

Dr. Halász Vendel PhD

# A piaci manipuláció új uniós szabályozási rendszeréről

**E tanulmány abba a kutatási irányba tartozik, amelyet a rendszerváltás után újjáéledt pécsi kereskedelmi jogi műhely határozott meg.<sup>1</sup> Ebbe beletartozik a tőkepiacok működésének vizsgálata is, amely likvid jellegéből adódóan a legjobban hasonlít a tökéletes piacokhoz. A zavartalan működése ezért minden gazdasági rendszer érdeke, mert csakis így képes a legnagyobb hasznot biztosítani a legszélesebb kör számára.**

## BEVEZETŐ

A piaci manipuláció – a bennfentes kereskedelemhez hasonlóan – minden bizonnyal a legszélesebb körben ismert és leginkább riasztó szabályszegések között van számon tartva a globális tőkepiacokon. Míg azonban a bennfentes kereskedelem kapcsán találkozhatunk olyan állásponttal, hogy az egy „áldozat nélküli bűncselekmény”,<sup>2</sup> addig ez az érvelés a piaci manipuláció esetében már nem jelenik meg. A piaci manipuláció – történjen az a világ jelentős tőkepiacain vagy akár az értékpapírok tőzsdén kívüli piacán – ugyanis megkárosítja az egyes befektetőket illetve rombolja a piaci bizalmat és a piaci hatékonyságot.<sup>3</sup>

Az értékpapírok megfelelő piaci árazásához felmerülnek alapvető előfeltételek. Így az erre szolgáló piacnak például szabadon és nyíltan kell működnie. E feltételeknek teljesülniük kell a piaci likviditás vonatkozásában, melyhez szükséges az eladók és a vevők folyamatos jelenléte. Illetve abban a tekintetben is, hogy az árképzés a tényeknek, valós adatoknak megfelelően történjen. Hogy ez utóbbi megvalósuljon, az eladóknak és a vevőknek megfelelő információkkal kell rendelkezni az értékpapírról. Szintén fontos, hogy egy tisztességes (hamiságtól mentes) piacon legyen lehetőségük kereskedni.<sup>4</sup> Az árképzés ezen optimális folyamatát képes megzavarni a piaci manipuláció, melynek jelenléte gyakorlatilag egyidős a modern értéktőzsdékkel. Ugyanis már az Amszterdami Tőzsde létrejöttét követően, a 17. század elején felismerték a brókerek, hogy a piaci ár manipulálásával takaros nyereségre lehet szert tenni. Módszerük jellemzően az volt, hogy egy koncentrált eladási rohammal pánikot idéztek elő a piacon. Ekkor a megrémült befektetők szintén próbáltak túladni értékpapírjaikon, mely így az ár eséséhez vezetett. A manipulációban részt vevő brókerek pedig így gyorsan vissza tudták vásárolni eredeti pozíciójukat, – jellemzően az eredeti értékénél alacsonyabb áron. Ezt az azóta is fennmaradt stratégiát „bear raid”-nek, azaz „medvecsapásnak” nevezi a tőzsdei szakzsargon. A fikfias brókerek arra is felfigyeltek, hogy ha a kiszemelt társaság gyenge kilátásairól hamis híreszteléseket terjesztenek, akkor az tovább növelheti a manipulációval elérhető hasznot. Nyilvánvalóan e „korai” módszereket jóval kifinomultabb manipulációs technikák követték, különösen az után, hogy a jogi szabályozás felvette velük a harcot.<sup>5</sup>

A modern tőkepiacok kialakulásával párhuzamosan felismerték, hogy a piaci manipuláció szerepet játszhat a tőzsdei (és így áttételesen a gazdasági) válságok kialakulásában. Ezt jól mutatja, hogy az Egyesült Államokban már az 1933-as *Securities Act* és az 1934-es *Securities Exchange Act* megalkotói is meg voltak győződve arról, hogy közvetlen kapcsolat állt fenn a túlzott mértékű spekuláció, az 1929-es tőzsdei összeomlás, és az 1930-as évek elején tapasztalható nagy gazdasági világválság között.<sup>6</sup> Az Egyesült Államokban például az 1934-es *Securities Exchange Act* megalkotásának alapvető célkitűzései közé tartozott a túlzott spekulációs tevékenység megzabolázása; a nyilvánosságnak a piacon kereskedett értékpapírokkal kapcsolatban megfelelő pénzügyi információ nyújtása; illetve az értékpapírok árát érintő jogtalan manipulációk megelőzése, és a nyilvánosságnak a tisztességtelen gyakorlatoktól való megvédése.<sup>7</sup> Ebből látható, hogy már a nagy gazdasági világválságot (1929-33) követően (a tapasztalatok alapján) végrehajtott tőkepiaci szabályozási reformot is hasonló kihívások foglalkoztatták, mint melyeket az elmúlt két évtized tőkepiaci válságainak tükrében<sup>8</sup> is megoldani törekszünk.

## A PIACI VISSZAÉLÉS SZABÁLYOZÁSI RENDSZERE AZ EURÓPAI UNIÓBAN

A tőkepiacok fejlődése és ezzel összhangban a piaci manipuláció új módszereinek megjelenése időszakonként indokoltta teszi a vonatkozó szabályozás felülvizsgálatát, megerősítését.

A bennfentes kereskedelem és piaci manipuláció (összefoglalóan *piaci visszaélés*) uniós szabályozását az ún. Lámfalussy-jelentés<sup>9</sup> ajánlásai alapozták meg. A kialakított szabályozási rendszer legfontosabb eleme a közelmúltig az Európai Parlament és a Tanács 2003/6/EK irányelve (2003. január 28.) a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) volt. Az uniós szabályozásban azonban további részletes, technikai szabályokat biztosított számos ide vonatkozó végrehajtási irányelv és rendelet is. Ilyen volt például a Bizottság 2003/124/EK irányelve (2003. december 22.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról.<sup>10</sup> A tagállamok szabályozó hatóságait és bíróságait e jogforrások kötötték.<sup>11</sup>

A piaci visszaélések uniós szabályozásában azonban új szabályozási rezsim lépett életbe 2016-tól kezdődően. 2016. július 3-tól<sup>12</sup> a bennfentes kereskedelem és piaci manipuláció (*piaci visszaélés*) szabályozásában két új jogforrást kell alkalmazni az Európai Unióban. Először is ki kell emelni az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendeletét (2014. április 16.) a piaci visszaélésekről, valamint a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv és a 2003/124/EK, a 2003/125/EK és a 2004/72/EK bizottsági irányelv hatályon kívül helyezéséről (*piaci visszaélésekről szóló rendelet*), melynek a piaci manipulációra vonatkozó szabályozását szándékozik részletesebben bemutatni jelen tanulmány.

A piaci visszaélésekről szóló rendelet preambuluma 3. pontja rögzíti, hogy az Európai Parlament és a Tanács 2003/6/EK irányelvvel kiegészítette és naprakésszé tette a piac integritásának védelmét szolgáló uniós jogi keretet. Ugyanakkor az említett irányelv hatálybalépése óta történt, a pénzügyi világot jelentősen átformáló jogalkotási, piaci és technikai fejlemények miatt az említett irányelvet fel kellett váltani. Új jogalkotási eszköz szükséges továbbá, amely a Jacques de Larosière<sup>13</sup> által vezetett, az európai uniós pénzügyi felügyelettel foglalkozó magas szintű csoport (de Larosière csoport) 2009. február 25-i jelentésének következtetéseivel összhangban egységes szabályokat vezet be, tisztázza a kulcsfogalmakat, és egységes szabálykönyvet biztosít. A preambulum 4. pontja pedig hangsúlyozza, hogy egységesebb és erősebb keret kialakítása szükséges a piac integritásának megőrzéséhez, az esetleges szabályozási arbitrázs elkerüléséhez, manipuláció kísérletének esetében az elszámoltathatóság biztosításához, valamint ahhoz, hogy a piaci szereplők nagyobb jogbiztonság mellett mérsékeltebb szabályozási összetettségnek legyenek kitéve. E szemlélet alapján pedig az 596/2014/EU rendelet több korábbi végrehajtási irányelv tartalmát beemelte szabályozásába a szabályozási összetettség csökkentése jegyében, majd ezen irányelveket (mint azt címe is mutatja) hatályon kívül is helyezte.

A korábbi és a jelenlegi szabályozást megvizsgálva továbbá szembevetendő a különbség az alkalmazott jogforrások tekintetében. A korábbi szabályozást jelentő 2003/6/EK irányelv, mint irányelv ugyanis szükségessé teszi a tagállami jogba való átültetést. Ugyanakkor az 596/2014/EU rendelet – ahogy azt már preambuluma is megfogalmazza – közvetlenül alkalmazandó jogi aktus. Ennek célja, hogy a rendelet meghatározó módon hozzájáruljon a belső piac gördülékeny működéséhez, és ennek megfelelően az Európai Unió működéséről szóló szerződésnek (EUMSZ) az Európai Unió Bíróságának<sup>14</sup> állandó ítélkezési gyakorlatában következetesen értelmezett 114. cikkén kell alapulnia.<sup>15</sup> A rendelet ennek jegyében szintén kimondja, hogy teljes egészében kötelező és közvetlenül alkalmazandó valamennyi tagállamban.

A piaci visszaélésekről szóló rendelet szabályozása kapcsán indokolt hangsúlyozni, hogy az jelentős szerepet szán az Európai Értékpapír-piaci Hatóságnak. Ugyanis számos (jellemzően technikai) kérdésben kell szabályozástechnikai standardtervezeteket kidolgoznia a rendelet szabályozásának kiegészítésére. Az Európai Bizottság pedig felhatalmazást kapott az ezeken alapuló végrehajtási technikai standardoknak az elfogadásá-

ra. Így ez a piaci visszaélésekkel kapcsolatos uniós szabályozás újabb rétegét jelenti.

A piaci visszaélések szabályozásának új rendszerében a másik fontos jogforrás az Európai Parlament és a Tanács 2014/57/EU irányelv a piaci visszaélések büntetőjogi szankcióiról (*piaci visszaélésekről szóló irányelv*). Az irányelv alapján a tagállamoknak 2016. július 3-ig kellett elfogadni és kihirdetni azokat a törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezéseket, amelyek szükségesek ahhoz, hogy rendelkezéseinek megfeleljenek. Az irányelv megalkotása azért volt szükséges, mert a piaci visszaélésekről szóló rendeletbe nem lehetett beemlíteni a büntetőjoggal kapcsolatos szabályozási elemeket. A tagállamok büntetőjogi szabályozásának közelítésére ugyanis az Európai Unióban csak irányelvek útján kerülhet sor.<sup>16</sup>

#### A PIACI MANIPULÁCIÓ TILALMAZÁSA AZ 596/2014/EU RENDELETBEN

A piaci manipuláció szabályozásával kapcsolatban ki kell emelni a piaci visszaélésekről szóló rendelet 15. cikkének szerepét. Ez alapján ugyanis tilos a piaci manipuláció és a piaci manipuláció kísérlete. A piaci manipuláció kísérletének beemelése a tilalmazott magatartások közé fontos változást (kiterjesztést) jelent a 2003/6/EK irányelv szabályozásához képest, amely kimondottan csak a piaci manipuláció tilalmazását írja elő.<sup>17</sup> Ahogy a rendelet preambuluma 41. pontja ezzel kapcsolatban megjegyzi, a piaci manipuláció tilalmának kiegészítése érdekében a rendeletnek tiltania kell a piaci manipuláció kísérletét is. A piaci manipuláció kísérletét meg kell különböztetni az olyan tényleges magatartástól, amely valószínű, hogy piaci manipulációt eredményez, mivel a rendelet értelmében mindkét tevékenység tilos. Az ilyen kísérlet magában foglalja többek között az olyan helyzeteket, amikor a tevékenységet megkezdték, de nem fejezték be, például műszaki hiba miatt, vagy mivel a kereskedési megbízást nem teljesítették. A piaci manipuláció kísérletének tilalma szükséges ahhoz, hogy az ilyen kísérletek tekintetében az illetékes hatóságok szankciókat szabhassanak ki.

#### A PIACI MANIPULÁCIÓ MEGHATÁROZÁSA AZ 596/2014/EU RENDELET ALAPJÁN

A piaci manipuláció meghatározását a piaci visszaélésekről szóló rendelet 12. cikke tartalmazza. A rendelet alapvetően négy esetkör köré építi fel a piaci manipuláció meghatározását. E négy esetkörből három alapjául vélhetően a 2003/6/EK irányelv korábbi szabályozása szolgált, ugyanis számottevő hasonlóság fedezhető fel a korábbi szabályozást tartalmazó irányelv rendelkezéseivel.<sup>18</sup> A referenciaértékre<sup>19</sup> vonatkozó manipuláció beemelése azonban kifejezetten új eleme a piaci visszaélésekről szóló rendelet szabályozásának. Ezzel kapcsolatban a rendelet preambuluma 44. pontja kifejti, hogy a pénzügyi eszközök jelentős részének árazása referenciaértékekre való hivatkozások útján történik. A referenciaértékek – többek között a bankközi kínálati kamatlábak – tényleges manipulálása vagy az arra irányuló kísérlet súlyos hatásokkal járhat a piaci bizalomra nézve, és jelentős veszteségeket okozhat a befektetőknek, vagy torzíthatja a reálgaz-

daság működését. Következésképp a piacok stabilitásának megőrzése, valamint annak biztosítása érdekében, hogy az illetékes hatóságok érvényesíteni tudják a referenciaértékek manipulálásának egyértelmű tilalmát, a referenciaértékre vonatkozó külön rendelkezésekre van szükség. E rendelkezéseknek minden közzétett referenciaértékre – ideértve az interneten díjmentesen vagy díj ellenében hozzáférhetőket is – ki kell terjedniük, mint amilyenek például a hitel-nemteljesítési cse-reügletek referenciaértékei és az indexárak.<sup>20</sup>

A referenciaértékre vonatkozó manipuláció beemelése a piaci manipuláció szabályozásába különösen indokolt az ún. LIBOR (London Interbank Offered Rate, azaz Londoni Bankközi,

Referencia Jellegű Kínálati Kamatláb)-botrány fényében. E botrány 2012-ben robbant ki, mikor is a LIBOR-t érintően egy nemzetközi nyomozás feltárta, hogy számos nagybank (már 2003-tól kezdődően) összefogott e kamatláb manipulálására a profitszerzés érdekében.<sup>21</sup> Az érintett bankok között volt például a Deutsche Bank, a Barclays, a UBS, a Rabobank, és a Royal Bank of Scotland is. Az Egyesült Államok, Egyesült Királyság és az Európai Unió szabályozó hatóságai több mint 9 milliárd dollárra bírságotlák az érintett bankokat<sup>22</sup> a LIBOR manipulálásáért.<sup>23</sup> E piaci visszaélést azért is minősíthetjük különösen súlyosnak, ugyanis világszinten több százbillió dollárnyi értékpapír és hitel kötődik a LIBOR-hoz. Így például vállalati<sup>24</sup> és államadósság, de szintén az autóvásárlási vagy diákhitel, illetve lakáshitelek (ide értve például az Egyesült Államokban felvett rugalmas kamatozású jelzáloghitel több mint felét).<sup>25</sup>

Fentiek alapján a rendelet alkalmazásában a piaci manipuláció fogalma az alábbi tevékenységeket foglalja magában.

Egyrészt piaci manipulációnak minősül az olyan ügylet kötése, vételi vagy eladási megbízás adása, vagy olyan egyéb magatartás, amely 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 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. Kivétel ez alól, ha az ügyletet 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. cikkének megfelelően megállapított, elfogadott piaci gyakorlatnak.<sup>26</sup> A piaci manipuláció és annak kísérletének tilalma ugyanis nem alkalmazandó a piaci visszaélésekről szóló rendelet 13. cikke alapján a fent említett ügyletekre (tevékenységekre), amennyiben az ügyletet kötő, vételi vagy eladási megbízást adó vagy bármely egyéb magatartást tanúsító személy kijelenti, hogy az említett ügyletre, megbízásra vagy magatartásra jogszerű indokkal került sor, és azok megfelelnek a rendelet 13. cikkével összhangban megállapított, elfogadott piaci gyakorlatoknak.<sup>27</sup> A tagállamokban ugyanis az erre kijelölt illetékes hatóságok – a piaci visszaélésekről szóló rendeletben meghatározott kritériumok figyelembevételével – megállapíthatnak elfogadott piaci gyakorlatokat. Ilyen kritériumok például, hogy az adott piaci gyakorlat tényleges átláthatóságot

biztosítson a piac tekintetében; az adott piaci gyakorlat magas szintű biztosítékokat nyújtson a piaci erők működésének, valamint a kínálat és a kereslet megfelelő egymásra hatásának védelmére; az adott piaci gyakorlat pozitív hatást gyakoroljon a piaci likviditásra és hatékonyságra; az adott piaci gyakorlat figyelembe vegye az érintett piac kereskedési mechanizmusát, és lehetővé tegye a piaci szereplők számára, hogy az e gyakorlat által eredményezett új helyzetre megfelelően és időben reagáljanak; stb.<sup>28</sup> Fontos megjegyezni, hogy a valamely piacon az illetékes hatóság által elfogadottnak tekintett gyakorlat nem tekintendő elfogadottnak más piacokon mindaddig, amíg az érintett más piacok illetékes hatóságai el nem fogadják az adott gyakorlatot.<sup>29</sup> Továbbá az elfogadott piaci gyakorlatnak a megállapítása előtt a tagállamok illetékes hatóságai kötelesek értesíteni az Európai Értékpapír-piaci Hatóságot és más illetékes hatóságokat az elfogadott piaci gyakorlat megállapítására irányuló szándékról.<sup>30</sup> Az elfogadott piaci gyakorlat szabályozásának beemelése a piaci visszaélésekről szóló rendelet szabályozásába fontos lépés a szabályozás egyértelműsége és átláthatósága tekintetében. Ugyanis a korábbi szabályozási rendszerben a 2003/6/EK irányelv egy végrehajtási irányelve, a Bizottság 2004/72/EK irányelve<sup>31</sup> tartalmazta<sup>32</sup> a piaci gyakorlat elbírálásakor figyelembe veendő tényezők példálózó listáját, illetve a piaci gyakorlatokhoz kapcsolódó konzultációs eljárásokra és a döntések nyilvánosságra hozatalára vonatkozó szabályokat.<sup>33</sup>

Szintén piaci manipulációnak minősül a piaci visszaélésekről szóló rendelet 12. cikke alapján az 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 valószínűleg érintheti, és amelynek során *fiktív eszközhöz vagy a megtévesztés vagy félrevezetés egyéb formájához* folyamodnak.<sup>34</sup>

A piaci manipuláció harmadik esetkörébe tartozik olyan információk terjesztése az internetet is magában foglaló tömegtájékoztatásban, vagy bármilyen más eszközzel, amelyek valamely pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet, vagy 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, vagy valószínűsíthetően rögzíthetik 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.<sup>35</sup>

A fenti meghatározásokban fontos változás a 2003/6/EK irányelvben korábban található szabályozáshoz képest,<sup>36</sup> hogy a piaci manipuláció meghatározását kifejezetten kiterjesztik a kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügyletekre<sup>37</sup> és a kibocsátási egységeken alapuló aukciós termékekre<sup>38</sup> is.<sup>39</sup>

A piaci manipulációnak a piaci visszaélésekről szóló rendeletben szereplő teljesen új esetköre a valamely referenciaértékre vonatkozóan hamis vagy félrevezető információk továbbítása vagy hamis vagy félrevezető adatok közlése, ha az információ 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.<sup>40</sup> Tehát a rendelet szabályozása így emeli be a referenciaértékre vonatkozó manipulációt a tilalmazott magatartások közé.

#### A PIACI MANIPULÁCIÓ FELISMERÉSE

A piaci manipuláció felismerése korántsem egyszerű feladat. Éppen ezért a korábbi szabályozást jelentő 2003/6/EK irányelvhez hasonlóan<sup>41</sup> a piaci visszaélésekről szóló rendelet is példákat hoz a piaci manipulációt megvalósító magatartásformákra, ezzel segítve annak azonosítását. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 12. cikk (2) bekezdésében felsorolt magatartásformák – többek között – piaci manipulációnak minősülnek. Az itt biztosított példák azonban természetesen nem adnak teljes körű felsorolást. Ilyen példát jelent a piaci visszaélésekről szóló rendelet szerint valamely személy vagy egymással összejátszó személyek olyan magatartása, amely pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet, vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék kínálata vagy kereslete tekintetében erőfölény biztosítására irányul, és közvetlenül vagy közvetve a vételi vagy eladási árak rögzítését vagy más tisztességtelen kereskedési feltételek kialakítását vagy valószínűleges kialakítását eredményezi, vagy valószínűleg azt eredményezheti.<sup>42</sup> Szintén ilyen eset például a pénzügyi eszközök vétele vagy eladása a piac nyitásakor vagy zárásakor, amelynek hatása az, vagy valószínűleg az, hogy félrevezesse a megjelenített árfolyamok, köztük a nyitó- vagy záróárfolyamok alapján eljáró befektetőket.<sup>43</sup>

Fontos eleme a piaci visszaélésekről szóló rendeletnek, hogy a piaci manipuláció tekintetében adott meghatározáson és példákon túlmenően I. mellékletében nem teljes körűen meghatározza a *hamis vagy félrevezető jelzésekhez és az árfolyamrögzítéshez kapcsolódó manipulatív magatartásra* utaló jeleket, valamint – szintén nem teljes körűen – a *fiktív eszközökhöz vagy a megtévesztés és félrevezetés bármilyen más formájához kapcsolódó manipulatív magatartásra* utaló jeleket.<sup>44</sup> Hasonló támpontot nyújtott e fogalmak meghatározásához a korábbi szabályozási rendszerben a 2003/124/EK irányelv 4. és 5. cikke.<sup>45</sup> Ugyanakkor a piaci visszaélésekről szóló rendelet mellékletébe integrálta a fent említett manipulatív magatartásokra utaló jelek példálózó listáját. Ezen I. melléklet alkalmazásával a rendelet elősegíteni törekszik a 12. cikk (1) bekezdés a) és b) pontjában rögzített definíciók alkalmazását a piaci manipulációk meghatározása tekintetében, ugyanis az e pontokban leírt meghatározások fontos eleme a „*fiktív eszközöknek vagy a megtévesztés vagy félrevezetés egyéb formájának*”, illetve a „*hamis vagy félrevezető jelzéseknek és az árfolyamrögzítésnek*” a jelenléte. E fogalmak ugyanakkor egy sajátos szubjektív elemet jelentenek a piaci manipuláció meghatározásában, melyek alkalmazásához indokolt támpontot biztosítani.

A piaci visszaélésekről szóló rendelet I. melléklete alapján a *hamis vagy félrevezető jelzésekhez és az árfolyamrögzítéshez kapcsolódó manipulatív magatartásra utaló jelek* például a következők: a vételi vagy eladási megbízások, illetve végrehajtott ügyletek mekkora hányadot képviselnek az adott pénzügyi eszközzel

follytatott ügyletek, a kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügyletek vagy kibocsátási egységen alapuló aukciós termékkel folytatott ügyletek napi forgalmában, különösen, ha a fenti tevékenységek az említett eszközöknél lényeges árfolyamváltozáshoz vezetnek;<sup>46</sup> a végrehajtott ügyletek okoznak-e változást az adott pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet, vagy kibocsátási egységen alapuló aukciós termék tényleges tulajdonosi viszonyaiban;<sup>47</sup> a vételi vagy eladási megbízások, illetve végrehajtott ügyletek milyen mértékben koncentrálnak egy rövid időszakra a napi kereskedésen belül, és milyen mértékben vezetnek későbbi ellentétes irányú ármozgáshoz;<sup>48</sup> stb.

A piaci visszaélésekről szóló rendelet I. melléklete alapján *fiktív eszközökhöz vagy a megtévesztés és félrevezetés bármilyen más formájához kapcsolódó manipulatív magatartásra utaló jelek* például a következők (a rendelet melléklete összesen kettőt nevesít): bizonyos személyek által adott vételi vagy eladási megbízásokat, illetve általuk végrehajtott ügyleteket megelőzi-e vagy követi-e hamis vagy félrevezető információk ugyanezen személyek vagy velük kapcsolatban álló személyek által történő terjesztése;<sup>49</sup> és bizonyos személyek adnak-e vételi vagy eladási megbízást, vagy végrehajtanak-e ügyleteket az előtt vagy az után, hogy ugyan-ezen személyek vagy a velük kapcsolatban álló személyek téves, elfogult vagy bizonyíthatóan anyagi érdek által befolyásolt befektetési ajánlásokat készítenek vagy terjesztenek.<sup>50</sup>

#### A RÉSZVÉNY-VISSZAVÁSÁRLÁSI PROGRAMOKRA ÉS A STABILIZÁCIÓRA VONATKOZÓ MENTESSÉG

Fontos kiemelni, hogy a piaci manipulációval (és egyébként a bennfentes kereskedelemmel) kapcsolatos tilalmak meghatározott feltételek teljesülése esetén nem vonatkoznak a piaci visszaélésekről szóló rendelet 5. cikke alapján a részvény-visszavásárlási programokra és a stabilizációkra. Általánosan elfogadott, hogy e tevékenységek is – bizonyos megközelítésből – egy sajátos „manipulációt” jelentenek, azonban azok tilalmazásától a jogalkotó bizonyos elismert célok érdekében jól körülhatárolt feltételek teljesülése esetén eltekint.

A piaci manipulációval (és bennfentes kereskedelemmel) kapcsolatos tilalmak<sup>51</sup> alóli mentesüléshez szükséges feltétel a részvény-visszavásárlási programok keretében saját részvényekkel folytatott kereskedés esetén, hogy a program részleteit a kereskedés megkezdése előtt teljes körűen közléstesszik; a kötött ügyleteket a részvény-visszavásárlási program részeként bejelentik a kereskedési helyszín szerinti illetékes hatóságnak, majd nyilvánosságra hozzák; és az árakra és forgalomra vonatkozó megfelelő határértékeket betartják. Szintén be kell tartani azt az előírást, hogy ezeket az ügyleteket csak a rendeletben meghatározott célkitűzésekkel, valamint az Európai Bizottság által az ezen ügyletekre vonatkozóan elfogadott szabályozástechnikai standardokban<sup>52</sup> meghatározott feltételekkel összhangban lehet lebonyolítani.

Szintén kivételként szerepel a rendeletben a „stabilizáció”. A stabilizáció – a rendelet releváns 5. cikkének alkalmazásában – értékpapírok bármely vétele vagy értékpapírok vételére vonatkozó ajánlattétel, vagy bármely kapcsolódó egyenértékű eszközzel folytatott ügylet, amelyet hitelintézetek vagy befektetési vállalkozások végeznek az ilyen értékpapírok jelentős

összegű kibocsátásával összefüggésben, kizárólag az ilyen értékpapírok piaci árfolyamának védelme céljából, előre meghatározott időtartam alatt, az ilyen értékpapírokra nehezedő eladási nyomás miatt.<sup>53</sup> A piaci visszaélésekről szóló rendelet szerint a piaci manipulációval (és a bennfentes kereskedelemmel) kapcsolatos tilalmak nem vonatkoznak az értékpapírokkal vagy az értékpapírok stabilizációjához kapcsolódó eszközökkel folytatott kereskedésre, ha azok megfelelnek a rendelet által meghatározott feltételeknek.<sup>54</sup>

A rendelet 5. cikk (6) bekezdése pedig a fenti szabályozás következetes harmonizációjának biztosítása érdekében felkérte arra az Európai Értékpapír-piaci Hatóságot, hogy szabályozástechnikai standardtervezeteket dolgozzon ki. Ezekben kell meghatározni azon feltételeket, amelyeket a részvény-visszavásárlási programoknak és a stabilizációs intézkedéseknek teljesíteniük kell, ideértve a kereskedés feltételeit, az időbeli és forgalmi korlátozásokat, a közzétételi és beszámolási kötelezettségeket, valamint az árfolyamfeltételeket. A rendelet pedig felhatalmazta az Európai Bizottságot az elkészült szabályozástechnikai standardoknak (illetve azok tervezetének) elfogadására.<sup>55</sup>

A korábbi szabályozási rendszerben az ide vonatkozó technikai szabályokat a Bizottság 2273/2003/EK rendelete<sup>56</sup> tartalmazta. A hatályos szabályozási rendszerben pedig e szabályozástechnikai standardokat a Bizottság (EU) 2016/1052 felhatalmazáson alapuló rendeletében (2016. március 8.)<sup>57</sup> olvashatjuk.

#### AZ ÚJ UNIÓS SZABÁLYOZÁSI RENDSZER ÉRTÉKELÉSE

A piaci visszaélésekről szóló rendelet kétségtől fontos előrelépésként értelmezhető abban a tekintetben, hogy egy teljes egészében kötelező és valamennyi tagállamban közvetlenül alkalmazandó szabályozásban foglalta össze a piaci visszaélésekre irányadó szabályokat. A piaci manipuláció szabályozása tekintetében továbbá kimondottan figyelmet érdemel a piaci manipuláció kísérletének beemelése a tilalmazott magatartások közé, illetve a referenciaértékre vonatkozó manipuláció kifejezett tilalmazása.

A szabályozási megoldás hatékonyságával kapcsolatban kétségtől merülhetnek fel aggályok is. A piaci visszaélések szabályozásának korábbi rendszerében a tagállamok nemzeti jogukba átültethették az uniós keretet biztosító irányelvet, illetve további részletszabályokat fogadhattak el ezzel kapcsolatban. Mindezt pedig képesek voltak egy jogszabályba foglalni.

Az új rezsimben a piaci visszaélésekről szóló rendelet végrehajtásához még további uniós jogi aktusok kapcsolódnak. Ezeket egyrészt az Európai Bizottságnak kellett kiadni (további végrehajtási rendeletek), másrészt pedig jelentős szerep hárul az Európai Értékpapír-piaci Hatóságra is. A közvetlenül alkalmazandó rendeleti szabályozást viszont nem kell átültetni a nemzeti jogba, de a nemzeti jog (például az alkalmazhatóság, betartatás érdekében<sup>58</sup>) további szabályokat tartalmazhat. Így ez azt eredményezi, hogy az uniós rendelet (illetve végrehajtási rendeletek) szabályozását kell a szakembereknek a nemzeti jogba épített kiegészítő szabályokkal együttesen alkalmazni (azokat „összeolvasni”), mely komoly kihívásnak teheti ki a jogalkalmazást.<sup>59</sup>

A 2014/57/EU (piaci visszaélésekről szóló) irányelv szintén fontos eredmény a piaci visszaélések elleni küzdelemben, hiszen az Európai Unió első alkalommal vár el bizonyos szintű harmonizációt a piaci visszaélések büntetőjogi vonatkozásában. A tényleges hatása az irányelvnek azonban nyilvánvalóan jelentős mértékben függ attól, hogy a tagállamok (illetve jogalkotó és jogalkalmazó hatóságai) miként fogják a gyakorlatba átültetni és alkalmazni azt.<sup>60</sup>

Mivel a piaci manipulációhoz (de általában a piaci visszaélésekhez) kapcsolódó esetek megítélése az egyik legösszetettebb kérdés a jog és pénzügyi tudományok világában (továbbá gyakran szubjektív tényezők vizsgálatát is feltételezi), ezért a felügyeleti hatóságok, ügyvédségek és bíróságok felkészültsége rendkívül lényeges az e jelenség ellen folytatott küzdelemben.

#### HIVATKOZÁSOK

- <sup>1</sup> A pécsi kereskedelmi jogi kutatás történetéről lásd: Kecskés András A kereskedelmi jog régi professzorai Pécsen (Bozóky Géza és Rudolf Lóránt) In: Kajtár István (szerk.) Pécsi jogászprofesszorok emlékezete 1923-2008: antológia. 324 old. Pécs: Publikon Kiadó, 2008. 247-260. old. (ISBN:978-963-87856-2-6)
- <sup>2</sup> Lásd MANNE, Henry G.: *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005) 172. old., 174-175. old.; MANNE, Henry G.: *Insider Trading and Property Rights in New Information*, Cato Journal, Vol. 4. Issue 3. (1985) 933-934. old.; MANNE, Henry G.: *Insider Trading and the Law* Professors, Vanderbilt Law Review, Vol. 23. Issue 3. (1970) 551-552. old.
- <sup>3</sup> Lásd HOLLEY, Dean: *Market Manipulation – The Focus on Prevention*, Commonwealth Law Bulletin, Vol. 19, Issue 4 (October 1993) 1927.
- <sup>4</sup> Lásd MOORE, James Wm., WISEMAN, Frank M.: *Market Manipulation and the Exchange Act*, The University of Chicago Law Review, Vol. 2. (1934). 47. old.
- <sup>5</sup> Lásd ALLEN, Franklin, GALE, Douglas: *Stock-Price Manipulation*, The Review of Financial Studies, Vol. 5. Issue 3. (1992) 503-504. old.
- <sup>6</sup> Lásd FISCHER, Daniel R., ROSS, David J.: *Should the Law Prohibit „Manipulation” in Financial Markets?* Harvard Law Review, Vol. 105, Issue 2. (1991) 503. old.
- <sup>7</sup> Lásd MOORE, James Wm., WISEMAN, Frank M.: *Market Manipulation and the Exchange Act*, The University of Chicago Law Review, Vol. 2. (1934). 46. old.
- <sup>8</sup> Lásd KECSKÉS András: *Felelős társaságirányítás (corporate governance)*. HVG-ORAC, Budapest, 2011. 388 old. 144-148. old.
- <sup>9</sup> Lásd Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets, 15 February 2001. Elérhető (2017. február 28.): [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf)
- <sup>10</sup> Szintén ide sorolandó például a Bizottság 2003/125/EK irányelve (2003. december 22.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a befektetési ajánlások tisz-

- tességes ismertetése és az összeférhetetlenség közzététele tekintetében történő végrehajtásáról vagy a Bizottság 2004/72/EK irányelve (2004. április 29.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek az elfogadott piaci gyakorlatok, az árualapú származtatott ügyletekre vonatkozó bennfentes információ fogalom meghatározása, a bennfentesek jegyzékének összeállítása, a vezető tisztségviselők ügyleteinek bejelentése és a gyanús ügyletek bejelentése tekintetében történő végrehajtásáról.
- <sup>11</sup> Lásd SIEMS, Mathias, NELEMANS, Matthijs, *Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution*, Maastricht Journal of European and Comparative Law, Vol. 19, Issue 1 (2012) 196. old.
- <sup>12</sup> Lásd ennek kapcsán részletesen az 596/2014/EU rendelet hatálybalépéséről és alkalmazásáról szóló 39. cikkét.
- <sup>13</sup> Jacques de Larosière kilenc éven keresztül (1978-1987) az IMF vezérigazgatója, ezt követően a Banque de France (1987-1993), majd az Európai Újjáépítési és Beruházási Bank (1993-1998) elnöke. Számos fontos francia és európai bizottságban töltött be vezető tisztséget a 2000-es években. 2017-ben megkapta a Magyar Nemzeti Bank Lámfalussy-díját. Lásd (2017. február 27.): [http://www.portfolio.hu/gazdasag/jacques\\_de\\_larosi\\_232\\_re\\_kapta\\_iden\\_az\\_mnb\\_lamfalussy-dijat.242891.html](http://www.portfolio.hu/gazdasag/jacques_de_larosi_232_re_kapta_iden_az_mnb_lamfalussy-dijat.242891.html)
- <sup>14</sup> A bírói jogalkotás austini nézeteiről lásd KECSKÉS András: John Austin félig megélt élete és félig megírt jogbölcselete. Jogtudományi közlöny 2007/7-8., 345-351 valamint KECSKÉS, András: Inside and Outside the Province of Jurisprudence, *Rechtstheorie*, 2015/4 465-479. old.
- <sup>15</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet Preambulum 4.
- <sup>16</sup> Lásd SIEMS, Mathias, NELEMANS, Matthijs, *Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution*, Maastricht Journal of European and Comparative Law, Vol. 19, Issue 1 (2012) 195-205. old.
- <sup>17</sup> Lásd 2003/6/EK irányelv 5. cikk
- <sup>18</sup> Lásd 2003/6/EK irányelv 1. cikk (2) a), b), c)
- <sup>19</sup> A referenciaérték meghatározását az 596/2014/EU rendelet 3. cikk (1) 29. pontja tartalmazza. Ez alapján „referenciaérték” a bármely, a nyilvánosság számára rendelkezésre bocsátott vagy közzétett kamatláb, index vagy számadat, amely egy adott képletnek egy vagy több alapul szolgáló eszköz vagy ár – ideértve a becsült árakat – értékére, aktuális vagy becsült kamatlábakra vagy egyéb értékekre, illetőleg felmérésekre való alkalmazásával, vagy az említett érték, kamatlábak vagy egyéb értékek, illetőleg felmérések alapján kerül – időszakosan vagy rendszeresen – megállapításra, és amelyre vonatkoztatva egy pénzügyi eszköz alapján fizetendő összeg vagy egy pénzügyi eszköz értéke megállapításra kerül.
- <sup>20</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet Preambulum 44.
- <sup>21</sup> A pénzügyi intézetek társadalomban betöltött szerepéről, és a társadalmi felelősségvállalás problémáiról Lásd LENTNER Csaba: A pénzügyi intézetek társadalmi felelősségvállalásának új dimenziói és a könyvvizsgálat szerepe, *Számvitel Adó Könyvvizsgálat*: Szakma 53. évf. 7-8. szám 2011. 348-350. old.
- <sup>22</sup> A banki menedzsment kontrolljáról lásd: ZÉMAN Zoltán, GACSI Roland, LUKÁCS János, HAJÓS László: Management control system in banks BIATEC 2013/6 14-17. old. Javadalmazási kérdésekről: TÓTH József – ZÉMAN Zoltán : A bankmenedzserek javadalmazása Európában, *Külgazdaság* 2016/7-8. szám 81-101. old.
- <sup>23</sup> Lásd Council on Foreign Relations: Understanding the Libor Scandal, Author: James McBride, Senior Online Writer/Editor, Economics Updated: October 12, 2016. Elérhető (2017.02.28.): <http://www.cfr.org/united-kingdom/understanding-libor-scandal/p28729>
- <sup>24</sup> Vállalati vezetők javadalmazásának egyes kérdéseiről lásd: KECSKÉS András, CSEH Balázs: Elsöpörte-e az alpesi fön a vállalati vezetők javadalmazásának korábbi kereteit Svájcban? *Jura*, 2015/1 224-235. old. valamint KECSKÉS András: „Say on Pay” – Részvényesi szavazás a vállalati vezetők javadalmazásáról az Egyesült Államokban. *Jura*, 2015/1. 59-64. old.
- <sup>25</sup> Lásd Council on Foreign Relations: Understanding the Libor Scandal, Author: James McBride, Senior Online Writer/Editor, Economics Updated: October 12, 2016. Elérhető (2017.02.28.): <http://www.cfr.org/united-kingdom/understanding-libor-scandal/p28729>
- <sup>26</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 12. cikk (1) a)
- <sup>27</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 13. cikk (1)
- <sup>28</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 13. cikk (2), mely további kritériumokat is felsorol.
- <sup>29</sup> 596/2014/EU rendelet 13. cikk (2)
- <sup>30</sup> 596/2014/EU rendelet 13. cikk (3), valamint az elfogadott piaci gyakorlatnak a megállapítására irányadó eljárás rendjéről és további alkalmazásáról lásd még a rendelet 13. cikk (3) – (11) bekezdés további rendelkezéseit.
- <sup>31</sup> A Bizottság 2004/72/EK irányelve (2004. április 29.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek az elfogadott piaci gyakorlatok, az árualapú származtatott ügyletekre vonatkozó bennfentes információ fogalom meghatározása, a bennfentesek jegyzékének összeállítása, a vezető tisztségviselők ügyleteinek bejelentése és a gyanús ügyletek bejelentése tekintetében történő végrehajtásáról
- <sup>32</sup> Vö. a piaci visszaélésekről szóló rendelet ismertetett szabályozását a korábban ide vonatkozó, 2004/72/EK irányelv 2. cikk (1) bekezdés szabályozásával.
- <sup>33</sup> Ugyanakkor a piaci visszaélésekről szóló rendelet felhatalmazást adott az Európai Értékpapír-piaci Hatóságnak az elfogadott piaci gyakorlatok harmonizációja kapcsán szabályozástechnikai standardtervezetek kidolgozására. A szabályozástechnikai standardokat pedig az Európai Bizottságnak kell(ett) elfogadnia, így e területen a piaci visszaélésekről szóló rendelet szabályozásán túl is sor került normaalkotásra. Lásd 596/2014/EU rendelet 13. cikk (7)
- <sup>34</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 12. cikk (1) b) ; vö. a szabályozást a korábban hatályos 2003/6/EK irányelv ehhez hasonló meghatározásával. Lásd 2003/6/EK irányelv a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) 1. cikk (2) b)
- <sup>35</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 12. cikk (1) c) ; vö. a szabályozást a korábban hatályos 2003/6/EK irányelv ehhez hasonló meghatározásával. Lásd 2003/6/EK irányelv a bennfentes

- kereskedelemtől és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) I. cikk (2) c)
- <sup>36</sup> Vö. 2003/6/EK irányelv a bennfentes kereskedelemtől és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) 1. cikk (2) a) b) c)
- <sup>37</sup> Az azonnali árutőzsdei ügylet az 596/2014/EU rendelet 3. cikk (1) bek. 15. pont alapján szerződés olyan, azonnali piacon forgalmazott áru szállítására, amely leszállítása az ügylet végrehajtásakor azonnal megtörténik, valamint pénzügyi eszköznek nem minősülő áruk szállítására vonatkozó szerződés, ideértve a fizikai teljesítést igénylő határidős ügyleteket.
- <sup>38</sup> A kibocsátási egység az 596/2014/EU rendelet 3. cikk (1) bek. 19. pont alapján a 2014/65/EU irányelv I. melléklete C szakaszának 11. pontjában meghatározott kibocsátási egység. A 2014/65/EU irányelv a pénzügyi eszközök piacairól, valamint a 2002/92/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv módosításáról I. melléklete C szakaszának 11. pontja szerint ezek bármilyen részegységből álló kibocsátási egységek, amelyek összhangban vannak a kibocsátási egységek kereskedelmi rendszeréről szóló 2003/87/EK irányelvvel.
- <sup>39</sup> Lásd SIEMS, Mathias, NELEMANS, Matthijs, Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution, Maastricht Journal of European and Comparative Law, Vol. 19, Issue 1 (2012) 202-203. old.
- <sup>40</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 12. cikk (1) d)
- <sup>41</sup> Lásd 2003/6/EK irányelv 1. cikk 2. pont
- <sup>42</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 12. cikk (2) a)
- <sup>43</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 12. cikk (2) b), a további példák kapcsán lásd az 596/2014/EU rendelet 12. cikk (2) c) d) e) bekezdéseit. vö. a korábban hatályos 2003/6/EK irányelv 1. cikk 2. pontban található példákkal.
- <sup>44</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 12. cikk (3)
- <sup>45</sup> Lásd 2003/124/EK irányelv 4. cikk: A hamis vagy félrevezető jelzésekhez és az árfolyambiztosításhoz kapcsolódó manipulatív magatartás; 5. cikk: A fiktív eszközökhöz, vagy a megtévesztés és félrevezetés bármilyen más formájához kapcsolódó manipulatív magatartások.
- <sup>46</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet I. melléklet A. a)
- <sup>47</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet I. melléklet A. c)
- <sup>48</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet I. melléklet A. e); a további manipulatív magatartásra utaló jelek kapcsán lásd az I. melléklet A. b) d) f) g) pontjait.
- <sup>49</sup> 596/2014/EU rendelet I. melléklet B. a)
- <sup>50</sup> 596/2014/EU rendelet I. melléklet B. b)
- <sup>51</sup> Lásd erről az 596/2014/EU rendelet 14. és 15. cikkét.
- <sup>52</sup> Ezekről lásd az 596/2014/EU rendelet 5. cikk (6) bekezdését.
- <sup>53</sup> 596/2014/EU rendelet 3. cikk (2) d)
- <sup>54</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 5. cikk (5)
- <sup>55</sup> Lásd 596/2014/EU rendelet 5. cikk (6)
- <sup>56</sup> A Bizottság 2273/2003/EK rendelete (2003. december 22.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a visszavásárlási programokra vonatkozó mentességek és a pénzügyi eszközök stabilizálása tekintetében történő végrehajtásáról
- <sup>57</sup> A Bizottság (EU) 2016/1052 felhatalmazáson alapuló rendelete (2016. március 8.) az 596/2014/EU európai parlamenti

- és tanácsi rendeletnek a részvény-visszavásárlási programokra és a stabilizációs intézkedésekre alkalmazandó feltételekre vonatkozó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről
- <sup>58</sup> Lásd erről például a rendeletben a „tagállamok biztosítják” kitételeket.
- <sup>59</sup> Lásd SIEMS, Mathias, NELEMANS, Matthijs, Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution, Maastricht Journal of European and Comparative Law, Vol. 19, Issue 1 (2012) 205. old.
- <sup>60</sup> Lásd SIEMS, Mathias, NELEMANS, Matthijs, Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution, Maastricht Journal of European and Comparative Law, Vol. 19, Issue 1 (2012) 198. old.

#### FELHASZNÁLT IRODALOM

- ALLEN, Franklin, GALE, Douglas: Stock-Price Manipulation, The Review of Financial Studies, Vol. 5. Issue 3. (1992)
- Bizottság 2003/124/EK irányelve (2003. december 22.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról
- Bizottság 2003/125/EK irányelve (2003. december 22.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a befektetési ajánlások tisztességes ismertetése és az összeférhetlenség közzététele tekintetében történő végrehajtásáról
- Bizottság 2004/72/EK irányelve (2004. április 29.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek az elfogadott piaci gyakorlatok, az árualapú származtatott ügyletekre vonatkozó bennfentes információ fogalom meghatározása, a bennfentes jegyzékének összeállítása, a vezető tisztségviselők ügyleteinek bejelentése és a gyanús ügyletek bejelentése tekintetében történő végrehajtásáról.
- Bizottság 2273/2003/EK rendelete (2003. december 22.) a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a visszavásárlási programokra vonatkozó mentességek és a pénzügyi eszközök stabilizálása tekintetében történő végrehajtásáról
- Bizottság (EU) 2016/1052 felhatalmazáson alapuló rendelete (2016. március 8.) az 596/2014/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a részvény-visszavásárlási programokra és a stabilizációs intézkedésekre alkalmazandó feltételekre vonatkozó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről
- Európai Parlament és a Tanács 2003/6/EK irányelve (2003. január 28.) a bennfentes kereskedelemtől és a piaci manipulációról (piaci visszaélés)
- Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete (2014. április 16.) a piaci visszaélésekről, valamint a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv és a 2003/124/EK, a 2003/125/EK és a 2004/72/EK bizottsági irányelv hatályon kívül helyezéséről (piaci visszaélésekről szóló rendelet)
- Európai Parlament és a Tanács 2014/57/EU irányelve a piaci visszaélések büntetőjogi szankcióiról (piaci visszaélésekről szóló irányelv)

- Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets, 15 February 2001. Elérhető (2017. február 28.): [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_en.pdf)
- FISCHEL, Daniel R., ROSS, David J.: Should the Law Prohibit „Manipulation” in Financial Markets? Harvard Law Review, Vol. 105, Issue 2. (1991)
- HOLLEY, Dean: Market Manipulation – The Focus on Prevention, Commonwealth Law Bulletin, Vol. 19, Issue 4 (October 1993)
- KECSKÉS, András: A kereskedelmi jog régi professzorai Pécsen (Bozóky Géza és Rudolf Lóránt) In: Kajtár István (szerk.) Pécsi jogászprofesszorok emlékezete 1923-2008: antológia. 324 old. Pécs: Publikon Kiadó, 2008.
- KECSKÉS András, CSEH Balázs: Elsöpörte-e az alpesi fön a vállalati vezetők javadalmazásának korábbi kereteit Svájcban? Jura, 2015/1
- KECSKÉS András: Felelős társaságirányítás (corporate governance). HVG-ORAC, Budapest, 2011.
- KECSKÉS, András: Inside and Outside the Province of Jurisprudence, Rechtstheorie, 2015/4.
- KECSKÉS András: John Austin félig megélt élete és félig megírt jogbölcselete. Jogtudományi közlöny 2007/7-8.
- KECSKÉS András: „Say on Pay” – Részvényesi szavazás a vállalati vezetők javadalmazásáról az Egyesült Államokban. Jura, 2015/1.
- LENTNER Csaba: A pénzüzetek társadalmi felelősségvállalásának új dimenziói és a könyvvizsgálat szerepe, Számvitel Adó Könyvvizsgálat: Szakma 53. évf. 7-8. szám 2011.
- MANNE, Henry G.: Insider Trading and Property Rights in New Information, Cato Journal, Vol. 4. Issue 3. (1985)
- MANNE, Henry G.: Insider Trading and the Law Professors, Vanderbilt Law Review, Vol. 23. Issue 3. (1970)
- MANNE, Henry G.: Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005)
- McBRIDE, James (Council on Foreign Relations): Understanding the Libor Scandal, Author: James McBride, Senior Online Writer/Editor, Economics Updated: October 12, 2016. Elérhető (2017.02.28.): <http://www.cfr.org/united-kingdom/understanding-libor-scandal/p28729>
- MOORE, James Wm., WISEMAN, Frank M.: Market Manipulation and the Exchange Act, The University of Chicago Law Review, Vol. 2. (1934).
- SIEMS, Mathias, NELEMANS, Matthijs, Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution, Maastricht Journal of European and Comparative Law, Vol. 19, Issue 1 (2012)
- TÓTH József – ZÉMAN Zoltán: A bankmenedzserek javadalmazása Európában, Külgazdaság 2016/7-8. szám
- ZÉMAN Zoltán, GACSI Roland, LUKÁCS János, HAJÓS László: Management control system in banks BIATEC 2013/6