

Dr. Barnóczy Péter*

Megalapozatlan információval is manipulálható a tőzsde

A Fővárosi Törvényszék frissen írásba foglalt – egyelőre nem jogerős – ítélete igazolja vissza az MNB következetes álláspontját: a tőkepiaci visszaéléseket tiltó EU-s rendelet generális jelleggel (az egyéb jogszabályok előírásaitól függetlenül) tiltja a piaci manipulációt, illetve annak kísérletét. Piaci manipulációnak számít többek között minden olyan magatartás, amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad(hat) valamely pénzügyi eszköz ára tekintetében. Bármilyen erre alkalmas magatartás önmagában jogsértő lehet.

Egészen a bíróságig jutott az az ügy, amely kapcsán a Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2020. márciusban határozattal zárta le célvizsgálatát a Delta Technologies Nyrt.-nél (korábbi neve EST MEDIA Vagyonkezelő Nyrt.; EST MEDIA vagy Delta).

A jegybank a kibocsátó 2019-ben elhatározott alaptőke-emeléseivel kapcsolódó közzétételeit vizsgálta. Az MNB piaci manipulációt állapított meg és emiatt 100 millió Ft-os piacfelügyeleti bírságot is kiszabott a Delta Systems Kft. megvásárlásához kötődő tőkeemeléssel összefüggésben nyilvánosságra hozott információk megalapozatlansága miatt.

E tranzakció keretében a Delta Systems Kft. 100 %-ban az EST MEDIA tulajdonába került. A Delta Systems Kft. vételára 28,6 milliárd Ft volt, amelyből 2,35 milliárd Ft-ot pénzben, kölcsönből teljesítettek. Az eladó Deltagroup Holding Zrt. a fennmaradó 26,25 milliárd Ft-ra vonatkozó követelését beapportálta az EST MEDIA-ba. Cserébe 125 millió darab, 78 filléres névértékű, ám 210 Ft-on kibocsátott törzsrészcseget kapott.

Sajnos az apport kapcsán készített első könyvvizsgálói jelentés is megelégedett azzal, hogy a Delta Systems Kft. vételárára vonatkozó követelést az adós, tehát maga az EST MEDIA elismerte. Erre való hivatkozással kezdetben még a könyvvizsgáló is eltekintett a vételár-követelés mögött álló üzletrész értékelésétől.

Az MNB – a Magyar Könyvvizsgálói Kamara, illetve a Pénzügyminisztérium közfelügyeleti hatóságának szakmai véleményével egyező – álláspontja szerint ugyanakkor a tőkepiaci szabályozástól függetlenül már a Polgári Törvénykönyv is (a felülértékelés tilalma miatt) tartalmában várja el a valós apportérték kimutatását. Magyarán a könyvvizsgálói értékelés nem korlátozódhat a követelés „nem vitatott” voltának a vizsgálatára, hanem meg kell határozni a követelés valós piaci értékét. Ez pedig nem lehetséges a mögöttes gazdasági esemény vizsgálata nélkül.

A társasági jogi előírásokon és a szakmai „jó gyakorlaton” túlmenően a piaci visszaélésekről szóló EU-s rendelet (Market Abuse Regulation, MAR) generális jelleggel, az egyéb vonatkozó jogszabályok előírásaitól függetlenül tiltja meg a piaci manipulációt, illetve annak kísérletét. Tilos tehát – többek között – minden olyan magatartás, amely hamis vagy félrevezető

jelzéseket ad, vagy valószínűsíthetően adhat valamely pénzügyi eszköz ára tekintetében. A piaci manipuláció egyfajta nyitott törvényi tényállás, amely alapján a pénzügyi eszközök árának manipulálására alkalmas bármilyen magatartás jogsértő lehet. Ez még abban az esetben is igaz, ha a kérdéses magatartás az egyéb jogszabályokban foglalt konkrét ágazati előírásba esetleg közvetlenül nem ütközik.

A bíróság által felülvizsgált határozatában az MNB azt állapította meg, hogy a Delta Systems tranzakció előtt külső, független szakértő egyáltalán nem értékelte a céget a 28,6 milliárd Ft-os érték alátámasztására. A belső, saját módszertan alapján állítólagosan elkészített értékelést pedig nem tudták bemutatni.

A tranzakció előtt tehát nem készült olyan kézzelfogható cégértékelés, amely alapján szakmai szempontok szerint alátámasztható lett volna a 28,6 milliárd Ft-os ár. Az MNB – bár a Delta az üzletrészt 2020. június 30-i fordulónapra készült beszámolójában azóta maga is 7,3 milliárd Ft-ra értékelte át – határozatában nem magát az árat vitatta, hanem azt kifogásolta, hogy ezt anélkül hozták nyilvánosságra, hogy az EST MEDIA igazolni tudta volna, hogy az árat szakmailag megalapozott módon határozta meg.

A jegybank emellett azt is feltárta, hogy a cégérték mellett a 210 Ft-os kibocsátási ár meghatározása sem szakmai szempontok mentén történt. A 210 Ft-os kibocsátási árral egyértelműen az is cél volt, hogy „irányt mutassanak”, „üzenjenek” a részvényeseknek, tehát egyfajta „célárként” jelenítették ezt meg a befektetők felé.

Nem számít, hogy „jó okom volt rá” vagy „véletlen volt, nem akartam”

A piaci manipuláció akkor is megvalósulhat, ha – ezt szintén bírósági ítéletek igazolják vissza – a tőkepiaci szereplőt egyébiránt racionális gazdasági cél vezeti. A tőkepiac szereplőinek a MAR generális tilalma okán ilyen esetben is kötelezettsége arról körültekintő módon és kellő mértékben megbizonyosodni, hogy tőkepiaci tevékenysége nem ütközik a MAR piaci manipulációt tiltó rendelkezéseibe. Amennyiben pedig tervezett magatartása várhatóan a piaci manipuláció tilalmát sértené, úgy köteles (akár gazdaságilag teljesen racionális) célja elérése érdekében a MAR-t nem sértő magatartást tanúsítani. Ilyen megoldás hiányában pedig – szűk jogszabályi kivételektől eltekintve – az adott magatartástól tartózkodni.

A piaci manipuláció e tényállása azt sem követeli meg, hogy a tőkepiaci szereplő szándéka egyáltalán piaci manipulációra irányuljon. Önmagában az, hogy bizonyos magatartások objektív alapon hamis vagy félrevezető jelzéseket ad(hat)nak az adott pénzügyi eszköz kínálata, kereslete vagy ára tekintetében, az elkövető eredeti szándékától függetlenül megállapíthatóvá teszi a piaci manipulációt.

A piaci manipuláció kapcsán a professzionális tőkepiaci szereplők körében is gyakori félreértésre ad okot, hogy a MAR nem eredménytényállást tartalmaz. Ennek megvalósulásához tehát nem szükséges, hogy a kérdéses magatartás ténylegesen eredménnyel járjon, a tőkepiac többi szereplőjét valóban megtéve, ezzel okozati összefüggésben az adott pénzügyi eszközre jellemző keresleti és kínálati viszonyok megváltozása, az árfolyam módosulása ténylegesen bekövetkezzon.

Éppen a tőkepiac integritásához fűződő közérdekből fakadóan a MAR egyfajta „előrehozott védvonalat” létesít, amikor úgy rendelkezik, hogy a piaci manipuláció már abban az esetben is megvalósul, amennyiben csak a lehetősége áll fenn annak, hogy az „eredmény” elérésére (tehát a tőkepiac manipulálására) alkalmas magatartás hamis vagy félrevezető jelzéseket közvetíthet a tőkepiaci szereplők felé. Ha a piaci manipuláció valóban eredménnyel is jár, tehát mondjuk az árfolyam tényleg elmozdul, azt az MNB a szankció mértéke kapcsán – értelemszerűen súlyosító körülményként – értékeli.

És ne feledjük, ehhez képest – a tőkepiac köré emelt védvonalat egy lépéssel még előrébb hozva – a MAR a piaci manipuláció kísérletét is tiltja. Utóbbi alatt az olyan helyzeteket kell érteni, amikor a tevékenységet megkezdték, de például egy műszaki hiba miatt nem fejezték be, vagy mondjuk a tőzsdei megbízást a befektetési szolgáltató éppen piacidegen volta miatt nem teljesítette. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy a cselekmény büntethetőségét nem csak az nem akadályozza, ha az nem járt eredménnyel (tehát az árfolyam végül „meg se rezzent”), hanem az sem jelent kibúvót, ha mondjuk egy áramszünet miatt a megbízás végül be sem került a tőzsde rendszereibe.

Ezen „játékszabályok” mentén tehát a tőzsdei cégek a MAR piaci manipulációt általánosan tiltó rendelkezései miatt nem tehetnek közzé olyan információt, amely a közzététele időpontjában nem megalapozott, és így hamis vagy félrevezető jelzések közvetítésére alkalmas.

A Delta keresetet adott be az MNB határozata ellen, azonban a bíróság ítélete szerint a jegybank intézkedése jogszerű volt. A napokban írásba foglalt, egyelőre nem jogerős bírósági döntés jelentőségét az adja, hogy az MNB álláspontját visszaigazolván ítéletében a törvényszék lényegében megerősítette: a tőkepiacon a szabályozott információ közzétételének időpontját követően, a közzétett információ utólagos alátámasztása érdekében megtett lépések visszamenőlegesen nem teszik a már közzétett információt, illetve meghatározásának módszerét megalapozottá.

A piaci manipulációra vonatkozó tilalom megszegésének következményeit tehát még az az elméleti lehetőség sem orvosolja, ha utólag esetleg bebizonyosodik, hogy az információ, bár a közzététele időpontjában nem volt kellően megalapozott, „véletlenül” mégis valós. A *„jogsértés nem abban áll, hogy valós vagy valótlan volt-e vagy megfelelt-e a piaci viszonyoknak a cég vételára, hanem abban, hogy ez a vételár nem került kellően dokumentált, alátámasztott formában kommunikálásra és nem került szakmailag alátámasztott módon meghatározásra”* – fogalmaz az ítélet.

A bíróság a részvények kibocsátási ára tekintetében is rögzítette, hogy az *„nem egy dokumentált, számításokkal alátámasztott módszer segítségével került meghatározásra, hanem egy egyszerű matematikai művelettel olyan módon, hogy a teljes vételárból levonásra került a készpénzes rész és a maradékot elosztották a részvények darabszámával és így jött létre a 210 forintos kibocsátási ár (...) amely ily módon nem valós piaci számításokon alapult. Mindez pedig alkalmas lehetett a hamis vagy félrevezető jelzés adására a kibocsátó részvényeinek ára tekintetében”*. A törvényszék így elutasította a Delta keresetét (a döntés ellen a Delta még fellebbezhet).

A Fővárosi Törvényszék ítélete egyébként – a magyar tőkepiac fejlődése szempontjából roppant előremutató módon – arra is kitér, hogy egy ilyen értékű tranzakcióról döntő részvényeseknek minden lényeges információval bírniuk kell. Így rendelkezniük kell azzal az információval is, hogy például a megvásárolni kívánt cég vagyoni értékét a tranzakciót végrehajtani kívánó kibocsátó miként, milyen számítási módszerrel határozta meg.

A számítás módszeréből ugyanis a részvényesek következtetést vonhatnak le arra vonatkozóan, hogy a tranzakcióban alkalmazott ár mennyiben tekinthető reális piaci árnak. Amennyiben pedig a részvényeseknek a tranzakcióról való döntés előtt nem áll rendelkezésükre objektív, dokumentumokkal, számítási módszerekkel és adatokkal alátámasztott kalkuláció, úgy nem lehetnek tisztában azzal, hogy a tranzakció árazása a valós piaci viszonyoknak megfelelő-e.

Kétségtelen tény, hogy a tőzsdei cégektől a vonatkozó szabályozás a nem nyilvánosan működő társaságokhoz képest magasabb fokú körültekintést vár el. Ez azonban nem véletlen! A tőzsdei kibocsátók tulajdonosi szerkezete differenciáltabb, részvényeik nyilvánosan forognak és széles befektetői kört érnek el. Ezért a jogszerű működésükhöz a tulajdonosaik magánérdekén túlmenően egyfajta közérdek is fűződik. Működésük átláthatósága a tőkepiacba vetett közbizalom egyik alapja.

A hatékonyan működő tőkepiac legfontosabb előfeltétele maga a befektetési döntések alapjául szolgáló információ, amelynek pontossága, megbízhatósága, megalapozottsága a tőkepiacon az egyik legmagasabb rendű védendő érdek. Az észszerűen eljáró befektetők befektetési döntéseiket szükségszerűen a rendelkezésre álló, többek között a kibocsátók által közzétett információkra alapozzák. Könnyen belátható: a tőkepiacon a nem megfelelő minőségű információ rövid időn belül jelentősen befolyásolhatja a pénzügyi eszközök árát. Ebből adódóan a befektetőket már azelőtt tartós hátrány érheti, mielőtt egy fals információ hamis vagy félrevezető voltára utólag fény derülne.

A piaci manipuláció éppen azért különösen káros a befektetők számára, mert ezáltal kénytelenek befektetési döntéseiket téves vagy torz információkra alapozni. Ugyanakkor káros a tőzsdei cégek számára is, mert rontja a velük kapcsolatban rendelkezésre álló információ iránti bizalmat, ami pedig alapesetben a nyilvános működés egyik legfőbb hozzáadott értéke. A piaci bizalom hiánya pedig végső soron veszélyeztetheti a kibocsátók képességét arra, hogy tevékenységük finanszírozásához új pénzügyi eszközöket bocsássanak ki, vagy más piaci szereplőktől hitelhez jussanak.

A tőkepiac hatékony működéséhez mindezek mellett az is elengedhetetlen, hogy maguk a befektetők is tevékenyen éljenek tulajdonosi jogaikkal. Őket ugyanis számos olyan részvényesi jog illeti meg, amelyek tudatos használatával maguk is aktívan hozzájárulhatnak a tőzsdei cégek transzparensabb működéséhez, végső soron a magyar tőkepiac további fejlődéséhez.

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

„Szerkesztett formában megjelent a napi.hu portálon 2021. március 9-én.”

