

A TŐKEPIAC ÚJRASZABÁLYOZÁSA AZ EURÓPAI UNIÓBAN

Készítette: Dr. Mohai György, Tóth Attila

Az anyag lezárva: 2004. május 8.

Az egységes európai tőkepiac eszméje régóta dédelgetett álom az Európai Unióban, mert a pénzügyi szolgáltatások egységes piaca feltétele a Közösség gazdasági növekedésének, versenyképessége megőrzésének. Az egységes piac létrehozásához pedig nélkülözhetetlen a tagállamokban nagy eltéréseket mutató szabályozási rendszer közös nevezőre hozása. Mindezen túl a pénzügyi piacok és a telekommunikáció fejlődésével a tőkepiac működése alapjaiban megváltozott, amivel a jelenlegi jogszabályok többsége nem tudott lépést tartani.

A Pénzügyi Szolgáltatások Akcióterve (Financial Service Action Plan – FSAP) a szabályozás terén felgyülemlett feladatokat összegezte, és témák szerint rendszerezte. Az 1999-ben kezdődött jogalkotási folyamat három nagy stratégiai célt tűzött ki:

- az egységes EU intézményi befektetői piac,
- a nyilvános és biztonságos magán befektetői piac,
- korszerű szabályok a tisztességes üzleti magatartás biztosítására, modern piacfelügyelet megteremtését.

Az EU Tanácsa által létrehozott bizottság, az ún „Bölcsék Bizottsága” Lámfalussy Sándor vezetésével kidolgozta az újraszabályozás új technikáját, ami alapján a jogalkotás többszintűvé vált. Az első szint az átfogó keretelveket jelenti felső szintű jogszabályok formájában, a második a keretelvekhez kapcsolódó végrehajtási intézkedéseket fogalmazza meg, szintén irányelvek, illetve rendeletek formájában. A harmadik szint az egyes tagállamok felügyeleti hatóságai közti együttműködést, a negyedik magát a végrehajtást és ellenőrzést jelenti.

A fentiek alapján valósult, illetve valósul meg a pénzügyi piacok újraszabályozása. Az FSAP által meghatározott legfontosabb témák pedig a pénzügyi piacok és befektetési szolgáltatók működése, a kibocsátói információszolgáltatás - ezen belül mind a nyilvános forgalomba hozatalhoz kapcsolódó prospektus, mind a rendszeres és rendkívüli tájékoztatási kötelezettségek-, valamint a piaci manipuláció és a bennfentes kereskedelem kérdése.

Pénzügyi piacok, pénzügyi instrumentumok szabályozása – ISD2

Elérhetősége angol nyelven:

http://europa.eu.int/eur-lex/en/archive/2004/1_14520040430en.html

Az Európai Unió törvényhozó testületei 2004. április 21-én a 2004/39/EC számú direktívával elfogadták a pénzügyi piacokra és pénzügyi eszközökre vonatkozó keretelveket (közkeletű néven, amely a régi elnevezésre utal: ISD2). Ezzel hosszú ideje zajló jogalkotási folyamat érkezett mérőföldkövéhez, és megkezdődhet a végrehajtási intézkedések véglegesítése.

Az ISD2 célja, hogy megteremtse az európai pénzügyi piacok átjárhatóságát a befektetési szolgáltatások területén. Így elsősorban a tőzsdei és tőzsdén kívüli, alternatív kereskedési platformokra, valamint a befektetési szolgáltatókra vonatkozó működési szabályokra

koncentrál. A jogszabály négy legfontosabb alappillére a tőzsdei/szabályozott piac és az alternatív kereskedési platform (MTF) megkülönböztetése, az ún. egységes útlevel biztosítása a pénzügyi piaci szolgáltatások számára, a befektetési szolgáltatók internalizációs – a tőzsdei, vagy alternatív kereskedési platformot megkerülő kereskedési szolgáltatás – tevékenységének engedélyezése, valamint a kereskedési tevékenység átláthatóságának biztosítása. A szakmát legjobban foglalkoztató és megosztó kérdés az egyes piaci szegmensek számára előírandó (üzletkötés előtti és utáni) információszerzési kötelezettség volt, amely döntő jelentőségű a befektetési szolgáltatók számára a közvetlen ügyfélkiszolgálás esetén. Ebben a kérdésben a döntő szót a végrehajtási utasítások mondják majd ki az év végén.

Szabályozott piac versus MTF

A direktíva a hagyományos tőzsdei kereskedés (szabályozott piac) - tőzsdén kívüli kereskedés megosztáson túllépve egy harmadik szereplőként definiálja az ún. multilaterális kereskedési platformot (Multilateral Trading Facility – MTF). Ez utóbbi hivatott magába foglalni az utóbbi évtizedben gomba módra megszorodó, elsősorban fejlett telekommunikációs hálózatként működő kereskedési rendszereket (pl. Instinet), amelyekre korábban gyakorlatilag nem vonatkozott semmilyen törvényi előírás, miközben tevékenységükben nagyon hasonlatosak voltak egy tőzsdéhez.

Ez a hasonlóság a definíciókban is megmutatkozik, mert a szabályozott piac és az MTF meghatározása között két különbség található. MTF-et működtethet szabályozott piacot is üzemeltető cég (gyakorlatilag ez fedi le a tőzsdék által működtetett MTF-eket), valamint befektetési szolgáltató is, ha rendelkezik a szükséges engedélyekkel. Szabályozott piacot működtetni azonban csak kizárólagos tevékenységként lehet, így azt befektetési szolgáltató nem végezheti. Ezen kívül az egyetlen eltérés, hogy míg a szabályozott piacon a kereskedhető termékek egy szabályok alapján történő bevezetési procedúra nyomán válnak kereskedhetővé, addig az MTF-nél ilyen bevezetési eljárás nincsen. Emellett azonban az üzletkötés mindkét esetben a piacot üzemeltető által szabott, nem diszkriminatív szabályok szerint zajlik.

Egységes útlevel

Az egységes útlevel („single passport”) elve szerint, ha bármely tagállamban engedélyezték egy intézménynek a befektetési szolgáltatási tevékenység, illetve piacszerzői tevékenység végzését, akkor ennek az engedélynek a hatálya kiterjed az egész Unióra. Így, ha egy ilyen intézmény tevékenységét ki akarja terjeszteni más tagországra, akkor ehhez nem kell az ottani felügyelet engedélyét megszerezni. Ilyen esetben elegendő a saját felügyeletet értesíteni a célországról és a tervezett tevékenységi körrel, majd ezt követően a felügyelet feladata lesz majd a kapcsolatfelvétel a fogadó ország felügyeletével.

Megelőzendő azonban az olyan eset, amikor egy céget csak azért engedélyeztetnek az egyik tagországban, mert ott relatív kedvezőbbek a feltételek (szabályozási arbitrázs), miközben a tevékenység más tagországra koncentrálódik. Ezért az ISD2 lehetővé teszi az érintett felügyeletnek, hogy ilyen esetben az engedélyezést megtagadja.

Az egységes útlevel következménye természetesen, hogy a határon átnyúló szolgáltatást nyújtó intézmény felügyeletét nem a fogadó ország (host member), hanem az anyaország (home member) felügyelete látja el. Kivétel ez alól a fióktelep nyitása, amikor a fogadó

ország felügyelete látja el – szorosan együttműködve az otthoni felüggyel – a fióktelep kontrollját.

Internalizáció

Az egész ISD2 egyértelműen legkényesebb és egyben legvitatottabb kérdése az internalizáció, mely a befektetési szolgáltatóknak lehetővé teszi, hogy tőzsdére is bevezetett értékpapírokra vonatkozó ügyfélmegbízásait a tőzsdéi (vagy MTF) közvetítés kihagyásával saját számláról teljesítsék, illetve a hozzájuk beérkező ügyfélmegbízásokat házon belül párosítsák. Ez az angolszász gyakorlathoz közel álló rendszer teljesen ellentétes sok tagország (így például Magyarország vagy Franciaország) jelenlegi gyakorlatával, ami a tőzsdekényszerre épül.

A legfőbb cél természetesen az ügyfelek minél magasabb színvonalú kiszolgálása, a megbízások minél jobb feltételek melletti teljesítése („best execution” elv). A tőzsdéi kereskedelemben az ajánlati ár a döntő tényező, míg az internalizációnál az ár mellett egyéb tényezőket is figyelembe lehet venni (pl. járulékos költségek, gyorsaság, elszámolás stb.), amitől a teljesítés rugalmasabbá, ezáltal jobbá válhat, különösen az átlagosnál nagyobb tranzakciók esetében. Az internalizáció ugyanakkor nagy veszélyeket is magában rejthet, amennyiben nem párosul nagyfokú átláthatósággal, hiszen az ilyen ügyletek, ajánlatok nyilvánosságra hozatala nélkül a piac egésze információt veszít.

A kereskedéssel kapcsolatos információk nyilvánosságra hozatala

Az átláthatóság jelen direktíva esetében a kereskedéssel kapcsolatos információk nyilvánosságra hozatalát jelenti (az egyéb piaci információk nyilvánosságra hozatalával külön direktívák foglalkoznak), ami alapvetően két részből áll: az ajánlatok, ajánlati könyvek és jegyzett árak („pre-trade transparency”), illetve a kötési adatok transzparenciája („post-trade transparency”). Az előírások kötelező jelleggel a tőzsdére bevezetett *részvényekre* szóló ajánlatokra és kötésekre vonatkoznak, de az egyes tagállamok ezt kiterjeszthetik egyéb értékpapírokra is. A direktíva külön-külön vizsgálja a szabályozott piacon, az MTF-en és az internalizáción keresztül történő üzletkötés kapcsán felmerülő közzétételi kötelezettségeket.

Ajánlatok nyilvánosságra hozatala – pre-trade transparency

Az ISD2 alapján az átláthatóság letéteményesei továbbra is a tőzsdék és az MTF-ek maradnak. Számukra előírás, hogy az aktuális vételi és eladási ajánlatokat, illetve a piac mélységét folyamatosan mutassák. Kivételt képezhetnek ez alól olyan ajánlatok, melyek vagy méretükben, vagy egyéb tulajdonságukban nem felelnek meg az adott piac standardjának (ezek kritériumait majd külön végrehajtási intézkedés határozza meg).

Alapelvként az internalizációt folytató cégeknek is folyamatosan nyilvánosságra kell hozni tőzsdéi részvényekre vonatkozó jegyzett árait, a jegyzett mennyiséggel együtt. Ettől azonban eltekinthetnek akkor, ha a kérdéses értékpapír piaca nem likvid (a megfelelően likvid piac fogalmának meghatározása külön végrehajtási intézkedésben történik majd meg). Ekkor ugyanis nem folyamatosan, hanem csak az ügyfelek kérésére kell nyilvánosságra hozni a jegyzett árakat.

Azokra a cégekre, amelyek a standard piaci kötésméret feletti ügyleteket kötnek csak, a nyilvánosságra hozatali előírás nem vonatkozik. A kérdés csupán az, hogy mi minősül standard piaci kötésméretnek egy adott értékpapír esetében. Ennek eldöntése az adott értékpapír legjelentősebb piacának (ezen az esetek legnagyobb részében az anyaország piaca értendő, legalábbis ezt a javaslatot tárgyalják a végrehajtási utasításokat kidolgozó szakmai munkacsoportok) felügyeleti szervére hárul, amelynek kötelessége lesz évente legalább egyszer kötésméret alapján osztályokba sorolni a felügyelete alá tartozó papírokat. Egy adott osztályban valamennyi papírra ugyanakkora kötésméret lesz a standard (egyszerű átlagolási eljárással).

A befektetési szolgáltatók által közzeendő árak természetesen nem indikatívak, hanem kötelező érvényűek. A nem intézményi ügyfelektől érkező megbízásokat csak ezeken az árakon lehet teljesíteni. Ezzel szemben az intézményi ügyfelek megbízását ennél jobb áron is teljesíthetik, ha a megbízás a standard piaci kötésméretnél nagyobb volumenre vonatkozik.

Kötési adatok nyilvánosságra hozatala – post-trade transparency

Mind a szabályozott piacnak, mind az MTF-nek, mind pedig a rendszeres internalizálóknak törekedniük kell arra, hogy a megkötött ügyletekről minél gyorsabban, lehetőleg real-time módon értesítse a piaci szereplőket. A közzétett információk között szerepelni kell természetesen az árak és mennyiségnek, valamint a kötés idejének.

Mind a pre-, mind a post-trade transparency esetén az egyik leglényegesebb kérdés a mód, melyen keresztül a nyilvánosságra hozatal teljesíthető. Előírás, hogy csak olyan módon lehet az információkat közzétenni, ami bárki számára egyenlően elérhető, és a közzétételért felszámított díjnak indokolhatónak kell lennie. Ez utóbbinak pontos meghatározása szintén külön végrehajtási intézkedésre maradt.

Az új direktívát 2004. április 30-án tették közzé az Európai Unió Hivatalos Lapjában, a benne szereplő elvek – és majd a hozzá kapcsolódó végrehajtási jogszabályok – saját jogrendbe történő implementálására pedig 24 hónapot kaptak a tagállamok. Így legkésőbb 2006 májusától a fenti elvek szerint kell, hogy működjön valamennyi tagállam pénzügyi piaca.

Az átláthatóság biztosítása az egységes piacon

Az egész tőkepiac működése szempontjából kulcskérdés az átláthatóság minél magasabb fokú biztosítása. A befektetői döntésekhez nélkülözhetetlen információk naprakész nyilvánosságra hozatala szükséges az európai egységes piac versenyképességének megőrzéséhez. Az FSAP ezért nagy hangsúlyt fektet erre a területre, hiszen négy elsősztű, alapelveket meghatározó direktíva központi témája az információszolgáltatás és az átláthatóság. A Prospektus Direktíva a nyilvános kibocsátások lebonyolításakor közzeendő információk körét határozza meg. A piaci manipulációról és bennfentes kereskedelemről szóló direktíva a tőzsdei kibocsátókkal kapcsolatos rendkívüli tájékoztatási kötelezettséget taglalja, míg az Átláthatósági Direktíva a tőzsdei kibocsátók rendszeres tájékoztatási kötelezettségével foglalkozik. Hozzájuk szervesen kapcsolódik a nemzetközi számviteli szabványok átvételét előíró rendelet, mely a közzeendő információk tartalmát határozza meg.

Prospectus Irányelv

(Elérhetősége angol nyelven:

http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_345/l_34520031231en00640089.pdf)

Az egységes útleveél elve természetesen érvényesül a tőzsdei bevezetésre (azaz a szabályozott piacon való megjelenésre) készülő társaságok esetében is. A kibocsátási tájékoztató (prospektus anyaországbeli elfogadása után a társaság ezzel jogot nyer értékpapírjai valamennyi EU országban való forgalmazására, illetve a tőzsdei bevezetésre. A befogadó piacok felügyeleti hatósága, illetve tőzsdéi állíthatnak további, kisebb jelentőségű (többnyire a felelős vállalatirányítás témakörébe tartozó) követelményeket, de a prospektusokat kötelesek elfogadni. A prospektusok tartalmára vonatkozó részletes szabályozás egy újabb joganyag keretében jelenik meg majd, ezen anyag lezárását követően. Várhatóan ez a dokumentum rendelet (regulation) formájában jelenik meg.

Az irányelv szerint a prospektus hivatalosan változatlanul nyomtatott formában jelenik meg. Ugyanakkor nyilvánosan hozzáférhetőnek minősül az anyag akkor is, ha elérhető a felügyelet, a tőzsde vagy a kibocsátó honlapján.

Az irányelv részletesen meghatározza a prospektus szerkezetét és tartalmát, ezt a megjelenő rendelet fogja részletezni. Újdonság, hogy a prospektusnak tájékoztatnia kell a befektetőket az igazgatósági tagok és a felső vezetés társaságtól kapott jövedelméről.

Transzparencia Irányelv

A tőzsdei kibocsátók rendszeres közzétételi kötelezettségéről szóló direktíva egyelőre tervezet formájában létezik, azt még nem fogadta el az Európai Parlament. A jelenleg nyilvánosságra hozott tervezet azonban már nagyon közel áll a végleges verzióhoz, így ez alapján tisztán körvonalazódnak a jövőben alkalmazandó előírások mögött meghúzódó alapelvek. A kibocsátók rendszeres tájékoztatási kötelezettsége mellett ebben a jogszabályban kapott helyet a meghatározó részvénytulajdonosok bejelentési kötelezettsége is.

A tervezet elsőként a direktíva előírásainak betartását ellenőrző, kompetens felügyeleti szerv meghatározását taglalja. Általános esetben minden részvény és kötvény kibocsátó felügyeletét annak az országnak a felügyelete látja el, amelyben a társaság bejegyzésre került. Kivételt képeznek ez alól azok a kötvénykibocsátók, amelyek által kibocsátott kötvények névértéke meghaladja az 1000 eurót. Ők szabadon választhatnak azok közül az országok közül is, ahol szabályozott piacon bevezetésre kerültek.

A kibocsátók rendszeres jelentési kötelezettsége

A szabályozott piacon bevezetett értékpapírok kibocsátóinak három típusú riportot kell rendszeres időközönként közzétenni. Elsősorban természetesen az éves jelentést az auditált számviteli beszámolóval, a management riporttal és az egyéb járulékos elemekkel. A számviteli beszámolót természetesen a nemzetközi számviteli szabványok átvételéről szóló 1606/2002. számú EC rendelettel összhangban kell összeállítani (lásd az IFRS-ről szóló részt). A direktíva emellett kötelezővé teszi a féléves jelentés készítését is, amelyben egy rövidített pénzügyi beszámolót is mellékelni kell szintén az 1606/2002. számú EC rendelettel összhangban.

A harmadik, időszakos jelentést az egyes félévek során (legalább tíz héttel a félév kezdete és legkésőbb 6 héttel a félév vége előtt) kell közzétenni. Ebben az elmúlt félévhez képest történt legfontosabb történéseket kell összefoglalni, mellékelve a társaság pénzügyi helyzetének rövid áttekintését. Azok a vállalatok, amelyek negyedéves gyorsjelentést tesznek közzé, mentesülnek az időszakos riport készítése alól.

Lényeges kérdés a riportok nyelve. A direktíva szerint a kibocsátónak a felügyeletét ellátó szerv által elfogadott hivatalos nyelven mindenképpen meg kell jelentetnie a jelentéseket. Azon társaságok, amelyek több ország szabályozott piacain is forognak, azok az előbbin kívül még legalább egy nyelven kell, hogy megjelentessék riportjaikat. Ez a nyelv lehet a fogadó ország (vagy országok) hivatalos nyelve, vagy a pénzügyi szférában általános elfogadott nyelv (praktikusan az angol).

Változások a meghatározó tulajdonosi körben

A piac és az adott cég egyéb tulajdonosai számára fontos információt jelent a tulajdonosi kör változása. A tulajdonosokat ezért jelentési kötelezettség terheli, ha az általuk birtokolt részvényekhez kapcsolódó szavazati arány meghaladja az 5-10-15-20-25-30-50-75 százalékos limitek bármelyikét. Természetesen ugyanez vonatkozik arra az esetre is, ha a szavazati arány e limitek alá csökken. A direktíva nem fogadja el az egyharmados, illetve a kétharmados limiteket, helyettük a 30 százalékos illetve a 75 százalékos limitet kell használni.

A változásokat a tulajdonosnak 4 napon belül a kibocsátó tudomására kell hozni, a társaság ezt követően felelős ezen információk mihamarabbi, de legkésőbb 3 napon belüli nyilvánosságra hozataláért. Természetesen a szavazati arány meghatározásához nélkülözhetetlen, hogy a piac szereplői ismerjék az összes piacon lévő mennyiséget, ezért a kibocsátónak folyamatosan közzé kell tennie, ha a kibocsátott mennyiség változik, illetve saját részvényt vásárol vagy ad el a társaság (hiszen ezek nem szavazó papírok).

A riportok megjelentetésénél is érzékeny kérdés a közvetítő orgánum. Erre vonatkozóan csak általánosságban fogalmaz a jogszabály és megadja, hogy olyan fórumon kell elérhetővé tenni a riportokat, ahol az mindenki számára könnyen elérhető. Ennek további konkretizálása majd a direktívához kapcsolódó végrehajtási intézkedésben várható. Távlati célként megjelent a tervezetben az európai felügyeletek közös, átjárható adatbázisa az Unió valamennyi kibocsátójának megjelentetéseivel. Ennek megvalósítása azonban várhatóan több évet igényel majd.

Nemzetközi számviteli szabványok alkalmazása a tőzsdei kibocsátóknál

1. A rendelet angolul:

Regulation (EC) no 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards

http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2002/l_243/l_24320020911en00010004.pdf

2. A rendelet magyarul:

AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS 2002. július 19-i 1606/2002/EK RENDELETE a nemzetközi számviteli standardok alkalmazásáról

<http://www2.datanet.hu/im/docs/32002R1606.pdf>

3. Az Európai Felügyeleti Szervek Tanácsa (CESR) ajánlása az átmeneti időszakra:
European Regulation on the application of IFRS in 2205. Recommendation for additional guidance regarding the transition to IFRS (CESR/03-323e)
<http://www.europefesco.org/v2/default.asp>

4. Rendelet a nemzetközi számviteli standardok átvételéről az EU által
Commission Regulation (EC) No 1725/2003 of 29 September 2003 adopting certain international accounting standards in accordance with Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council
http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_261/l_26120031013en00010002.pdf

Kötelező erejű rendelettel (törvénnyel) írta elő az EU a tagországok számára, hogy 2005-től kezdve pénzügyi jelentéseiket a nemzetközi számviteli szabályok (standardok) szerint készítsék el azon európai társaságok, melyek értékpapíriai az EU valamely tagországának szabályozott piacán bevezetésre kerültek. A mintegy 7 000 európai tőzsdei kibocsátó közül a változás nem érinti azokat a cégeket, amelyeknek nincs konszolidált leányvállalatuk, mivel a törvényhozók úgy ítélték meg: ezek a kibocsátók feltehetően olyan kisméretű szervezetek, hogy az átállás számukra aránytalanul nagy terhet jelentene.

A nemzetközi számviteli standardokat 2003. szeptember 29-én az Európai Unió a közösség számviteli rendjévé emelte, kivéve két szabályt (IAS 32 és 39), amelyek egyes pénzügyi eszközök nyilvántartásával kapcsolatosak.

A nemzetközi számviteli szabályok az eddig használt International Accounting Standards kifejezést International Financial Reporting Standards (IFRS) névre módosították. A már ezen a néven 2003-ban megjelent első szabály, az IFRS1 a hazai számviteli elvekről az IFRS-re való áttérés útmutatójával szolgál. Ez idáig öt új IFRS standard jelent meg.

A tőzsdei kibocsátók nemzetközi számviteli szabályok szerinti jelentését előíró EU jogszabály rendelet formájában jelent meg, így 2004. május 1-én hatályba lépett Magyarországon is. Ennek megfelelően az érintett (konszolidált mérleg készítésére kötelezett) magyar részvénykibocsátóknak 2006. év során olyan 2005. évi pénzügyi jelentést kell nyilvánosságra hozniuk, amelyek IFRS szerint születtek. Az IFRS pénzügyi jelentéseknek két évre kell készülniük. Ez megkívánja a társaságoktól, hogy már 2004. évi pénzügyi beszámolójuk is rendelkezésre álljon e szabványok szerint. Az átállás lebonyolítására a Committee of Securities Regulators (CESR) ajánlást bocsátott ki, amelyet a 1. számú mellékletben foglaltunk össze.

Az átállás Európa-szerte nagyon sok társaságot érint, hiszen nem csak a tőzsdén jegyzett kibocsátóknak, hanem azok konszolidált leányvállalatainak is át kell állnia a nemzetközi standardokra.

Irányelvek a piaci manipulációval és bennfentes kereskedelemmel kapcsolatban

Az FSAP mindezidáig legteljesebb részterülete a piaci manipulációval és a bennfentes kereskedelemmel foglalkozó jogszabálycsomag. A 2003/6/EK irányelvvel az Európai Unió elfogadta a bennfentes kereskedelemmel és a piaci manipulációval kapcsolatos szabályozási

keretelveket. Ezekre épülve négy végrehajtási intézkedés is elkészült, melyek közül három – a befektetési ajánlásokra és a tanácsadók érdekkonfliktusainak nyilvánosságra hozatalára, a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció meghatározására vonatkozó, valamint az elfogadott piaci gyakorlatról, a bennfentesek listájáról és az árualapú származékos termékekkel kapcsolatos bennfentes információkra vonatkozó – szintén irányelv, míg a negyedik, ami a saját részvény vásárlására és az árkarbantartásra vonatkozó speciális szabályokat tartalmazza, rendelet formájában került kihirdetésre. Az új jogszabályok átvétele több ponton jelentheti a hatályos hazai jogszabályok és esetleg tőzsdei szabályok módosítását.

Az alapelveket meghatározó irányelv (2003/6/EK)

Elérhetőség magyar nyelven:

http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=hu&numdoc=32003L0006&model=guichett

Az irányelv hatóköre nemcsak a tőzsdén jegyzett értékpapírokra terjed ki, hanem valamennyi tőzsdére bevezetett befektetési eszközre, így pl. az árualapú származékos piaci eszközökre is. A direktíva a lehető legátfogóbb módon próbálja megfogalmazni a piaci manipuláció és a bennfentes kereskedés fogalmát.

A piaci manipuláció bármely formájának szigorú tiltása mellett szigorú szabályokat állapít meg minden olyan piaci szereplőre - vagy piachoz közeli szereplőre - vonatkozóan, akik bármilyen módon befolyásolhatják a befektetési döntéseket. Így például kiemeli a részvényelemzők és az újságírók felelősségét is esetleges érdekkonfliktusuk miatt. A rájuk vonatkozó konkrét szabályokat azonban már nem az irányelv, hanem a hozzá kapcsolódó végrehajtási intézkedés tartalmazza.

Az irányelv bennfentes információként definiál minden olyan információt, amely valamely befektetési eszköz árát befolyásolhatja, és még nem lett nyilvánosságra hozva. A jogszabály a bennfentes információk közé sorolja – külön kiemelve – az ügyfélmegbízásokkal kapcsolatos információkat is. Ezen információk birtoklása természetesen nem tiltott, ám ezek felhasználásával piaci előnyt szerezni, valamint az információkat harmadik személy számára továbbadni nem lehet.

A bennfentes információkkal való visszaélés lehetőségének minimalizálása miatt a tagállamoknak gondoskodniuk kell arról, hogy a kibocsátók a lehető leghamarabb tájékoztassák a nyilvánosságot. Az irányelv szerint a kibocsátóknak minden érintett információt el kell helyezniük internetes oldalaira, ami feltételezi, hogy a kibocsátók rendelkeznek website-tal, és azon ilyen vonatkozású híreket is közzétesznek. A kibocsátónak ugyanakkor lehetősége van indokolt esetben a nyilvánosságra hozatal késleltetésére, feltéve, hogy ezzel a késleltetéssel nem vezetnek félre a befektetőket.

A bennfentes információk kezelésének ellenőrzése végett a kibocsátóknak, illetve a nevükben eljáró személyeknek listát kell vezetni azokról a személyekről, akik bennfentes információkhoz férnek hozzá. Érdekes kérdést vet fel a bennfentes személyek listája a tőzsde szempontjából, hiszen a tőzsde egyes alkalmazottai a kibocsátó javára eljáró személyeknek tekinthetők, így a tőzsdének is listát kell készíteni ezekről az alkalmazottakról.

A direktíva csak a piaci manipuláció és bennfentes kereskedelem kezelésének keretelveit fogalmazza meg, ezért számos részletszabály a hozzá kapcsolódó végrehajtási intézkedésekben kapott helyet.

Végrehajtási intézkedés a saját részvény vásárlásról és árkarbantartásról (Regulation 2273/2003)

Elérhetőség angol nyelven:

http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_336/l_33620031223en00330038.pdf

A Market Abuse direktíva külön nem foglalkozik a saját részvény visszavásárlási programokkal és az árstabilizáló tevékenységgel, amelyekre azonban külön szabályokat alkottak rendelet formájában, amelyeknek meg kell felelni, ellenkező esetben a speciális státusz nem alkalmazható. Saját részvény visszavásárlási program kizárólag a saját tőke csökkentése, illetve az átváltható értékpapírokhoz kapcsolódó, vagy a munkavállalói részvényesi programmal kapcsolatos kötelezettségek teljesítése végett kerülhet sor.

A program indulása előtt annak szándékát nyilvánosságra kell hozni a célok, a mennyiség és az időhorizont megjelölésével. A programmal kapcsolatos tranzakciókat legkésőbb, azok megkötése utáni hetedik napon nyilvánosságra kell hozni.

Általános esetben a saját részvény visszavásárlási ügyletek egy adott napon a napi átlagos kereskedett volumen 25 %-át nem haladhatják meg. Ez a különösen illikvid papírok esetében 50%-ig kiterjeszthető. A visszavásárlási programok nem alkalmazhatók árfelhajtásra, azaz a tranzakciók ára nem haladhatja meg vagy az utolsó független kötés árát, vagy ha ez magasabb, akkor a legjobb független eladási ajánlat árát.

Árstabilizációt csak bizonyos időszakokban és csak korlátozott ideig lehet végezni. A rendelet alapján mindez csak új kibocsátások esetén a tőzsdei bevezetéstől számított 30 napig, illetve másodlagos kibocsátás esetén a kibocsátási ár nyilvánosságra hozatalától számított 30 napig tarthat. A stabilizációs tranzakciók ára nem haladhatja meg a kibocsátási árát.

Végrehajtási irányelv a befektetési ajánlások/elemzések felelős kezeléséről, és a készítőik érdekeinek nyilvánosságra hozataláról (2003/125/EC)

Elérhetőség angol nyelven:

http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_339/l_33920031224en00730077.pdf

Az elemzések, ajánlások nyilvánosságra hozatalával kapcsolatban számos közzétételi kötelezettség terheli a készítő személyét és azok foglalkoztatóját:

- Közzé kell tenni mindenfajta, az elemzésben szereplő, vagy ahhoz köthető értékpapírral kapcsolatos érdekeket, érdekkonfliktusokat minden, az elemzésben részt vevő személy, valamint az elemzőket foglalkoztató cégek tekintetében.
- Közzé kell tenni, ha az elemzésben részt vevők díjazása a brókercég forgalmához van kötve.
- A brókercégeknek nyilvánosságra kell hozniuk, milyen eszközöket alkalmaznak a kereskedők és elemzők elválasztására.
- A brókercégeknek negyedévente közzé kell tenniük a nyilvánosságra hozott különböző befektetési ajánlások (buy-hold-sell) arányát, valamint azon kibocsátók arányát,

amelyekről ajánlásokat jelentettek meg, és akikkel egyúttal egyéb üzleti kapcsolatba is kerültek.

A fenti szabályok közül a relevánsak vonatkoznak az újságírokra is, kivéve, ha rájuk olyan egyéb szabályok vonatkoznak, amelyek alkalmazásával kizárható a piaci manipuláció lehetősége.

Végrehajtási irányelv az elfogadott piaci gyakorlatokról, az áru alapú származékos termékekkel kapcsolatos bennfentes információkról, a bennfentesek listájáról, a vezető beosztású személyek tranzakcióiról és a szokatlan ügyletekről (2004/72/EC)

Elérhetőség angol nyelven:

http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2004/l_162/l_16220040430en00700075.pdf

A keretelveket tartalmazó direktívához kapcsolódó utolsó végrehajtási intézkedés több, egymástól független területet is érint. Közülük a leglényegesebb az elfogadott piaci gyakorlat meghatározása, aminek fontos szerepe van annak eldöntésében, hogy egy adott tranzakció esetleg manipulatív, vagy olyan szokványos piaci tevékenység eredménye, mely az egész piac hatékonyságát növeli. A direktíva azonban pontos definíciót nem tud adni, de megadja azokat az elveket, amelyek mentén a felügyeleti hatóságoknak kell eldönteniük, hogy egy gyakorlatot elfogadjanak-e, vagy megtiltják. Figyelembe kell venni a döntésnél többek között, hogy az adott piaci szegmens mennyire átlátható, milyen hatással van az adott gyakorlat a piac likviditására, illetve mennyire segíti a megbízások teljesítését. A végső döntést a felügyeletnek a piaci szereplőkkel történő egyeztetés után kell meghoznia, majd azt egyértelmű módon a nyilvánosság elé tárnia.

A vezető beosztású személyek részvényvásárlásaira természetesen szigorú nyilvánosságra hozatali szabályok vonatkoznak, miszerint az ügyletkötést követően legkésőbb öt nappal kell a kompetens felügyeleti szervet értesíteni. Ezt a tagországok enyhíthetik oly módon, hogy csak akkor kell a bejelentést megtenni, ha a naptári év kezdete óta vásárolt értékpapírok összértéke eléri az 5000 eurót. Ha ezt az összeghatárt a vásárolt mennyiség nem éri el, akkor a bejelentést halasztani lehet a következő év januárjának végéig.

A végrehajtási intézkedések elfogadásával, a piaci manipulációval és a bennfentes kereskedelemmel foglalkozó témakör második fázisa is lezárult. Ezt követően a tagországokra hárul a feladat, hogy az itt felsorolt jogszabályokat legkésőbb 2004. október 12-ig a saját jogrendjükbe átvegyék (kivételt képez ez alól a rendelet formájában megjelent, a saját részvény-vásárlásról és árkarbantartásról szóló végrehajtási intézkedés, mert ez közvetlenül érvényes valamennyi tagállamra).

Befektetési alapokra vonatkozó közösségi szabályozás – 85/611/EEC irányelv

(Elérhetőség angolul:

http://europa.eu.int/eur-lex/en/consleg/main/1985/en_1985L0611_index.html)

A befektetési alapokra vonatkozó uniós jogszabály az 1985/611/EEC irányelv. A meglehetősen régen megjelent irányelvet azóta többször módosították, igazítva a gyorsan változó pénzügyi világ követelményeihez. A befektetési alapok, illetve az alapkezelők vonatkozásában is a cél a részpiacok átjárhatóságának, a tőke Unión belüli szabad áramlásának biztosítása. Ezért a szabályozás legfőbb pillére itt is az egységes útlevelelve, ami

biztosítja, hogy bármely tagállamban bejegyzett befektetési alap kiterjeszthesse tevékenységét, tőkét vonhasson be más tagországokból is.

Az irányelv kizárólag a nyilvánosan forgalomba hozott, nyíltvégű befektetési alapokra vonatkozó szabályokat tartalmazza, a zártkörűen létrehozott, illetve zártvégű alapok nem tartoznak a jogszabály hatálya alá.

Az alapkezelők az alapkezelési tevékenység - mint fő tevékenység - mellett egyéni portfóliókezelést, befektetési tanácsadást, valamint a befektetési alapokhoz kapcsolódó adminisztrációs feladatokat végezhetnek. A tevékenységhez a minimális tőkekövetelmény 125 ezer euró, azzal a kitételrel, hogyha a kezelt vagyon meghaladja a 250 millió eurót, akkor további tőkével kell rendelkezni (a 250 millió euró feletti rész 0,02%-a). Összesen 10 millió eurónál magasabb tőke azonban nem írható elő számukra.

Valamennyi alap számára előírás független letétkezelő alkalmazása, amely nem lehet azonos az alapkezelővel. Csak olyan letétkezelő bízható meg a feladattal, aki az alapkezelővel azonos országban működik.

Általános befektetési szabályok

A hazai befektetési alapok számára érdekes lehet a befektetési szabályok tartalma, lévén ez a jelenlegi hazai szabályozástól eltér. Az alapok vagyonuknak maximum 10 százalékát fektethetik olyan értékpapírokba, illetve pénzüpi eszközökbe, amelyek sem egyetlen EU szabályozott piacon, sem harmadik ország szabályozott piacán nincsenek bevezetve. Kivételt képeznek ez alól természetesen a betétek mellett a jelen jogszabály alapján alapított befektetési alapok jegyei, de ezeknek a részaránya sem haladhatja meg az alap vagyonának 10 százalékát.

Egy kibocsátó által kibocsátott instrumentumok aránya sem haladhatja meg az 5 százalékot (betétek esetében a 20 százalékot). Ezt az 5 százalékos korlátot a tagállamok maximum 10 százalékig emelhetik, feltéve, hogy az 5 százaléknál magasabb arányú eszközök együttes részesedése nem haladja meg a 40 százalékot. Kinyilvánított indexkövetésnél az 5 százalékos limit helyett alkalmazható 20 százalékos limit is, ha a követett index összetétele csak ily módon képezhető le. Ez a 20 százalékos korlát egyetlen papír számára akár 35 százalékra is emelhető (ha az az egy papír kimagaslóan dominálja a piacot).

Az 5 százalékos korlátozás az állampapírok esetében 35 százalékra emelhető, de az egyes tagállamok ezt is felemelhetik akár 100 százalékra is. Feltételezve, hogy az ilyen befektetési politika egyértelműen a befektetők tudomására lett hozva, és a portfólió legalább hat különböző sorozatot tartalmaz, melyek egyikének súlya sem haladja meg a 30 százalékot.

1. sz. melléklet

A CESR IFRS átállási ajánlása

Jelen összefoglaló kizárólag tájékoztatási céllal készült.

A tőzsdei kibocsátók esetében folyamatosan fennáll a piac tájékoztatásának kötelezettsége a kibocsátó birtokába jutott, az értékpapír árfolyamát befolyásoló tényezőkről. Ennek elmulasztását egy másik új EU direktíva a bennfentes kereskedelemről rendkívül szigorúan tiltja. Ugyanakkor elkerülendő, hogy a piacot olyan információkkal zavarják meg a kibocsátók, amelyek nem végleges, még átdolgozásra kerülő adatoknak tekinthetőek. Ezért a CESR ajánlást dolgozott ki az átmeneti időszakra a kibocsátók számára. Az ajánlást a tagországok felügyeleti hatóságai részben vagy egészben ajánlhatják a hatáskörükbe tartozó kibocsátóknak (6-7 par.).

Az ajánlás négy határkövet állapít meg, és ehhez köti a kibocsátóknak tett ajánlásokat.

1. Pénzügyi jelentés nyilvánosságra hozatala 2003. évről
2. Pénzügyi jelentés nyilvánosságra hozatala 2004. évről
3. Évközi jelentés 2005-ben
4. Pénzügyi jelentések nyilvánosságra hozatala 2005. évről

Amikor a kibocsátó pénzügyi jelentését nyilvánosságra hozza a 2003. évről, az ajánlás akkor tartja célszerűnek az IFRS-re való átállást bejelenteni, valamint megismertetni a befektetőkkel a hazai és a nemzetközi számviteli politika fő különbségeit, esetlegesen várható hatásait, mindezt hangsúlyozottan szövegesen és nem számszakilag bemutatva.

Az ajánlás szerint várható, hogy több kibocsátó választja azt az utat, hogy pénzügyi jelentését a 2004. évről az IFRS szerint készíti el. Ez esetben a Market Abuse törvényi kötelezettséggé teszi a nyilvánosságra hozatalt, amennyiben a kapott eredmények várhatóan befolyásolhatják a részvényárfolyamot. Amennyiben a kibocsátó a 2004. évi pénzügyi jelentését még a régi rend szerint készíti el, akkora szöveges magyarázatban ajánlott bemutatni a régi és az új rendszere közti különbséget, különösen az alábbiakra nézve:

- A saját tőke levezetése a nemzeti elvekről IFRS elvekre való átállás dátumára vonatkozóan (pl. 2004. január 1). Három oszlopos táblázatban célszerű megjeleníteni az adatokat, melynek első oszlopában összefoglaló módon bemutatásra kerül az eredeti számviteli elvek szerint elkészített nyitó mérleg, majd az IFRS-re való átállás hatása, és végül a kapcsolódó IFRS számok. Az egyes sorokban közölt számokhoz kapcsolódó magyarázatokat is csatolni kell a mellékletben.
- A saját tőke levezetése a jelentési időszak végére vonatkozóan (pl. 2003. december 31.), ugyanolyan szerkezetben és részletezettséggel, mint az előzőekben leírtak.
- Az eredmény-kimutatás levezetése, a fentiekkel megegyező szerkezetben és részletezettséggel.
- A cash-flow főbb változásainak magyarázata.

Az ajánlás javasolja, hogy a kibocsátók 2005. január 1-től kezdjék el alkalmazni az IAS 34 "Évközi Pénzügyi Jelentéstétel – Interim Financial Reporting" irányelvet, amely magas szintű közzétételi elveket határoz meg. Ahol ez nem lehetséges, minimum elvárásként a kibocsátókat

arra kell ösztönözni: az IFRS-nek megfelelő elszámolási és értékelési elveket használjanak a negyedéves és féléves jelentéseik elkészítésekor, amelyek konzisztensek a 2005-re vonatkozó konszolidált éves jelentés elkészítésének alapelveivel.

Az átállás befejezése a 2005. évi pénzügyi jelentés elkészítésével történik meg, amikor a kibocsátó már köteles az IFRS szerint jelenteni. Amennyiben a 2004. évi jelentés a hazai szabványok szerint készült, akkor a 2004. évi jelentést teljes egészében át kell alakítani az IFRS-nek megfelelően.

2. sz. melléklet:

A 10 csatlakozó ország helye a közös EU tőkepiacon

Az Európai Unióhoz a közelmúltban tíz frissen csatlakozott ország lakossága 20%-át teszi ki a 15 régi tagország népességének. Lényegesen alacsonyabb ez az arány a GDP tekintetében; mindössze 4,8%. Azonban még ez az utóbbi szám is hatalmasnak tűnik, ha az uniós és az újonnan érkezett országok pénz- és tőkepiacainak méretét hasonlítjuk össze.

Egy 2004 áprilisában publikált elemzés (Banking in CEE, Bank Austria-Creditanstalt, April 2004) szerint a bankrendszer súlya a fenti értékeket sem éri el. Amennyiben csak az euróövezetbe (tehát az EU az Egyesült Királyság, Svédország és Dánia nélkül!) képest mérjük a nyolc most csatlakozott közép-európai ország bankrendszerének mérlegfőösszegét, akkor 2,4%-os értéket kapunk. A teljes hitelállomány még ennél is alacsonyabb: csupán 1,7%-a régióinkban az euróövezetben mért értékhez képest.

Mi ennek az oka? Az elmúlt 15 évben tapasztalt hatalmas fejlődés ellenére, a bankrendszer továbbra is relatíve kis szerepet tölt be a kelet-európai gazdaságokban. A térségben a hitelállománynak a GDP-hez viszonyított aránya átlagosan 34%, míg az euróövezetben eléri a 102%-ot. Hasonló eredményt kapunk, hogyha a banki eszközöknek a GDP-hez viszonyított arányát vizsgáljuk: a csatlakozó országok esetében 74%, míg az euróövezetben 201%-os eredményt kapunk. Az egy főre jutó banki betét összege a régióban átlagosan 1.400 eurót tesz ki (ez összességében 44%-a a GDP-nek), ami mindössze 10%-a a tagállamokban élők megtakarításainak. A számok azt jelzik, hogy az uniós polgárok bankbetétben felhalmozott megtakarításai a GDP 73%-át adják, azaz a megtakarítások nagysága erősen függ az egyes országok gazdasági fejlettségétől is.

Kelet-Európa egy területen „vezet”: itt a bankok eszközállományának 75%-a van külföldi bankok kezében, míg az euróövezetben az arány csak 24%-os.

Összességében elmondhatjuk, hogy a nagy méretkülönbségek két forrása az alacsonyabb gazdasági fejlettség (GDP) és a pénzügyi közvetítő rendszernek a gyors fejlődés ellenére is meglévő relatív elmaradottsága.

A Budapesti Értéktőzsde számításai szerint még nagyobbak a kelet-európai régió „tartalékai” a tőkepiacokon. Az Európai Tőzsdeszövetség (FESE) 2003. évi adatai alapján a nyolc régióbeli tőzsdének piaci tőkeértéke pusztán 1,12%-a az EU (és 1,77 %-a az euróövezet) szabályozott piaci tőke-értékének. Az azonnali tőzsdei forgalom a régióban pedig pusztán 0.32%-a az EU tőzsdéinek (0.56%-a az euróövezetének). A nyolc ország tőzsdéin forgó papírok teljes piaci tőkeértéke 69,4 mrd euró, amivel ugyan maguk mögé utasítják a luxemburgi és a bécsi tőzsdét, de a dublini tőzsdét már csak 2 mrd euróval múlják felül. Ugyanakkor a dublini tőzsde forgalma 50%-kal nagyobb a régió teljes tőzsdei forgalmánál.

A számok egyértelműen azt mutatják, hogy a tőkepiacokon még nagyobb a szakadék az EU és a most csatlakozott országok között. A régióban a szabályozott piacok tőkeértéke összesen 16,3%-át teszik ki a régió GDP-jének, míg az euróövezetben ez az arány 55,5% volt 2003-ban. A forgalomnak a piaci tőkeértéknél is kisebb súlya elsősorban azzal magyarázható, hogy a régióban a nagyobb tőzsdei cégek tulajdonosai között nagy számban vannak stratégiai befektetők és ezek részvényei nem képezik a forgalom részét.

A 10 új és a 15 régi EU tagállam értékpapírpiacainak

EU 15	Piaci tőkeérték 2003 dec.31	Forgalom 2003	10 új tag	Piaci tőkeérték 2003 dec.31	Forgalom 2003
	Euro Mio	Euro Mio		Euro Mio	Euro Mio
Athens Exchange	84 547,10	32 505,00	Bratislava Stock Exchange	2 203,71	588,20
Copenhagen Stock Exchange	93 700,62	56 044,40	Budapest Stock Exchange	13 227,88	7 230,80
Deutsche Börse	855 452,00	1 139 899,40	Cyprus Stock Exchange	3 807,30	264,10
Euronext	1 646 178,00	1 665 227,00	Lithuania Stock Exchange	2 782,52	161,00
Helsinki Exchange	135 000,70	145 646,10	Ljubjana Stock Exchange	5 660,07	626,80
Irish Stock Exchange	67 443,80	38 757,70	Malta Stock Exchange	1 467,10	30,80
Italian Exchange	487 446,40	721 525,20	Prague Stock Exchange	12 287,94	7 470,80
London Stock Exchange	1 923 168,00	3 174 121,50	Riga Stock Exchange	902,46	122,73
Luxembourg Stock Exchange	29 597,77	233,30	Tallin Stock Exchange	3 005,00	487,73
Spanish Exchanges	575 765,80	820 437,40	Warsaw Stock Exchange	29 349,76	8 776,70
Stockholmsbörsen	229 354,80	269 322,70			
Wiener Börse	44 811,00	9 803,90			
Összesen	6 172 465,99	8 073 523,60	Összesen	74 693,74	25 759,66
			10 új a 15 régi %-ában	1,21%	0,32%

Forrás:

Federation of European Stock Exchanges, Monthly Statistics 2003. December

www.fese.be

Baltic Stock Exchanges, Monthly Statistics 2003. December

www.baltic-exchanges.com