ha a társaság a számviteli jogszabályok értelmében összevont (konszolidált) beszámoló készítésére kötelezett, akkor saját tőkén a konszolidált saját tőke értendő.

- ⁸ Alternatív befektetési alapok: a hagyományos befektetési alapoktól eltérő és az azokra vonatkozó szabályozás körén kívül eső tőkegyűjtő szervezetek, melyek a többi befektetési alaptól eltérően nem helyeznek hangsúlyt a diverzifikált portfóliók kialakítására, nagy volumenben alkalmaznak tőkeáttétet és származékos ügyleteket.
- ⁹ http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/20121219-directive/ia_en.pdf.
- ¹⁰ Prudenciális hatóságok: a tőkepiaci felügyeletet ellátó hatóságok köre.
- ¹¹ A szabályozási arbitrázs során az egyes szolgáltatók a kedvezőbb vagy enyhébb szabályozási környezetet biztosító országot választják működési székhelyükként, mely döntésnek lehet ugyan költségvetése is, de az elsődleges szempont az egyszerűbb és kevesebb teherrel járó működés.
- ¹² Prime dealer: az a pénzügyi szolgáltató, mely a befektetési alap számára nemcsak számlavezetési, de egyben finanszírozási szolgáltatásokat is nyújt. A szolgáltatások jellege miatt ezt a megoldást az Egyesült Államokban jellemzően befektetési bankok látják el, míg Európában inkább a kereskedelmi bankok végzik.
- ¹³ A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013:CCXXXVII. törvény alapján mindösszesen kétmilliárd forint mind a (kereskedelmi) bank, mind a pénzügyi holding esetében.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Bujtár Zsolt – Kecskés András (2015): Felfedezni a fedezetlent? Körkép a hedge fundokban rejlő lehetőségekről és kockázatokról. *Debreceni Jogi Műhely*, 12. évf., 3–4. sz., <https://doi.org/10.24169/djm/2015/3-4/1>.
- Cohen & Steers (2014): *Introduction to Real Estate Securities*. https://www.cohenandsteers.com/assets/content/resources/insight/Introduction_Real_Estate_Securities.pdf.
- Gadó Gábor (2000): A társasági és cégjogi szabályozás továbbfejlesztésének irányai. *Gazdaság és Jog*, 8. évf., 7–8. sz., 3–19.
- Kecskés András (2010): *A felelős társaságirányítás fejlődési tendenciái. Szabályozási koncepciók Európában és az Egyesült Államokban*. PhD-értekezés, Pécsi Tudományegyetem, Pécs, <http://ajk.pte.hu/files/file/doktori-iskola/kecskes-andras/kecskes-andras-vedes-tezisek.pdf>.
- Kecskés András – Halász Vendel (2011): *Társaságok a tőzsdén*. HVG-ORAC, Budapest.
- Kecskés, András – Halász, Vendel (2013): *Stock Corporations. A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest–Wien.
- Kecskés András (2016a): A szabályozott ingatlanbefektetési társaságok Magyarországon. *Controller Info*, 4. évf., 4. sz., 20–24.
- Kecskés, András (2016b): Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.): *Business Law in Hungary*. Patrocinium, Budapest, 463–481.
- Lentner Csaba (2015): A túlhitelezés globalizálódása a világban és Magyarországon. In: Lentner Csaba (szerk.): *A devizahitelezés nagy kézikönyve*. Nemzeti Közszerkesztési és Tankönyvkiadó, 23–62.
- Lentner, Csaba (2017): Scientific Taxonomy of Hungarian Public Finances After 2010. *Polgári Szemle / Civic Review*, Vol. 13, Special Issue, 21–38, <https://doi.org/10.24307/psz.2017.0303>.
- Lentner Csaba – Zéman Zoltán (2017): A pénzügyi válság bankszabályozási kontroll elveinek meghatározóbb történeti elemei. *Európai Jog*, 17. évf., 1. sz., 8–13.
- Sándor Tamás (2002): Vállalatfelvásárlás a magyar jogban. In: Sárközy Tamás – Vékás Lajos (szerk.): *Eörsi Gyula emlékkönyv*. HVG-ORAC, Budapest.
- Sharpe, William F. – Alexander, Gordon – Bailey, Jeffrey V. (1994): *Investments*. Prentice Hall Professional.
- Tomori, Erika (2016): *Értékpapírijog és a tőkepiaci szabályozása*. Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest.
- U.S. Government (1976): *Summary of the Tax Reform Act of 1976*. U.S. Government, Washington, www.jct.gov/s-31-76.pdf.
- Visegrády Antal (1995): A jog hatékonyságának problémái. *Magyar Jog*, 42. évf., 1. sz., 6–16.