

Portfóliókezelés; kereskedési rendszerben megkötött ügyletek ügyfelek által történő automatikus lekötése, a jogviszony szereplői tevékenységének értékelése

A Kérelmező állásfoglalás iránti kérelemmel (**Beadvány**) fordult a Magyar Nemzeti Bankhoz (**MNB**) a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény (**Bszt.**) rendelkezéseivel összefüggésben értelmezni kért ún. „front runner” (**Front Runner**) tevékenység tárgyában.

I. A BEADVÁNY

A Beadvány szerint valamely személy online tőke- és devizapiaci kereskedési platformokon (**Platform**) „front runing” tevékenységet kíván folytatni. E tevékenység lényege, hogy a Front Runner több más, a Platformon kereskedő ügyféllel olyan megállapodást köt, amely alapján a többi ügyfél a kereskedés online rendszerét beállítva a Front Runner tranzakcióit automatikusan leköveti. Ez esetben tehát a Front Runner befektetési döntései a Platform beállításai szerint automatikusan letükröződnek a többi ügyfél, a „követők” (**Követők**) tranzakcióin is. Mindezt a Front Runner a keletkezett nyereségből a Követőktől jutalékot kap. A beállításon a Követők bármikor módosíthatnak, ez esetben a kereskedési rendszert a továbbiakban önállóan, a Front Runner követése nélkül tudják használni.

II. A BEADVÁNYBAN KIFEJTETT JOGI ÁLLÁSPONT ÉS A FELVETETT KÉRDÉSEK

A Beadványban kifejtett álláspont szerint a hatályos jogszabályok alapján a Front Runner a Követőkkel kötött megbízás alapján a Követők számára – lényegében – személyre szóló ajánlásokat nyújt saját kötései, melyeket a Követők a rendszer beállításával automatikusan elfogadnak és követnek. Mindezekre tekintettel a tárgyalt tevékenység befektetési szolgáltatásnak, mégpedig a Bszt. 4. § (2) bekezdés 9. pontja alapján az 5. § (1) bekezdés e) pontja szerinti befektetési tanácsadásnak minősül. Figyelemmel arra, hogy a Front Runner nem kezeli a Követők pénzeszközét, nem hajt végre megbízásokat a javukra, és a Követők végig saját eszközeiket kezelik, illetve ennek automatikus kezelését állítják be a Platformon, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenység végzése a „front runing” tevékenységgel összefüggésben nem állapítható meg.

A Beadványban mindezek alapján a Kérelmező az alábbi kérdések megválaszolását kérte az MNB-től:

- 1. Befektetési szolgáltatásnak, illetve kiegészítő befektetési szolgáltatásnak tekinthető-e és ily módon engedélyköteles-e a Front Runner tevékenysége?**
- 2. Amennyiben az első kérdésre a válasz igen, úgy befektetési tanácsadásnak tekinthető-e a Front Runner tevékenysége?**
- 3. Amennyiben a Front Runner tevékenysége nem befektetési tanácsadásnak tekintendő, de más engedélyköteles befektetési vagy kiegészítő szolgáltatásnak igen, úgy melyik ez a szolgáltatás?**

III. AZ MNB ÁLLÁSPONTJA

A Bszt. 5. § (1) bekezdés e) pontja szerint befektetési szolgáltatási tevékenységnek minősül a rendszeres gazdasági tevékenység keretében, pénzügyi eszközre vonatkozóan végzett befektetési tanácsadás.

A Bszt. 4. § (2) bekezdés 9. pontja értelmében a „befektetési tanácsadás”: pénzügyi eszközre vonatkozó ügylethez kapcsolódó, személyre szóló ajánlás nyújtása, ide nem értve a nyilvánosság számára közölt tény, adat, körülmény, tanulmány, riport, elemzés és hirdetés közzétételét, továbbá a befektetési vállalkozás által az ügyfél részére adott, e törvény szerinti előzetes és utólagos tájékoztatást.

A Bszt. idézett rendelkezése alapján megállapítható, hogy a „befektetési tanácsadás” (**Tanácsadás**) elnevezésű befektetési szolgáltatási tevékenység meghatározó tényállási eleme annak személyre szóló jellege. Mindez azt jelenti, hogy a Bszt. 5. § (1) bekezdés e) pontja szerinti befektetési szolgáltatási tevékenységet végző szolgáltató által nyújtott ajánlás elsősorban abban az esetben tekinthető befektetési tanácsnak, ha a szolgáltató az ügyfél egyedi körülményeire tekintettel, azokat figyelembe véve alakítja ki annak tartalmát. Az ajánlás különösen akkor tekinthető személyre szólónak, ha a szolgáltató annak meghatározásakor értékeli ügyfelének befektetési céljait, így például az ügyfél által megjelölt befektetési időtávot, az ügyfél kockázatvállalási hajlandóságát és

kockázatviselő képességét, valamint figyelembe veszi az ügyfél vagyoni és jövedelmi viszonyait. Amennyiben a szolgáltató a fenti tényezők ismeretében, azokra alapozva alakítja ki a pénzügyi eszközre vonatkozó ajánlás tartalmát, akkor a befektetési tanács kizárólag annak a személynek szól, amelynek a személyes körülményeire tekintettel kialakításra került, míg más személyek befektetési céljaival és kockázatviselő képességével vagy hajlandóságával nem áll összhangban. Ha azonban az ajánlás tartalma független mindazon személyek egyedi körülményeitől, akikhez az eljuthat, akkor nem teljesül a személyre szabottság követelménye, így végső soron az ajánlás nyújtása Tanácsadásnak sem tekinthető.

Mindezek kapcsán hangsúlyozandó, hogy a Tanácsadás jogosulatlan végzésének jogkövetkezményi alól történő kimentésre annak a ténynek az igazolása önmagában nem elégséges, hogy az ajánlás tartalmának kialakításakor az érintett személy körülményei és céljai ténylegesen nem kerültek értékelésre. Ha ugyanis a Tanácsadás körülményei alapján – akár tévesen is – az vélelmezhető, hogy az ajánlás személyre szólóan készült, akkor az adott tevékenység a személyre szólóan, de engedély nélkül végzett Tanácsadás tevékenységgel esik egy megítélés alá.

A Beadványban nem történik utalás arra vonatkozóan, hogy a Front Runner a Követőkkel történő megállapodás keretében felmérné a Követők egyedi igényeit, majd ezt követően egyedileg, kizárólag az adott személyek körülményeire tekintettel végezne tranzakciókat, továbbá a Beadványból arra sem lehet következtetni, hogy a Front Runner az azonos igényeket mutató Követőket olyan szűk csoportokba sorolná, amely csoportok számára később az adott ügyfélcsoport sajátosságait tükröző tranzakciókat kötne. Amennyiben pedig a Front Runner az ajánlást nem a Követők körülményeihez igazítja, továbbá az általa kifejtett tevékenység alapján a Követők maguk sem juthatnak arra a téves feltevésre, hogy a Front Runner részükre személyre szóló ajánlást nyújt, akkor a tárgyalt tevékenység nem tekinthető Tanácsadásnak.

Egyszerűen igazolható a tárgyalt fogalmi elem hiánya minden olyan esetben, amikor az ajánlás személyek heterogén csoportja számára széles körben elérhető, mivel ilyenkor az ajánlással elért vagy potenciálisan elérhető személyek egyedi körülményei semmilyen hatást nem gyakorolnak az ajánlás tartalmára. Jelen esetben éppen erről van szó, a Beadvány értelmében a Front Runner ugyanis nem tesz mást, mint láthatóvá teszi a tranzakcióit a Követők számára, akik ezután szabadon hoznak döntést arról, hogy a Platformon a megfelelő beállításokat eszközölve lekövetik-e a Front Runner tranzakcióit. A Követők döntési szabadsága tehát semmilyen tekintetben nem korlátozott, bármikor dönthetnek a Front Runner követéséről, és bármely időpontban fel is hagyhatnak a követéssel.

Fentiek alapján kimondható, hogy a Front Runner tevékenysége a Beadványban közölt információk alapján nem tekinthető Tanácsadás befektetési szolgáltatási tevékenységnek.

A Bszt. 5. § (2) bekezdés f) pontja értelmében kiegészítő szolgáltatásnak minősül a befektetési elemzés és pénzügyi elemzés.

A Bszt. 4. § (2) bekezdés 8. pontja szerint „befektetési elemzés”: pénzügyi eszközre vagy annak kibocsátójára vonatkozó, a tőkepiacról szóló 2011. évi CXX. törvény (Tpt.) szerinti befektetési ajánlás, ide nem értve a befektetési tanácsadást.

A Bszt. a fentiek alapján a befektetési elemzés (**Elemzés**) fogalmának a meghatározásakor a Tpt. befektetési ajánlás (**Ajánlás**) fogalmára utal vissza azzal, hogy amennyiben az Ajánlás keretében a Tanácsadás tényállási elemei is megvalósulnak, akkor az adott tevékenység nem minősülhet a Bszt. 5. § (2) bekezdés f) pontja szerinti kiegészítő szolgáltatásnak.

A Tpt. 5. § (1) bekezdés 9. pontja határozza meg a „befektetési ajánlás” fogalmát, amely szerint az: pénzügyi eszközre, tőzsdai termékre vagy annak kibocsátójára vonatkozó olyan elemzés, javaslat vagy más információ, amelynek nyilvánosságra hozatala vagy mások számára oly módon történő hozzáférhetővé tétele, amely alapján az nyilvánosságra kerülhet, befolyásolhatja, hogy a befektető saját vagy más pénzét, egyéb vagyontárgyát részben vagy egészben a tőkepiac hatásaitól tegye függővé.

A Tpt. az Ajánlás fogalmának meghatározásakor számos fogalmi elemet meghatároz, amelyek bármelyikének hiányában a tevékenység nem minősül Ajánlásnak. Mindezek kapcsán hangsúlyozandó, hogy az MNB jelen állásfoglalás keretében csupán a Beadványban felvetett kérdések megválaszolásához szükséges mértékben

végzi el az Ajánlás fogalmi elemeinek a vizsgálatát. E körben figyelmet érdemel különösen az Ajánlás azon fogalmi eleme, hogy azt annak készítője nyilvánosságra hozza vagy oly módon teszi hozzáférhetővé, amely alapján az nyilvánosságra kerülhet.

A Beadvány nem mutatja be részletesen, hogy a Front Runner által folytatott tevékenység pontosan mi módon kerül lekötésre a Követők által, de a Beadvány tartalma alapján nem vonható le olyan következtetés, hogy a Front Runner tranzakciói a nyilvánosság számára megismerhetővé válnának. Éppen ellenkezőleg, a Beadvány második bekezdésében foglaltak szerint a Front Runner és a Követők között megállapodások jönnek létre, amelyek alapján a Követők számára „másolhatóvá” válnak a Front Runner tranzakciói.

Elfogadva tehát a Beadvány tartalmából következő azon feltevést, hogy a Front Runner tevékenysége a nyilvánosság számára nem megismerhető, leszögezhető, hogy az általa kifejtett tevékenység nem minősül Ajánlásnak abban az esetben sem, ha egyébként az Ajánlás egyéb – Tpt-ben rögzített tényállási elemei – megvalósulnának. Ha pedig az adott tevékenység nem tekinthető Ajánlásnak, az a Bszt-ben foglalt definíció ismeretében Elemzéseként sem értelmezhető.

Fentiek kapcsán hangsúlyozandó azonban, hogy amennyiben a Front Runner tranzakciói az ügyfelek széles körre számára hozzáférhető Platform egy adott moduljában szabadon megismerhetőek, akkor felmerülhet, hogy adott tevékenység kapcsán teljesül a Tpt. Ajánlás fogalmának nyilvánosságra vonatkozó követelménye, ilyen esetben pedig a tevékenység Elemzésnek is minősülhet.

A Beadványban közölt információk alapján ugyanakkor a Front Runner és a Követők viszonyrendszere nem térképezhető fel teljes körűen, így például nem állapítható meg, hogy a Front Runner milyen módon kerül kapcsolatba a Követőkkel, továbbá nem ismert, hogy milyen csatornán, milyen jogi keretrendszerben és technikai háttér által biztosított módon kap jutalékot a Követőktől. A háromoldalú konstrukcióban érintett felek pontos szerepének ismerete hiányában pedig az MNB nem foglalhat állást abban a tekintetben, hogy a Front Runner tevékenysége megvalósít-e valamely, a Bszt. 5. § (1)-(2) bekezdéseiben felsorolt befektetési szolgáltatási tevékenységet, vagy kiegészítő szolgáltatást, így különösen Elemzést, vagy portfóliókezelés befektetési szolgáltatást.

Bár a Beadvány tartalma csak a Front Runner tevékenységére terjed ki, továbbá a Beadványban Ön kizárólag a Front Runner tevékenységének a vizsgálatát kéri az MNB-től, a felvetett kérdések megválaszolása mellett az MNB nem tekinthet el attól, hogy véleményt nyilvánítson a Platform üzemeltetője (**Üzemeltető**) tevékenységének a vizsgálatától. Mindezek kapcsán az MNB a következőkre hívja fel a figyelmet:

A Beadvány szerint „a front runner több más, az adott platformon kereskedő ügyféllel olyan megállapodást köt, amely alapján a többi ügyfél a kereskedés online rendszerét beállítva a front runner tranzakcióit automatikusan leköveti. Ez esetben tehát a Front Runner befektetési döntései az online platform beállításai szerint automatikusan letükröződnek a többi ügyfél, a „követők” tranzakcióin is. Mindezt a Front Runner a keletkezett nyereségből a Követőktől jutalékot kap. Természetesen ezen beállításon a Követők bármikor módosíthatnak, ez esetben a kereskedési rendszert a továbbiakban önállóan a Front Runner követése nélkül tudják használni.”

A Beadvány nem ad pontos tájékoztatást arra vonatkozóan, hogy mit tartalmaz a Front Runner és a Követők közötti megállapodás, továbbá a Beadványból az sem állapítható meg, hogy miként tudják a Követők beállítani a Platformot úgy, hogy azáltal a Front Runner tranzakciói „automatikusan” lekötésre kerüljenek. Mindazonáltal önmagában az a körülmény, hogy a Platform képes e szolgáltatás nyújtására, azt valószínűsíti, hogy az Üzemeltető maga is lehetővé kívánja tenni a Front Runner tevékenységének végzését.

Függetlenül attól, hogy a Front Runner és az Üzemeltető között van-e bármilyen kapcsolat vagy megállapodás a fenti tevékenységet illetően, az Üzemeltető Front Runner tevékenységhez kötődően kifejtett magatartása további vizsgálat szükségességét veti fel.

A Bszt. 5. § (1) bekezdés d) pontja szerint befektetési szolgáltatási tevékenységnek minősül a rendszeres gazdasági tevékenység keretében, pénzügyi eszközre vonatkozóan végzett portfóliókezelés.

A Bszt. 4. § (2) bekezdés 53. pontja alapján „*portfóliókezelés*”: az a tevékenység, amelynek során az ügyfél eszközei előre meghatározott feltételek mellett, az ügyfél által adott megbízás alapján, az ügyfél javára pénzügyi eszközökbe kerülnek befektetésre és kezelésre azzal, hogy az ügyfél a megszerzett pénzügyi eszközökből eredő kockázatot és hozamot, azaz a veszteséget és a nyereséget közvetlenül viseli.

Az Üzemeltető tevékenységét megvizsgálva az MNB a következő álláspontra jutott:

Amennyiben az Üzemeltető úgy alakítja ki a Platformot, hogy azon a Követőknek lehetőségük nyílik olyan beállításokat eszközölni, amelynek alapján a Front Runner befektetési döntései automatikusan lekövetésre kerülnek a Követők saját portfólióján, akkor ez a tevékenység az Üzemeltető oldalán a Bszt. 5. § (1) bekezdés d) pontja szerinti portfóliókezelés tevékenységnek tekintendő¹. Ebben az esetben ugyanis a Követők eszközei előre meghatározott feltételek, azaz a Front Runner ügyleteinek a lekövetésére történő megbízása alapján, a Követők javára kerülnek befektetésre pénzügyi eszközökbe, azzal, hogy a Követők az ügyletekből eredő kockázatot és hozamot közvetlenül viselik. Ebben a vonatkozásban nem bír relevanciával az a körülmény, hogy az Üzemeltetőnek, arra való tekintettel, hogy a Követők a portfóliókezelés tartalmát részletesen meghatározták, nincs önálló mozgástere a portfólió alakítása során. Ennek oka, hogy a Bszt. szerinti portfóliókezelés tevékenységnek nem fogalmi eleme a szolgáltatói döntési szabadság, vagy annak minimális mértéke, ezért e tevékenység abban az esetben is megvalósul, ha a portfóliókezelést végző személy (befektetési vállalkozás) a közte és az ügyfele között létrejött megállapodás alapján pontosan követni köteles más személy Platformon kifejtett tevékenységét.

Megfordítva a fentieket, a tárgyalt tevékenység abban az esetben nem minősül portfóliókezelésnek, így kizárólag akkor nem engedélyköteles befektetési szolgáltatási tevékenység, ha a Front Runner ügyleteinek lekövetése nem automatikusan valósul meg, mert a Követők jóváhagyják vagy megerősítik az egyes tranzakciókat azok lekövetését megelőzően. Amennyiben ugyanis Követők tranzakcióit megelőzik a Követők, mint ügyfelek egyedi ügyletekre vonatkozó döntései, akkor a tranzakciók az Üzemeltető által portfóliókezelés keretében végrehajtott ügyletként nem értelmezhetőek. Ilyen esetben a Bszt. 5. § (1) bekezdés a-b) pontjai² szerint minősül az Üzemeltető tevékenysége, míg a Front Runner vonatkozásában – amint az korábban kifejtésre került – az Elemzés megvalósulásának a lehetősége merül fel.

Fentiek alapján az MNB felhívja a figyelmet arra, hogy a Beadványban bemutatott modellt nem csupán a Front Runner és a Követő, hanem az Üzemeltető és a Követő, valamint a Front Runner és az Üzemeltető viszonyrendszerében is értékelni szükséges. Ezen értékelés hiányában nem zárható ki, hogy a modell szereplőinek egyike jogosulatlan befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtson partnerének. Amennyiben pedig valamely szereplő tevékenysége portfóliókezelésnek minősül, akkor annak vonatkozásában a Bszt. adott tevékenységre irányadó valamennyi rendelkezése értelemszerűen irányadó.

Budapest, 2013.december 16.

¹ Fentiekkel azonos megállapításra jut az European Securities and Markets Authority (ESMA) a MiFID „Questions and Answers” – Investor Protection & Intermediaries című anyagának 9. kérdésre adott válaszában.

² a) „megbízás felvétele és továbbítása”, b) „megbízás végrehajtása az ügyfél javára”