

## A TŐKEPIACOK SZABÁLYOZÁSÁNAK AKTUÁLIS KÉRDÉSEI

LENGYEL JUDIT, RÉZ ÉVA, SZÉP OLIVÉR\*

### *Kivonat*

A tanulmány azt vizsgálja, hogy az utóbbi másfél-két évtizedben melyek voltak az európai tőkepiacot alakító legfontosabb tényezők, fejlemények, és az EU pénzügyi-tőkepiaci szabályozása ezekre milyen válaszokat adott, illetve készül adni a közeljövőben. Kitér továbbá arra is, hogy maga a szabályrendszer milyen módon befolyásolta a tőkepiac fejlődését.

Következtetésünk, hogy a vizsgált uniós pénzügyi jogszabályok már eddig is jelentős sikereket értek el a legfőbb célkitűzések elérésében: az egységes európai tőkepiac megteremtésében, a verseny erősítésében, a piacok átláthatóságának növelésében, a befektetők védelmében. Az új működési keretek ugyanakkor szétaprózódott piaci struktúra kialakulásához vezettek. A globális pénzügyi válság egyfajta stressztesztként szolgált a frissen implementált rendelkezéseket illetően, megmutatva egyrészt a szabályozott piacok, tevékenységek stabilizáló hatását, másrészt a szabályozáson kívül eső szegmensekben rejlő kockázatokat. A most folyó jogszabály-alkotási munka keretében az EU – nem utolsósorban az ezen célkitűzésekhez való hűség jegyében – határozottan törekszik az újabb piaci fejlemények integrálására, hatékony kezelésére, egyben a jövőbeli válsághelyzetek megelőzésére és az azokra való felkészülésre.

*Kulcsszavak:* FSAP (pénzügyi szolgáltatások akcióterve), MiFID (pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv), MiFIR (pénzügyi eszközök piacairól szóló rendelet), EMIR (kereskedési adattárakról szóló rendelet), short selling (rövidre eladás), OTC (tőzsdén kívüli piac), OTF (szervezett kereskedési rendszer), MTF (multilaterális kereskedési rendszer), HFT (nagyfrekvenciájú kereskedés), dark pool, crossing network, internalizáció, fragmentáció, egységes európai tőkepiac, tőkepiaci struktúra, pénzügyi válság, spekuláció, transzparencia, pénzügyi piacok szabályozása, tőkepiacok szabályozása, elszámolási infrastruktúra, ESMA (Európai Értékpapír-piaci Hatóság), konszolidáció, összevont adattárolás, likviditás, kkv-piacok.

\*

### *1. Bevezetés*

A tradicionális tőzsdék több évszázadra visszanyúló múltja során kialakult kereskedési módok az elmúlt néhány évtized során jelentősen megváltoztak. Az átalakulás három, egymásra kölcsönösen ható kulcstényezőjének a globalizációt, a technológia fejlődését és a szabályozások változásait tekinthetjük. Az európai pénzügyi piacok kinyílását érintő első fontosabb események az Egyesült Királyságból indultak az 1980-as évek folyamán a Big Bang néven emlegetett pénzügyi reformsorozat hatására, melynek eredményeként jelentősebb mozgásteret kaptak a tőzsdéi kereskedésben a nagyobb bankok, befektetési házak és a külföldi székhellyel rendelkező résztvevők is. (Wójcik, 2010:4) Az átalakulás számos fontos változást hozott: lebomlottak az országhatárok a befektetők és az őket kiszolgáló piaci szereplők előtt; a tőzsdetermekben kereskedő brókereket felváltották az elektronikus rendszerek; a pénzügyi termékek köre soha nem látott mértékben bővült; nem utolsósorban pedig megjelent az egységes uniós pénz, az euró. Túl vagyunk egy globális pénzügyi-gazdasági válságon, amelynek kialakulása nem kis mértékben éppen az újdonságokhoz, azok gyermekbetegségeihez köthető. Minden jel szerint éppen a válság második hullámának elején járunk, így elsődleges jelentőségű, hogy az eddigi tapasztalatok fényében a piacok és a gazdaságok mivel tudják magukat felvértezni, hogy átvészeljék azt.

---

\* A szerzők a Budapesti Értéktőzsde Zrt. munkatársai.

A pénzügyi deregulációs folyamatokkal szinte párhuzamosan zajlott a technológia robbanásszerű fejlődése, ami lehetővé tette a kereskedés egyes lépéseinek automatizálását. Az első igazán alkalmas lehetőséget az elektronikus kereskedésre az Egyesült Államokból indult ECN-ek (Electronic Communication Network) teremtették meg, amelyek úttörőként jelentettek komoly alternatívát a tőzsdei kereskedésnek. (Wahal, 2011:6) A tőzsdék csak fokozatosan váltották le a brókerek által megtöltött tőzsdetermeiket a hatékonyabban működő elektronikus ajánlatpárosító rendszerekre, amelyekhez a kereskedőtagoknak telefonos kábeleken keresztül volt lehetőségük csatlakozni távoli helyszínekről. Kezdetben jellemzően a fiatalabb tőzsdék voltak hajlamosabbak az újfajta rendszerek bevezetésére, míg a nagy múlttal rendelkező tradicionális társaik csak lassabb ütemben álltak át az elektronikus kereskedési forma működtetésére. (Gorham, 2011:3) Az 1980-as évek folyamán elsőként a határidős tőzsdék váltottak át részben automatizált kereskedési rendszerekre, míg a részvénytőzsdék jellemzően csak a '90-es évek vége felé kezdték implementálni a saját ajánlatpárosító rendszereiket. A technológia fejlődése természetesen a befektetők oldalán is komoly változásokat eredményezett: kialakították saját platformjaikat, amelyek segítségével csatlakozni tudtak a tőzsdékhez, valamint monitoraikon élőben követhették és elemezheték az árfolyamok alakulását. Ez lehetővé tette – mint később látni fogjuk –, hogy olyan kereskedési módozatokat fejlesszenek ki, amelyek közvetlen emberi beavatkozás nélkül, matematikusok által kidolgozott algoritmusok segítségével képesek kereskedni.

Az elektronikus piacterek dinamikus terjedésének köszönhetően lehullottak az országhatárok közötti fizikai akadályok, és a piaci szereplők költségei jelentősen csökkentek a kereskedési folyamat teljes láncolatában. A fokozódó versenyhelyzet és az újfajta működési modell arra készítette a tőzsdéket, hogy feladva az addig jellemző egyesületi koncepción alapuló működésüket, gazdasági társaságokká alakuljanak át a XX. század utolsó éveitől kezdve. (Steil, 2002:6) A megváltozott tulajdonosi szerkezetnek és elvárásoknak megfelelően a tőzsdék számos új módszerrel próbálják magukat stratégiaileg jobban pozicionálni annak érdekében, hogy versenyképesebbek legyenek a többi tőzsdéhez és az alternatív kereskedési színhelyhez képest. Ennek megfelelően az ezredforduló környékén megindult iparági konszolidációs folyamatok több hullámban zajlottak le és zajlanak mostanában is, amelynek eredményeként egyre jelentősebb méretű tőzsdecsoporthozások jönnek létre. Első körben az Atlanti-óceán partján fekvő országok tőzsdéi (Párizs, Lisszabon, Amsterdam, Brüsszel) tömörültek az ún. Euronext csoportba, amely a 2000-es évek második felében egyesült az amerikai NYSE-vel. Időközben OMX néven az északi és balti országok is fúzióra léptek, amelyből szintén egy transzatlanti szövetség jött létre az egyesült államokbeli NASDAQ-kal történő egyesülés eredményeként. A folyamatok azt mutatják, hogy először az egymáshoz közelebb eső tőzsdék próbálkoztak a csoportosulásokkal, így például a fent említettek kivételével még fontos szövetségnek tekinthető az LSE Group (London és Milánó) valamint a CEESEG (Bécs, Budapest, Ljubljana és Prága), majd a második körben tengerentúli területek felé orientálódtak. A 2011-es év során egy újabb fúziós hullám tanúi lehettünk, azonban a próbálkozások nagy része végül a hatóságok közbelépése miatt sikertelennek bizonyult (pl. LSE Group – TMX Group, Singapore SE – Austral SE). Ez alól egyedül a még folyamatban lévő Deutsche Börse és NYSE-Euronext egyesülés lehet a kivétel, de a legfrissebb információk szerint Joaquín Almunia, az EU versenyügyi biztosja ellenzi a 9 milliárd dolláros fúzió létrejöttét, mivel az esetleges egyesülést követően túlzott mértékben koncentrálna az európai származékos termékek piaca.

Az iparág és a kereskedési infrastruktúra átváltozása számos pozitív hozadékkal járt a tőkepiacok szereplői számára, hiszen soha nem látott mértékben és rugalmassággal váltak elérhetővé a világ pénzügyi termékei. A Berlini fal leomlása szintén fontos momentumnak számít az európai tőkepiac fejlődésének történetében, hiszen a volt szocialista országok is sikeresen megnyithatták saját tőzsdéiket, ezzel jelentősen kibővítve a kontinens lehetőségeit.

Érdekes számokban is kifejezni az elmúlt bő két évtized változásait. A rendszerváltást követően fokozatosan 30-ra bővült az európai tőzsdék száma, amelyek nagy része általában valamelyik fentebb említett szövetséghez tartozik, a tendenciákat tekintve pedig további fúziók várhatóak a következő évek során. A kereskedési helyszínek közötti könnyebb átjárás eredményeként drasztikusan megnőtt a külföldi kereskedő tagok száma az egyes tőzsdéken. Ennek eredményeképpen az európai tőzsdék részvénytőzsdéi kapitalizációja közel meghatszorozódott az elmúlt több mint 20 év során, míg az árfolyamértéken számolt éves forgalmuk 2011-ben közel hétszerese volt a '90-es évek elején mért értékhez képest.<sup>1</sup> Ez különösen annak fényében jó teljesítmény, hogy a 2008-as válság során jelentősen csökkent a részvénytőzsdék iránti kereslet. A nagymértékű forgalomnövekedés egyrészt az algoritmikus kereskedés terjedésének, másrészt a magán- és intézményi befektetők megnövekedett aktivitásának tudható be.

<sup>1</sup> FESE (Federation of European Stock Exchanges) adatok alapján (saját becslés)

A 2007 óta engedélyezett alternatív kereskedési platformok (MTF-ek, multilaterális kereskedési platformok) dinamikus térhódításuknak köszönhetően az európai részvénypiaci forgalom már több mint 25%-át adják. Itt szintén megfigyelhető egyfajta konszolidációs irány, hiszen 2011 végén a két legnagyobb MTF (Chi-X és BATS) is sikeresen egyesült. Míg az alternatív kereskedési platformok első sorban arra hivatottak, hogy a már szabályozott piacra bevezetett részvényeket tegyék kereskedhetővé, addig a hagyományos tőzsdék továbbra is sikeresen eleget tesznek nyilvános tőkebevonási alapfunkciójuknak, hiszen az elmúlt tíz év folyamán – a válságok ellenére is – összesen több mint 350 milliárd eurós értékben tudtak a vállalatok a tőzsdéken forráshoz jutni Európában.<sup>2</sup>

A kereskedés automatizálásának eredményeként egyrészt sokkal nagyobb átláthatóság jellemezte a piacokat, mivel a piaci szereplők több információval rendelkeztek az ajánlati könyvek tartalmáról, másrészt viszont ennek a hatalmas többletinformációnak a feldolgozása újabb kihívások elé állította a befektetőket és a szabályozó hatóságokat. Ezek a folyamatok tehát szükségszerűen egybeestek fontos szabályozások és direktívák megalkotásával, melyek szintén jelentős mértékben hozzájárultak a tőkepiaci struktúra átalakulásához. Mivel a modern pénzügyi világ innovációi jellemzően az Egyesült Államokból erednek, ezért az európai szabályozó hatóságok sok esetben támaszkodnak a tengerentúli tapasztalatokra. A piacok normál fejlődésének, de különösen a válsághelyzeteknek a kordában tartásához kulcsfontosságú a megfelelő szabályozás. Ezt az Európai Unió idejekorán felismerte, és már a 2000-es évek is az egységes uniós pénzügyi szabályrendszer kiépítésének jegyében teltek. A frissebb piaci fejlemények és a válság hatására pedig az elmúlt néhány évben újabb uniós szabályozási hullám kezdődött a meglévő szabályok felülvizsgálatával, elmélyítésével, új rendelkezések kidolgozásával. Az új uniós jogszabályok célja egyrészt az innovatív piaci struktúrák, technológiák, termékek megfelelő kezelése, másrészt az, hogy az öreg kontinens felkészüljön a jövőbeli fejleményekre, újításokra, és megfelelő keretet adjon azoknak. Az utóbbi évek eseményei ugyanakkor egyértelműen szemléltetik, hogy a szabályozás maga is erősen visszahat a pénzügyi piacok alakulására, pozitív és negatív értelemben egyaránt: lehetőséget teremt új konstrukciók, szolgáltatások létrejöttére; azonban ez gyakran a szabályok hiányosságainak kihasználásával történik. A tanulmányunk során végigvesszük az európai tőkepiacok szerkezetét érintő kihívásokat, valamint az azokra adott szabályozási válaszokat és lehetőségeket.

## *2. Az egységes pénzügyi piac megteremtése*

Európában az egységes pénzügyi piac megteremtésére való törekvés egészen az 1970-es évekig vezethető vissza. Már ekkoriban megkezdődött egy olyan környezet kialakítása, amely biztosítja a pénzügyi ügyletek biztonságos keretek közötti teljesítését az Unió különböző tagállamaiban. Ez azonban csak az első lépés volt, a piacok többnyire továbbra is elkülönülten működtek egymás mellett, a pénzügyi intézmények számára nehézkes volt a közvetlen, határon átívelő ügyletek végrehajtása. Az euró 1999-es bevezetésével még inkább felerősödött az igény az egységes pénzügyi piac létrehozására, és ennek érdekében a legfontosabb célkitűzéseket egy akcióterv, az ún. FSAP (Financial Services Action Plan, Pénzügyi Szolgáltatások Akcióterve), keretében fogalmazta meg az Európai Bizottság. (European Commission, 1999:3)

### *2.1 Az Akcióterv előfutára a tőkepiacon: ISD*

Az Európai Bizottság 1996-ban, már az Akciótervet megelőzően is fontos lépést tett az egységes tőkepiac fejlődése érdekében, hiszen ekkor léptette hatályba az Investment Services Directive (ISD) nevű irányelvet, amely bevezette a "szabályozott piac" fogalmát. Az ISD egyfajta európai útlevelekként funkcionált a pénzügyi szolgáltatók számára. (Wójcik, 2010:4) Ennek eredményeként a szolgáltatók mindhárom fő csoportja (bankok, biztosítók és befektetési szolgáltatók) teljes körű befektetési vállalkozásként jelenhetett meg az egyes tagállamok piacain, így befektetési tanácsot adhattak, ajánlatokat gyűjthettek, megbízásokat továbbíthattak bármely tőzsdéhez az Unión belül. Fontos, hogy ez a direktíva tette végleg lehetővé a szabályozott piacok számára, hogy felszámolják a brókerek fizikai jelenlétét szükségessé tevő nyílt kikiáltásos kereskedést, amit teljesen automatizált rendszerekre cserélhettek. A tőkepiaci verseny fokozása és a transzparenssebb működés érdekében az ISD-t felülvizsgálták. A 2000-es évek második felében az ISD helyébe lépő MiFID I. bevezetésével az ISD hatáskörének kibővítése és az EU-s szabályok további harmonizálása volt a legfontosabb cél. Erre azért volt szükség, mert a piacok fejlődésével olyan újgenerációs kereskedési rendszerek jelentek meg, amelyekre az ISD-nek már nem volt kielégítő hatásköre. Az

---

<sup>2</sup> A PWC rendszeres IPO felmérése alapján

értékpapírpiacon zavartalan működéséhez szükségessé vált a befektetők védelmének magasabb szintű szabályozása, valamint a hatóságok közötti együttműködés fokozása.

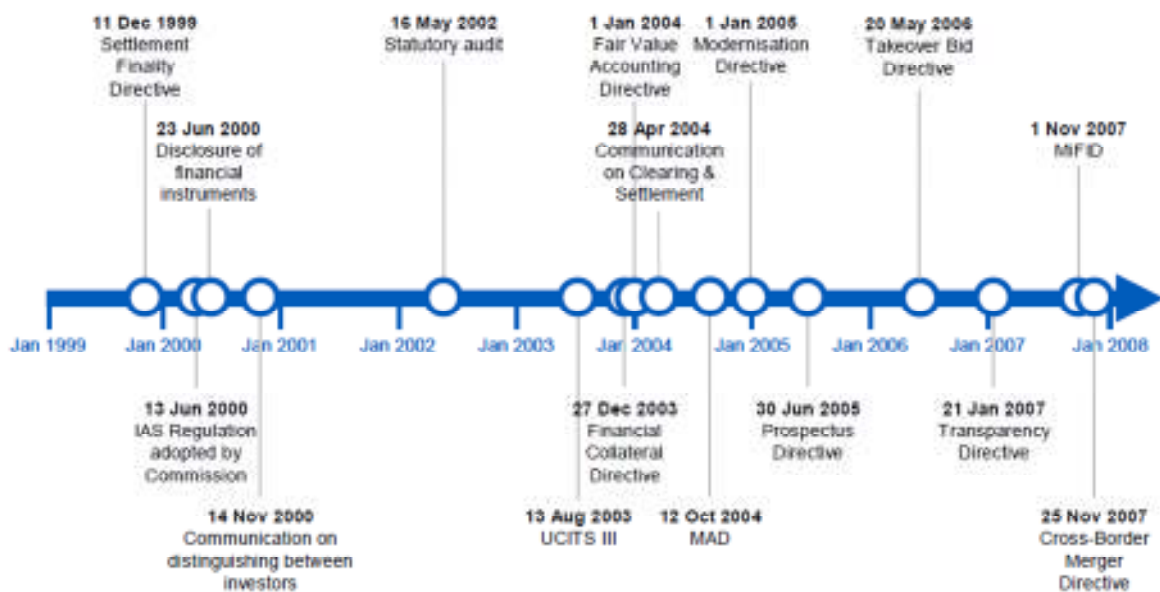
## 2.2 Az Akcióterv főbb célkitűzései

A 2000-es évek elején formálódó Akcióterv, amely a korábbi előremutató lépésekhez képest egy még nagyobb jelentőségű vállalásként értékelhető, a pénzügyi piacok integrációját alapvetően három stratégiai cél mentén képzelte megvalósítani: 1. egységes uniós intézményi befektetői piac kialakítása; 2. nyilvános és biztonságos magánbefektetői piac létrehozása; 3. korszerű szabályok kidolgozása a tisztességes üzleti magatartás biztosítására, valamint a modern piacfelügyelet megteremtése. (Cégvezetés, 2005; Dr. Mohai, Tóth, 2004) A stratégiai célokat kiegészítette még az egységes pénzügyi piac optimális megvalósulásához szükséges egyéb feltételek biztosítása. (European Commission, 1999:31)

Az első célkitűzés az egyes piaci szereplők esetében különböző korlátok lebontását jelentette. A kibocsátó vállalatok oldaláról közelítve a cél a tőkebevonás folyamatának egyszerűsítése volt. Ehhez elengedhetetlen lépésként fogalmazódott meg a tájékoztató anyagok – nyilvános forgalomba hozatalhoz készített tájékoztató, rendszeres és rendkívüli közzétételi kötelezettségek – tagállamok általi kölcsönös elfogadása, valamint azok megbízhatóságának növelése a befektetői bizalom erősítése érdekében. Az akcióterv a határon átnyúló vállalatfelvásárlásoknak és egyesüléseknek is egységes kereteket kívánt adni, valamint lehetővé tenni azok pán-európai horizonton való működését. A befektetési szolgáltatók szempontjából az egyik kulscél a különböző piacok távoli, egy ponton keresztüli hozzáféréseinek megteremtése volt, amelyhez a korábban hatályba lépett ISD (Investment Services Directive) irányelv felülvizsgálata vált szükségessé. A célok között nagy hangsúlyt kapott a befektető-védelem, ehhez kapcsolódóan pedig a piacbefolyásolás és a bennfentes kereskedelem kezelése. Szintén a befektetők érdekeit hivatott szolgálni az alapkezelőket és nyugdíjalapokat érintő szabályozások kidolgozása. (European Commission, 1999:22-25; Cégvezetés, 2005; Dr. Mohai, Tóth, 2004; Marján, 2003:146)

A nyilvános és biztonságos befektetési környezet megteremtése érdekében az akcióterv a továbbiakban a magánbefektetők megfelelő tájékoztatását, a fogyasztóvédelmi szempontok megerősítését, valamint a fizetési rendszerek hatékony és adekvát védelemmel ellátott, országok közötti működését tűzte ki célul. (European Commission, 1999:26-27; Marján, 2003:146-147)

### 1. Ábra Az Akcióterv tőkepiacot érintő rendelkezéseinek hatályba lépése



*Forrás:* Malcolm, Tilden, Wilsdon, 2009, 161. o.

Végezetül a harmadik pontban megfogalmazott elvárások a globálisan lezajló integrációs folyamatok és a gyorsan átalakuló piaci struktúra mellett is a stabilitás és a bizalom fenntartását hivatottak megőrizni. Ehhez

pedig a Bizottság a pénzügyi intézményrendszer biztonságos és átlátható működését garantáló szabályozás kialakítását látta szükségesnek. (European Commission, 1999:28-30; Marján, 2003:147)

Általános célként jelenik meg az adórendszerek, valamint felelős vállalatirányítási elvek összehangolása az egységes piac megteremtése és a szabad tőkeáramlás biztosítása érdekében. (European Commission, 1999:31)

A fentiekben leírt rendelkezéseket – összesen negyvenkettőt – 2005-ig tervezték kidolgozni, valamint addig kívánták a szabályozásban lévő hiányosságokat pótolni, és a meglévő piaci korlátokat lebontani, hogy teret engedjenek a pénzügyi szolgáltatások akadálymentes működésének Európában. (HM Treasury, FSA, Bank of England, 2003:2)

### 2.3 A tőkepiacot érintő fejlemények

Ahogy az előző pontban bemutattuk, az Akcióterv a pénzügyi világ számos területét öleli fel; az alábbi táblázatban elsősorban a tőkepiacot érintő hatásokat foglaljuk össze.<sup>3</sup>

#### 1. Táblázat Az Akcióterv tőkepiacot érintő rendelkezéseinek céljai

INTÉZKEDÉSEK (ANGOL ELNEVEZÉS)	INTÉZKEDÉSEK (MAGYAR ELNEVEZÉS)	STRATÉGIAI CÉL	GYAKORLATI CÉL
MAD (Market Abuse Directive)	Piacbefolyásolásra és bennfentes kereskedelemről szóló irányelv	Egységes jogi környezet kialakítása az integrált	Piaci bizalom növelése
Communication on distinguishing between investors	Közlemény a befektetői csoportok megkülönböztetéséről	értékpapír- és származékos piacokra vonatkozóan	Megfelelő befektető-védelem
MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)	Pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv		Megfelelő befektető-védelem; egységes útleveél létrehozása; legjobb végrehajtás; a tőzsdére lépés akadályainak eltörlése; a kereskedési helyszínek közötti verseny növelése
UCITS III (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities)	Átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások szabályozása	A befektetők érdekeit szolgáló egységes piac kialakítása	Belépési korlátok eltörlése az alapkezelők számára; információk harmonizálása a befektetők számára; befektetési lehetőségek kiterjesztése
Takeover Bid Directive	Vállaltfelvásárlásokra vonatkozó irányelv	Biztonságos és átlátható környezet kialakítása a határon	Hatékony piac biztosítása az egyesületekre és felvásárlásokra vonatkozóan
Cross-Border Mergers	Határon átvélő egyesületek		
Prospectus Directive	Prospektus Irányelv	Tőkebevonás az egész EU területén	
Transparency Directive	Transzparencia Irányelv		
Fair value accounting Directive	Valósérték-alapú elszámolásra vonatkozó irányelv		
IAS Regulation	Nemzetközi számviteli szabályok		
Modernisation Directive	Számla Modernizációs Irányelv	A tőzsdén jegyzett vállalatok pénzügyi beszámolóinak egységesítése	
Statutory Audit Recommendation	Jog szerinti könyvvizsgálatról szóló ajánlás		Piaci bizalom növelése; közzétételek harmonizációja
Recommendation on disclosure of financial instruments	Pénzügyi eszközök közzétételéről szóló ajánlás	Korszerű szabályok kidolgozása a tisztességes üzleti magatartás biztosítására, valamint a modern piacfelügyelet megteremtése	
SFD (Settlement Finality Directive)	Elszámolások véglegességéről szóló irányelv		
Communication on Clearing and Settlement	Közlemény az elszámolásról	Az értékpapír-elszámoláshoz kapcsolódó rendszerkockázatok kezelése	Pénzügyi biztosítékok jogi kezelésének harmonizációja; elszámolási szolgáltatást nyújtó intézmények közötti verseny növelése; az elszámolási korlátok lebontása szélesebb választási lehetőségek biztosításával
FCD (Financial Collateral Directive)	Pénzügyi biztosítékokról szóló irányelv		

Forrás: Malcolm, Tilden, Wilsdon, 2009, 164-165. o.

<sup>3</sup> (Malcolm, Tilden, Wilsdon, 2009) alapján

Az egységes értékpapír- és származékos piac megteremtése elsősorban az 1996-ban hatályba lépett ISD felülvizsgálatának eredményeként megszülető MiFID I. (Markets in Financial Directive, pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv) (European Parliament, European Council, 2004) 2007-es implementálásával vette egyértelműen kezdetét. Az irányelv célja a verseny fokozása, valamint a befektető-védelem erősítése volt. A szabályozás sok tekintetben célt ért, új kereskedési szinterek jelentek meg, bizonyos tekintetben a költségek csökkenése is megfigyelhető, ami mellett a legjobb végrehajtási politika is a befektetők érdekeit szolgálja. Más hatások mellett a MiFID I.-nek köszönhetően a piaci struktúra jelentős átalakuláson ment keresztül, ami számos új kihívás megválaszolását tette szükségessé, éppen ezért már folyik a korábbi szabályozás felülvizsgálata és a MiFID II. kidolgozása. Az egyik legfontosabb elv az átláthatóság növelése az elérhető adatok egységesítése és konszolidálása révén, de kiemelt szerepet kap a jelenleg létező „kiskapuk” és szabályozói hiányosságok lefedése is.

A kibocsátó vállalatokat érintő változások közül kiemelendő, hogy a Prospektus Irányelv (*Prospectus Directive*) ténylegesen megkönnyítette a különböző tagállamokban történő tőkebevonást, mivel az egységes útlevel elve értelmében az anyaországban elfogadott kibocsátási tájékoztató lehetővé teszi az értékpapírok más uniós országban történő bevezetését és forgalmazását is. Így tehát csökkentek az adminisztratív terhek; ugyanakkor érdekesség, hogy a lehetőséggel inkább kötvénykibocsátások során éltek, a részvényt piacon nem hozott áttörést. A kibocsátókat egy másik aspektusból érintő Transzparencia Irányelv (*Transparency Directive*) elősegítette a nyilvánosan működő társaságok beszámolóinak összehasonlíthatóvá tételét, mivel a rendszeres közzétételi kötelezettségeket egységes keretbe foglalta. Ennek ellenére számos különbség maradt még a tagállamok között, így a teljes harmonizáció nem valósult meg.

A piacbefolyásolás és bennfentes kereskedelem kezelésére 2003-ban született irányelv (MAD, Market Abuse Directive), amely megítélése alapvetően pozitív, mivel érzékelhetően a piac tisztulását eredményezte. Ugyanakkor sokak szerint az irányelv önmagában nem ér el kellő hatást, a visszaélések visszaszorításához elengedhetetlen a nyilvánosság ereje.

Míg a MiFID I. felülvizsgálata kapcsán említettük, hogy erős törekvés van a piac átláthatóságának növelésére, a kibocsátókat érintő tájékoztatási kötelezettségek kapcsán inkább a szabályok enyhítése van napirenden. Bár a transzparencia fontosságát továbbra is hangsúlyozzák, az egyszerűsítés mellett szól, hogy a kis- és középvállalkozások tőkepiaci jelenlétének erősítése központi kérdéssé vált, ehhez pedig szükségesnek látják a terhek csökkentését.

Az elszámolás területén is több direktíva született – SFD (*Settlement Finality Directive*, elszámolások véglegességéről szóló irányelv): a fizetési és elszámolási rendszerek biztonságossá tételét célozza; FCD (*Financial Collateral Directive*, pénzügyi biztosítékokról szóló irányelv): a pénzügyi biztosítékok határon átvitelő használatát teszi lehetővé –, de lényeges változást az Akcióterv nem hozott. (EUbusiness, 2008) Továbbra is megmaradtak az országok közötti elszámolás útjában álló jogi és technológiai akadályok, és a kockázatok kezelésére sem dolgoztak ki megfelelő megoldást. Megjelentek ugyanakkor olyan, az Akciótervtől független kezdeményezések (pl. Target2 Securities, Code of Conduct, EMIR), amelyek a piacok átjárhatóságát igyekeznek megteremteni. Emellett a MiFID I. is erősítette a versenyt, ami az elszámolási infrastruktúrát is további átalakulásra ösztönzi.

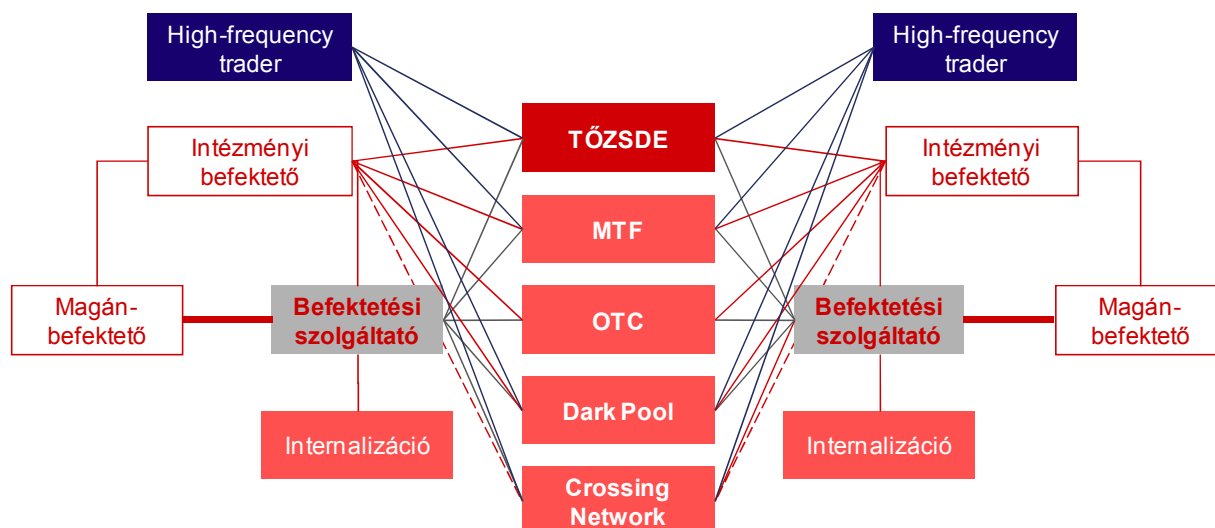
Az FSAP névre keresztelt Akcióterv tehát láthatóan számos új folyamatot indított el az európai tőkepiacokon, de ezek közül is kiemelkedő az a változás, amit a MiFID I. indukált. Az időtávot figyelembe véve az intézkedések komoly eredményeket tudtak felmutatni, azonban azok hiányosságaira is hamar fény derült, amit további kihívásokkal fokozott a technológiai innovációk elszaporodása, valamint a pénzügyi válság bekövetkezése. A még nem, vagy nem megfelelően kezelt problémák megoldására a hatóságok részéről adott válasz a korábbi rendelkezések felülvizsgálata, valamint újabb szabályozások kidolgozása, ami jelenleg is zajlik. Emiatt Európát napjainkra ismét elérte egy szabályozási hullám, amiben azonban sokak a költség-haszon elv megbillenését kezdik látni.

### 3. A jelenlegi piaci struktúra bemutatása és a MiFID I. szabályozás hatásainak értékelése

#### 3.1 A kereskedés szinterei

A fentiekben nevesített célok megvalósulása érdekében a szabályozók kidolgozták a MiFID I. irányelvet, amelynek implementálására 2007-ben került sor. Az alábbiakban áttekintjük a direktíva bevezetése után megjelenő új piaci struktúra összetevőit, a későbbiekben pedig összefoglaljuk annak hatásait. A 2. ábra áttekintést ad a szabályozás életbe lépését követően kialakult kereskedési infrastruktúráról, annak egyes szintereiről és szereplőiről, valamint a köztük lévő lehetséges kapcsolódási pontokról.

## 2. Ábra A MiFID I. implementálását követően kialakult új piaci struktúra



Forrás: BÉT

A hagyományos kereskedési modell két fő színtere, a tőzsde, illetve az OTC piac továbbra is az infrastruktúra fontos pillérét képezi. Több példa – pl. rendszerleállások főbb európai tőzsdéken – is mutatja, hogy a szabályozott piacok nyilvános ajánlati könyveikkel egyfajta referenciapiackként szolgálnak, és biztosítják a transzparens áralakulást. Ezekre a piacokra a kereskedés előtti és utáni transzparenciakövetelmények egyaránt vonatkoznak – igaz, kizárólag a tőzsdén jegyzett részvényekre terjednek ki<sup>4</sup> (Bedő, Pesel, 2006:15)–, ezzel értékes információhoz juttatva a piaci szereplőket. Az említett rendszerleállásokkor megfigyelhető volt, hogy a kereskedési aktivitás visszaesett ahelyett, hogy a forgalom egésze átterelődött volna más, alternatív kereskedési helyszínekre, ami jól szemlélteti a „fő piac” kiesését övező átmeneti bizonytalanságot. Fontos továbbá, hogy a tőzsdéi kibocsátókra meghatározott közzétételi szabályok vonatkoznak, ami a befektetők bizalmát hivatott növelni az átláthatóság erősítésével. Ez a követelmény más kereskedési platformokon nincs jelen, és a bevezetési procedúra is kifejezetten a szabályozott piacokhoz köthető. A tőzsdék tehát az erősödő verseny közepette is tradicionális és szükséges funkciókat látnak el.

Az OTC piac jelentőségét mutatja, hogy a legfrissebb felmérések szerint a tőzsdén kívüli tranzakciók az európai részvénypiaci forgalom 40%-át adják (Gomber, Pierron 2010:3). Vannak továbbá olyan pénzügyi termékek, amelyek kereskedése tipikusan az OTC piaci szegmenshez kötődik, ilyenek például a devizaügyletek. A tőzsdén kívüli ügyletek további jelentősége, hogy a két fél testre szabott terméket adhat, ami a kisebb átláthatóság és a garancia hiánya mellett is az OTC piac felé billentheti a mérleg nyelvét bizonyos esetekben (pl. származékos ügyletek felhasználása fedezeti céllal). A MiFID I. az OTC ügyleteket, mint eseti és rendszertelen tranzakciókat definiálja, amelyek nagybani ügyfelek között jönnek létre, és a szokásos piaci méretet meghaladják. (Európai Parlament, Európai Tanács, 2004b:9) A tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy a tőzsdén kívüli ügyletek egy jelentős része nem haladja meg a szokásos piaci méretet, és semmilyen jelentősebb piaci hatással nem lenne, ha nyilvános piacokon kerülnének végrehajtásra. (Gomber, Pierron 2010:3) Megkérdőjelezhető tehát, hogy ezekre az ügyletekre miért nem vonatkoznak a kereskedés előtti transzparenciakövetelmények. Ahogyan az alábbiakban kitérünk rá, jelenleg a crossing network-ön létrejött tranzakciók is OTC ügyletnek minősülnek, így semmilyen szabályozás nem vonatkozik rájuk.

A MiFID-nek köszönhetően tűntek fel az MTF-ek az európai kereskedési színtéren, amelyek gyakorlatilag az Egyesült Államokban működő ECN-ek mintájára működnek. A multilaterális kereskedési rendszerek nagyon hasonlítanak a tőzsdékhez; az egyetlen lényeges különbség, hogy ezeken a platformokon nincsen bevezetési eljárás – bármely, szabályozott piacra már bevezetett pénzügyi eszköz MTF-en is kereskedhető. Ezeket a rendszereket továbbá nem csak tőzsdék esetében megismert piacműködtetők, hanem befektetési vállalkozások is üzemeltethetik. (Bedő, Pesel, 2006:8) A tőzsdék számára jelenleg ezek a platformok jelentik a legnagyobb versenytársat, az európai részvényforgalom több mint 25%-a már hozzájuk köthető. Versenyelőnyt leginkább a fejlett technológiából és az alacsony tranzakciós díjakból kovácsolnak. Bár az MTF-ek is csak meghatározott keretek között és a kereskedés előtti transzparencia biztosításával működhetnek, a hagyományos piacokhoz képest mégis rugalmasabb szabályok vonatkoznak rájuk.

<sup>4</sup> A továbbiakban is ezzel a kitételrel utalunk a transzparenciakövetelményekre a MiFID I. szabályozással összhangban.

Ugyanakkor a fentiekben már említettük, hogy a referenciapiacok fennmaradása nélkül feltehetőleg az MTF-ek is ellehetetlenülnének.

Szintén a MiFID I. vezette be a rendszeres internalizáló fogalmát. Az internalizáció arra utal, hogy egy adott befektetési vállalkozás az ügyfélmegbízásokat saját számlájával szemben hajtja végre. Ha mindezt szervezett és rendszeres módon teszi egy intézmény, akkor beszélünk rendszeres (szisztematikus) internalizálóról. Bár az internalizáció az OTC ügyletekhez hasonlóan bilaterális ügyletkötést jelent, itt az internalizálóra vonatkoznak a kereskedés előtti transzparencia-követelmények, így jegyzéseit közzé kell tennie. (Gomber, Pierron 2010:10)

Külön kategóriába tartoznak a dark pool-ok és a crossing network-ök, amelyek esetében az ügyfélmegbízások egymással szemben kerülnek végrehajtásra. Bár lényegüket tekintve nincs különbség a két végrehajtási helyszín között, mégis más megítélés alá esnek. A dark pool-okat ugyanis szabályozott piacok vagy MTF-ek működtetik, és valamely MiFID-mentesség – referencia-árfolyamon alapuló ügyletek, tárgyalásos ügyletek, szokásos piaci nagyságrendet meghaladó ügyletek, ajánlatkezelő rendszerekre vonatkozó mentesség – alapján nem vonatkozik rájuk a kereskedés előtti transzparencia-követelmény. A dark pool-ok eredendő célja, hogy a nagyméretű ügyleteket jelentősebb piaci áreltérítő hatás és információkiszivárgás nélkül lehessen végrehajtani. További előnyük, hogy a tranzakciók a legjobb vételi és eladási árfolyam által kijelölt sáv középárfolyamán jönnek létre, így kedvezőbb árat biztosítanak a befektetők számára. A crossing network-öket ezzel szemben nagyobb befektetési bankok és brókercégek működtetik; a MiFID I. szabályozás nem tér ki rájuk, tehát jelenleg OTC ügyletnek minősülnek. További eltérést jelent a dark pool-okhoz képest, hogy a crossing network-öt működtető bankok, illetve cégek megválaszthatják ügyfélkörüket, valamint az ügylet a spread-en belül bárhol – nem csak a középárfolyamon - teljesülhet. Összefoglalva tehát, mindkét kereskedési platform nem nyilvános végrehajtást tesz lehetővé, és ez az, ami talán a leginkább aggasztja a piaci szereplők egy részét. A tapasztalatok továbbá azt mutatják, hogy a dark pool-okban nem feltétlenül nagyméretű ajánlatok jelennek meg, így valójában nem a neki szánt funkciót töltik be. Jelenleg ugyanakkor mindkét helyszín a forgalom nagyjából 2-2%-át generálja csupán, tehát az ide köthető kereskedési volumen nem számottevő. (Réz, 2011:434-440)

### 3.2 Felgyorsult kereskedés<sup>5</sup>

A fentiekben kifejezetten a kereskedési helyszínek széles palettáját mutattuk be, ugyanakkor érdemes figyelmet szentelni a befektetői oldalnak is. Egyrészt a befektetők – itt elsősorban az intézményi befektetőkre gondolunk – már nem csak befektetési szolgáltatókon keresztül, hanem közvetlenül is elérhetik az egyes platformokat, amivel védettebbé válnak az információ-kiszivárgás ellen. Ennek legismertebb módja a DMA (Direct Market Access), amikor a befektető közvetlenül hozzáfér az adott végrehajtási helyszín rendszeréhez, megbízásainak kizárólag a bróker cég kockázatkezelő rendszerén kell keresztülmennie a biztonság garantálása érdekében. Amennyiben a befektető nem rendelkezik a DMA megoldáshoz szükséges fejlett technológiával, továbbra is a befektetési szolgáltatók rendszereit veheti igénybe a tranzakciók lebonyolításához. Éppen ezért a bróker cégek között is egyre inkább erősödő verseny folyik az ügyfelekért, akiknek kegyeit kifinomult kereskedési megoldásokkal és megfelelő likviditás elérhetővé tételével igyekeznek elnyerni.

Az új piaci struktúra szereplői között meg kell még említeni a high frequency trader-eket (HFT<sup>6</sup>). A high frequency trading egy olyan automatizált kereskedési formának tekinthető, amely fejlett technológiájával a piac előtt jár, ennek köszönhetően pedig a másodperc töredéke alatt több ezer ajánlatot képes betenni a különböző rendszerekbe, azokat végrehajtani, illetve visszavonni. A high frequency trading-et gyakran azonosítják az algoritmikus kereskedéssel, holott a kettő közé nem tehető egyenlőségjel. A HFT is algoritmusokat használ, ugyanakkor a high frequency trader-ek tipikusan önálló cégek, amelyek saját számlás kereskedést folytatnak, kisméretű ajánlatokkal operálnak, és nap végén semleges pozícióval zárnak. Sok esetben árjegyzői funkciót töltenek be, még ha ennek keretei nincsenek is szerződésbe foglalva, és előszeretettel elemzik a piacon nyilvánosan elérhető információkat, amelyekre másoknál gyorsabban képesek reagálni. A bróker cégek ezzel szemben elsősorban ügyfélmegbízásokat teljesítenek az algoritmusok segítségével, és céljuk a legjobb végrehajtás (pl. ár, költség) biztosítása az egyéb ügyféligények mellett. Tény, hogy a HFT-k az európai részvénypiaci forgalom 40%-át generálják, ugyanakkor profitabilitásukról megoszlanak a vélemények: egyes becslések alapján profittermelő képességük kevésbé vonzó, mint sokan gondolnák, míg mások szerint jelentős nyereséggel kecsegtetnek.

<sup>5</sup> (Réz, 2011) alapján

<sup>6</sup> A HFT rövidítést a piaci szereplőkre, valamint a kereskedési technikára egyaránt használjuk.

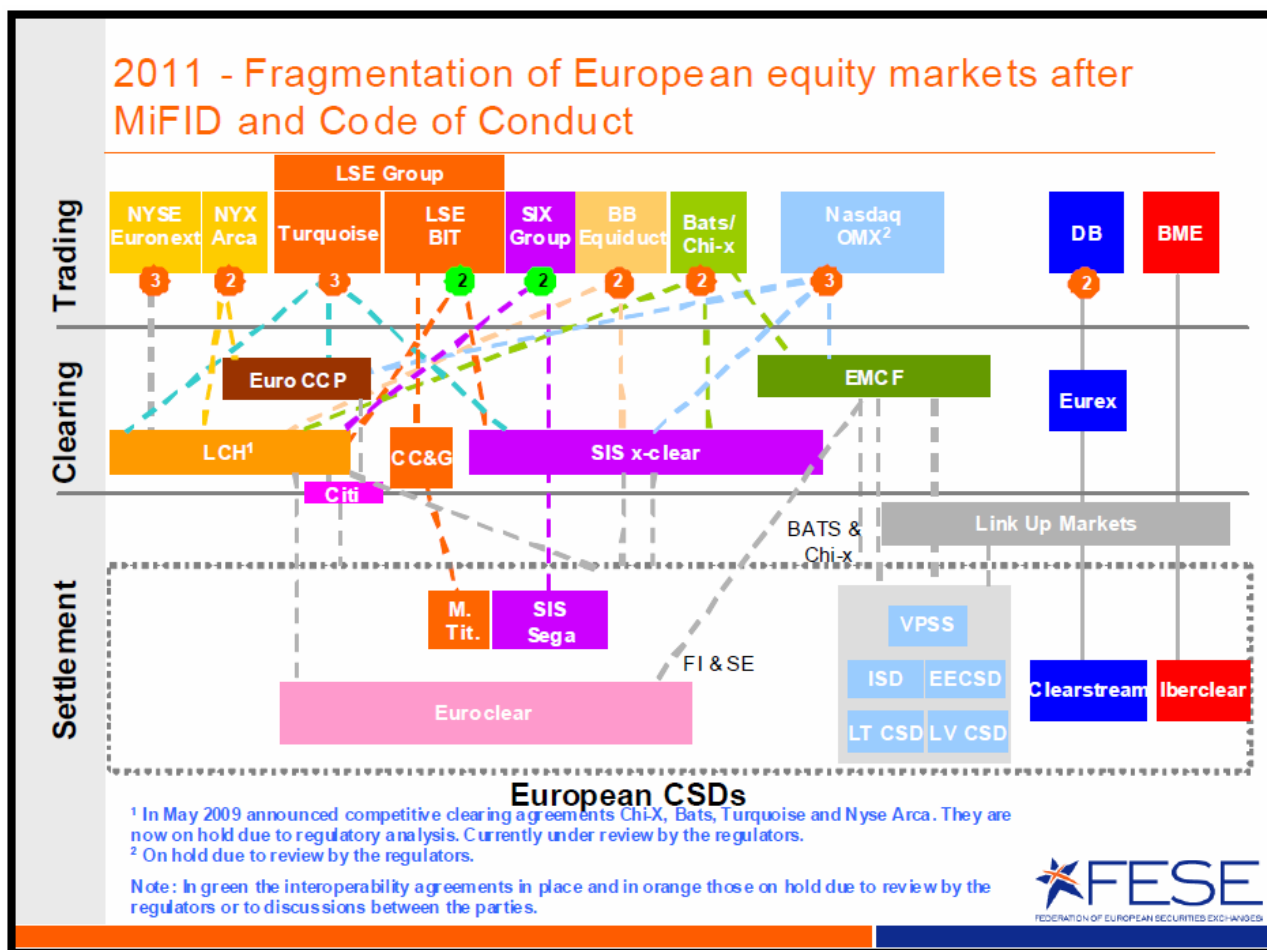


Mivel a HFT-k egyik fő előnye gyorsaságukban rejlik, igényeik kiszolgálására több piacon ún. co-location szolgáltatások is elérhetők. Ennek lényege, hogy a fejlettebb cégek kereskedési motorjukat tőzsdék, illetve egyéb platformok rendszeréhez minél közelebb tudják elhelyezni, hiszen ez is növeli az ajánlatok beérkezésének sebességét. A gyorsaság előnyt jelent a nyilvános adatok elemzésével nyerhető információk kiaknázása során is. A fentiekben többször utaltunk az információ-kiszivárgás veszélyére, ami elsősorban a HFT-k megjelenésével vált kézzelfoghatóvá.

### 3.3 Elszámolási infrastruktúra<sup>7</sup>

Az elszámolási infrastruktúrában kevésbé látványos átalakulás ment végbe, ugyanakkor a MiFID I. szabályozás hatására kialakult új piaci struktúra itt is jelentős változásokat indukált. A leglátványosabb átalakulás a klíring szintjén ment végbe: itt új, határon átvívelő szolgáltatást nyújtó CCP-k (központi szerződő fél, amely a vevő és az eladó közé állva garantálja az ügyleteket) jelentek meg – elsősorban az MTF-ekhez köthetően –, amelyek innovatív megoldásaikkal és kedvező árazásukkal hamar teret nyertek maguknak. Megjelent az igény a nemzeti monopóliumok korának véget vető interoperabilitásra, ami a CCP-k együttműködését jelenti, és lehetővé teszi, hogy egy adott piaci szereplő az általa választott egyetlen CCP tagjaként más piacokon kötött ügyleteit is kényelmesen klíring szolgáltatásoknak vesse alá. Az interoperabilitás térnyerése azonban a szabályozók aggodalmai miatt lassúnak mondható. Elsősorban a rendszerkockázatoktól tartva – egyik CCP bedőlése a másik CCP-re is áterjedhet – óvatosak a felügyeleti szervek a kérelmek jóváhagyását illetően.

### 3. Ábra Az európai elszámolási infrastruktúra 2011-ben



Forrás: EGMI, 2011, 19. o.

<sup>7</sup> (EGMI, 2011) alapján

A kiegyenlítési szolgáltatások szintjén továbbra is a nemzeti monopóliumok dominálnak. Ezt hivatott megváltoztatni a Target2 Securities, amely az ügyletek teljesítését kívánja harmonizálni azok egyetlen platformra terelésével. Ezt követheti majd várhatóan az értéktári és a letétkezelői funkciók harmonizációja, de Európa ettől jelenleg még igen messze áll.

Látni kell tehát, hogy míg az Egyesült Államokban a DTCC (The Depository Trust and Clearing Corporation) egyetlen intézményként – leányvállalatai segítségével – lefedi az elszámolási szolgáltatásokat, Európában a piacok ezen a téren is teljes mértékben fragmentáltak (3. ábra), ami megnehezíti és költségesebbé teszi a határon, illetve platformokon átívelő ügyletkötések elszámolását. További problémát jelent, hogy a kereskedés utáni transzparencia-követelmények sem érik el céljukat, hiszen a különböző forrásból származó adatok nem összehasonlíthatók, így alacsony a valós információtartalmuk a piaci szereplők számára.

### *3.4 A MiFID I. hatásainak értékelése*

Ahogy a fentiekben bemutatottuk, a MiFID I. 2007-es implementálását követően a tőkepiac struktúrája jelentős átalakuláson ment keresztül, aminek következtében egy sokkal összetettebb szerkezet alakult ki. A direktíva alapvető célkitűzése volt, hogy a befektetők alacsonyabb költségek mellett a termékek minél szélesebb köréhez férjenek hozzá, miközben a befektetők védelmére is legalább ekkora hangsúlyt fektetett. Előbbi elérése érdekében, amerikai mintára, az irányelv megszüntette a tőzsdék monopolhelyzetét – tőzsdékényszer eltörlése –, és olyan új helyszíneket (MTF, internalizáció) definiált, amelyek a szabályozott piacokhoz hasonlóan, azonban azoknál rugalmasabb keretek között működhetnek. Az alternatív kereskedési platformok megjelenésével a célnak megfelelően a verseny valóban fokozódott, ugyanakkor olyan innovatív megoldások is teret nyertek, amelyekkel a MiFID I. nem számolt. A formálódó piaci struktúra tehát rámutatott a direktíva hiányosságaira, hiszen az a kereskedési színterek csak egy részét fedte le, míg mások kötöttségek nélkül működhetnek jelenleg.

Sőt mi több, egyes vélemények szerint épp a MiFID I. néhány pontatlan, többféleképpen értelmezhető megfogalmazása vezetett olyan piaci konstrukciók (pl. crossing network-ök) létrejöttéhez, amelyek eredményesen használták ki ezeket a szabályozási arbitrázsokat. Az alapvetően jó szabályok nem megfelelő gyakorlati alkalmazása mellett a MiFID I. komoly hiányosságaként róják fel az elégtelen kikényszeríthetőséget: a felügyeletnek nincs elég jogköre a szabályszegők elleni hatékony fellépéshez, szankciók alkalmazásához. (Lannoo, 2011) Szabályozási arbitrázshoz vezetett az is, hogy a MiFID I.-et, direktíva lévén, az egyes tagállamoknak implementálniuk kellett saját jogrendszerükbe, ami egyenlőtlen feltételekhez vezetett az uniós országok tőkepiaci szabályozásában. Ezért fontos igényként merült fel egy egységes szabálykönyv (single rulebook) létrehozása ezen a területen is.

Az alternatív kereskedési platformok egyik vonzó sajátossága fejlett technológiájukban rejlett, ami a tőzsdéket is mielőbbi felzárkózásra készítette. A befektetők kegyeinek elnyeréséért vívott küzdelem pozitívan érintette a piaci igények minél magasabb szintű kiszolgálását, miközben új szereplőket – pl. HFT-k - is az európai színtérre csábított. Ennek következtében a befektetői aktivitás, valamint a likviditás növekedése volt megfigyelhető, ami élenkítően hatott az uniós piacokra. Ugyanakkor a kereskedési lehetőségek bővülése a likviditás fragmentálódásához vezetett, ami újabb kihívások elé állította a piaci szereplőket. Megoldást kellett ugyanis találni arra, hogy a nagyméretű ajánlatokat a legkisebb piaci árelmozdító hatás mellett lehessen teljesíteni. Válaszképpen a likviditás konszolidációját az új piaci struktúrában a befektetési bankok kezdték biztosítani azáltal, hogy fejlett technológiai megoldásokkal a piacok széles köréhez nyújtanak hozzáférést.

Az új és egyben összetett piaci struktúra egy másik aspektusa, hogy bár jelentősen kiszélesítette a kereskedési színteret, a piaci szereplők körében az átláthatóság hiánya komoly bizonytalanságot szült. Mivel a szerteágazó infrastruktúra növelte az információmennyiséget, ugyanakkor ezek az információk nem egységesek, és bizonyos ügyletek esetében csak a kereskedést követően, és úgy is késleltetéssel kerülnek nyilvánosságra, a transzparencia sokszor sérül. A kereskedés előtti transzparencia-követelmény – vagyis a rendszerben lévő ajánlatok adatainak nyilvánossá tétele – alól a MiFID I. meghatározott feltételek mellett mentességet biztosít, így szabad utat biztosítva a dark pool típusú platformoknak. A direktíva ugyanakkor nem számolt a nem nyilvános színterek különböző fajtáinak elterjedésével, így ezek jelenleg a szabályozás hatályán kívül esnek, vagy legalábbis nincsenek megfelelő keretek közé szorítva. Ezzel tehát a kereskedési adatok egy része rejtve marad a befektetők előtt, és bár ez bizonyos esetekben indokolt is (pl. nagyméretű ajánlatok jelentősebb piaci hatás nélküli végrehajtása), a nem nyilvános platformok a tapasztalatok szerint már közel sem ezt a célt szolgálják.

Miközben a kereskedés előtti átláthatósági követelmények nem mindenkire vonatkoznak, az ügyletkötések adatait már minden esetben közzé kell tenni. Azonban ezek felhasználhatósága korlátokba ütközik, mivel eltérő tartalmuk miatt nehezen összehasonlíthatók. Az átláthatóság és a bizalom növelése érdekében éppen ezért igény merült fel egy egységes adatbázis megteremtésére, ami ideális esetben nem csak a kereskedés utáni adatokat, hanem az ajánlati könyvekre vonatkozó információkat is hozzáférhetővé teszi.

A piacok transzparenciáját vizsgálva nagyon fontos megjegyezni, hogy a MiFID I. transzparenciako vetelményei csak a részvényekre vonatkoztak. Az EU célkitűzései és a piaci igények is egyértelművé tették, hogy a MiFID felülvizsgálatakor a termékek körét jelentősen ki kell bővíteni, kiterjesztve a transzparenciako vetelményeket az egyéb nem tőkejellegű instrumentumokra (pl. certifikátok, ETF-ek), a hitelpapírokra és a származtatott termékekre.

Összességében tehát a MiFID I. csökkentette a versenyt korlátozó tényezőket, a befektetők költségeinek legtöbb elemét és javította a befektetővédelmet. Ugyanakkor a fentiekben vázolt kihívások mellett nem számolt egy világméretű pénzügyi válsággal, ami újabb jelenségek kezelését tette szükségessé. A következőkben kitérünk arra, hogy a krízis és a technológiai innováció milyen további kérdéseket vetett fel, és ezekre a szabályozó hatóságok milyen válaszokat fogalmaztak meg.

#### *4. Új kihívások*

A rohamosan fejlődő technológiai újításoknak köszönhetően kialakult kereskedési módok új kihívások elé állították a szabályozó hatóságokat, hiszen egyértelművé vált, hogy a robotkereskedők tevékenységét bizonyos korlátok közé kell szorítani. Tovább nehezíti a szabályozók helyzetét, hogy a 2008 óta tartó pénzügyi és gazdasági válság során megjelent új problémák is válaszra várnak. Ebben a fejezetben számos olyan kihívást jelentő tényezőt említünk, amelyek gyökere az Egyesült Államok piacain keresendő. A pénzügyi innovációk többsége ugyanis innen származik, és ezek rövid időn belül Európában is érzékeltetik hatásukat. Mivel azonban ezek a hatások késleltetve érik el az öreg kontinenst, lehetőség nyílik arra, hogy előre levonjuk a tanulságokat és azokat megfelelő módon beépítsük várakozásainkba.

##### *4.1 High frequency tradinghez köthető szabályozások*

A robotkereskedők szabályozása alatt elsősorban a korábban már definiált HFT-k által generált új jelenségek kezelését érdemes közelebbről megvizsgálni. Az elmúlt évek során számos közepes méretű, általában saját számlára kereskedő bróker cég növelte ki magát (jellemzően nem hivatalos árjegyzői, valamint arbitrázsőr szerepben), nagyobb forgalmat bonyolítva, mint a legnagyobb intézményi befektetők. Egyes becslések szerint az Egyesült Államokban a HFT cégek körülbelül 2%-át teszik ki a közel 20.000 befektetési szolgáltatónak, mégis a részvénypiaci forgalom mintegy 70%-át generálják. (Forbes.com, 2012) Ez leginkább annak tudható be, hogy a HFT kereskedők gyorsaságukat kihasználva a tranzakciók során kinyert euró-/dollárcentnyi nyereségek lehetőségét keresik, másodpercenként akár több ezer alkalommal. (Gorham, 2011:12) A profitábilis működésük szempontjából ezért abban érdekeltek, hogy a lehető legtöbb ügyletben vegyenek részt, ezáltal hatalmas likviditást biztosítva a piacokon.

A HFT-k mindig a leggyorsabb csatlakozási lehetőségeket keresik. A sebességért folytatott küzdelem hihetetlen mértékeket ölt. Az egyes kereskedő cégek több száz millió dollárra rúgó összegeket fordítanak arra, hogy föld alatt futó optikai kábelekkel kössenek össze egymástól távol levő pénzügyi központokat. Az egyik legismertebb ilyen eset, hogy Chicago és New York között egy összekötő kábelt fektettek le 300 millió dolláros költségvetéssel azért, hogy ezáltal 3 milliszekundumot nyerjenek a kereskedés során. A közeljövőben pedig már transzatlanti összeköttetéseket terveznek létesíteni az érdekelt piaci szereplők.

A már említett co-location szolgáltatások mellett a tőzsdéken tagsággal rendelkező kereskedő cégek megjelentek az ún. 'sponsored access' ötletével, amellyel üzletszerűen biztosítanak lehetőséget a tagsággal nem rendelkező bróker cégek számára, hogy a csatlakozási pontjaikat felhasználva (azaz kibérelve) kereskedhessenek az adott tőzsdéken. Ezzel kapcsolatban a kritikus hangok problémaként szokták felvetni, hogy a sponsored access használatával olyan cégek is élvezik a kvázi közvetlen csatlakozás előnyeit, amelyek nem feltétlenül felelnének meg minden szükséges szabályozási előírásnak. A konstrukcióval szemben felvetett másik aggály az információs aszimmetria tágulása az informáltak és kevésbé informáltak között, hiszen azáltal, hogy egyes tőzsdék lehetőséget biztosítanak a HFT-k számára, hogy közelebb helyezték el saját kereskedési szoftvereiket, versenyelőnybe juttatják őket „lassabb” társaikhoz képest. A válság során számos probléma került felszínre, amelyek hatására az amerikai tőzsd felügyelet (SEC)

szigorításokat vezetett be a sponsored access használatára, különösképpen a mindenféle előzetes kockázatkezelési módszereket nélkülöző ún. 'naked access' változatára, amelyet 2010 novemberében be is tiltott. (SEC, 2010)

A szakmai vélemények megoszlanak abban a tekintetben, hogy a HFT-k növelik vagy csökkentik a piacok volatilitását. A kérdés megválaszolása azért sem egyértelmű, mivel fiatal múltjuknak köszönhetően egyrészt a vizsgálatukhoz nem áll még rendelkezésre elegendő adat (Katz, 2011:4), másrészt dinamikus térnyerésük körülbelül egybeesik a 2008 óta tartó válság hullámvasútszerű árfolyammozgásaival. Az egyik leghíresebbé vált eseményként a Flash Crash néven elterjedt összeomlást szokták emlegetni, amely egyértelműen összefüggésbe hozható a HFT-k jelenlétével: 2010. május 6-án a kora délutáni órákban váratlanul meredek lejtmenetbe fordultak az amerikai részvénytőzsdék, melynek során fél óra leforgása alatt közel 10 százalékot estek az indexek, miközben voltak olyan részvények, amelyek rövid ideig értéküknek 90 százalékát is elvesztették. Az összeomlás után viszonylag hamar, 1-2 órán belül visszatértek az árfolyamok, de az eset mindenki figyelmét felkeltette. Bár a SEC még 2010 októberében a nyilvánosságra hozott egy tanulmányt, mely a Flash Crash történéseit elemzi, igazából azóta sem teljesen világos, hogy mi volt az összeomlás tényleges oka, annyi viszont biztos, hogy az eladások jelentős részét robotkereskedők generálták.

Amit láthattunk tehát, a HFT-k egy szempillantás alatt képesek elvonni azt a hatalmas többletlikviditást, amit a rendszerben folyamatosan biztosítanak nyugodtabb piaci környezetben. Az eset óta többször is előfordultak váratlan, rövid ideig tartó zuhanások, bár közel sem voltak olyan súlyosak, mint a 2010. május 6-i alkalommal. A hatóságok számos módon próbálják korlátok közé szorítani a HFT-k működését: minimális ajánlatbehelyezési és végrehajtási idő meghatározása; tranzakciós díjak helyett a kereskedés során fogadott és küldött üzenetek díjterhelése; legújabbban pedig betekintést szeretnének nyerni az algoritmusok működésének hátterébe, de ezt az érintett cégek ellenzik.

#### *4.2 A válság negatív hatásaira adott új válaszok*

A válság 2008-as kirobbanásának egyik alapvető oka az OTC piacok nehezen követhető elburjánzása volt. A transzparens működés hiányában sem a befektetők, sem a hatóságok nem voltak képesek felmérni a rendszerben megbújó súlyos kockázatokat, amelyek olyan áldozatokat követeltek, mint például a nagy múltú Lehman Brothers csődje. A BIS (Bank of International Settlement) statisztikái alapján 2008 júniusában volt a legmagasabb az OTC derivatívák globális értéke, mely megközelítette a 700.000 milliárd dollárt. Összehasonlításképpen, ez több mint tízszerese az akkori globális GDP értékének, valamint a világ tőzsdén forgó értékpapírok összértékének. A transzparencia hiánya azonban fontos információktól vonta meg a hatóságokat, korlátozva azok cselekvőképességét; így olyan befektetési intézmények kerültek végveszélybe, amelyek hatással vannak az egész pénzügyi világ mindennapi működésére. A csődhullám hatására a vezető nagyhatalmak és felügyeleti hatóságok nekiláttak az OTC derivatívák szabályozásával kapcsolatos rendeletek kidolgozásának, aminek eredményeként – megállapodva a legjelentősebb piaci szereplőkkel – célul tűzték ki ezen termékek standardizálását, lehetőség szerint tőzsdén történő kereskedését, CCP-ken keresztül történő elszámolását, valamint a kontraktusok kereskedési adattárházakba történő lejelentésének kötelezettségét. (IMF, 2010) Ezekon felül a származékos piacok biztonságosabbá tételének jegyében az európai hatóságok az amerikai szabályozókkal együttműködve leszögezték, hogy ezentúl kiemelt fontosságot kapnak a szigorúbb transzparencia- és tőkekövetelmények.

Az OTC derivatívák szabályozásán felül, a 2008 szeptembere óta több hullámban lezajlott viharos tőzsdei árfolyammozgások felhívták a hatóságok figyelmét arra, hogy valamit lépni kell az esésre spekuláló short (rövidre eladás) pozíciók túlzott méretei ellen (European Parliament, European Council, 2011a). A válság során több EU-s tagállam is korlátozásokat vezetett be a tőzsdén kereskedett részvények rövidre eladásával kapcsolatban, mivel olyan vállalatok papírjaiban épültek ki esést indikáló pozíciók, amelyek fontos irányadónak számítanak a gazdasági élet alakulása során. A korlátozó, illetve tiltó intézkedések azonban eltérő módon korlátozták a rövidre eladást az egyes tagállamokban, mivel nem létezett erre az esetre egységesen követhető direktíva. A short selling-re vonatkozó szabályozások sikerességét sok szakmabeli kritizálta, mivel véleményük szerint ezek a korlátozások nem a probléma tényleges gyökereit próbálják kezelni. A szabályozás részleteit bővebben a 4. fejezet fogja taglalni.

A válság egy másik fontos problémára is felhívta a figyelmet, nevezetesen arra, hogy a hitelcsapok beszűkülésével nehezkessé vált a kis- és középvállalkozások (kkv-k) finanszírozása; azonban a döntéshozók fejében csak nemrég kezdett ténylegesen tudatosulni, hogy a forráshoz jutásban keletkezett űrt valamilyen formában pótolni kell. Ennek egyik megoldása lehetne, ha a tőzsdék – mint a vállalatfinanszírozás fontos helyszínei – és a felügyelő hatóságok valamilyen formában könnyített listázási lehetőségeket biztosítanának a kkv-k számára. Ez azért is fontos kérdés, mivel annak ellenére, hogy a kkv-k nagyon fontos pillérét

képezik a modern gazdaságok működésének, nem igazán tudják kihasználni a tőzsdék által biztosított tőkeemelési lehetőségeket. Ennek az egyik lehetséges magyarázata az, hogy nemzetközi szinten a befektetőket leginkább a nagyobb vállalatok részvényei érdeklik. Ezt az igényt a tőzsdék úgy próbálják kielégíteni, hogy egyre jelentősebb méretű piacterekké alakulnak a tendenciaszerű egyesüléseik során, melynek eredményeként a likviditás jellemzően a nagyobb cégek papírjaiban összpontosul. A tőzsdei transzparencia követelmények enyhítésével a kkv-k számára lehetőség nyílna egy ideális másodlagos piacon történő megjelenésre, ahol csökkentett és egyszerűsített jelentéskötelezettséget előíró szabályok lennének érvényesek, így a vállalatok vezetői a szigorú szabályok figyelmes betartása helyett a cég irányításával tudnának foglalkozni.

Az Európai Bizottság 2011 decemberében hirdette meg a kkv-k erősítését megcélzó akciótervét, melynek legfontosabb célja, hogy a gazdasági növekedés elősegítése érdekében a kkv szektor jobb finanszírozásának lehetőségét biztosítsa. (EU Action Plan, 2011) Ennek megvalósítása oly módon történne, hogy a pénzügyi piacok stabilizálását követően fenntartható hitellehetőségeket biztosítanának számukra, valamint a szabályozási környezet javításával a kkv-k tőkepiaci forrásbevonási lehetőségeit javítanák például a költségek és egyéb adminisztratív terhek csökkentésével. A tervek között szerepel még az "SME growth market" koncepciója, mely jelzöt egyes MTF-ek kaphatnának meg előre meghatározott feltételek betartása mellett. Az ötlet alapvető célja a figyelemfelhívás a kkv szektor részvényei iránt, valamint likviditásuk növelése. Fontos részét képezné még a közzétételi terhek csökkentése, melynek értelmében ritkább és egyszerűbb riportolásra kerülne sor.

A fent leírtakból következik, hogy sokfajta veszély fenyegetheti a modern pénzügyi rendszert, amelyek jellemzően egyrészt a gyorsan fejlődő technológiai újításokhoz, másrészt a mélyülő válság új jelenségeihez vezethetők vissza. A hatóságoknak éppen ezért egy piaci konszenzuson alapuló, koherens szabályrendszert kell összeállítaniuk, amely minimalizálja a negatív hatásokat. A felvázolt folyamatok leginkább az Egyesült Államok piacait állítják új kihívások elé, de mivel minden folyamat hamar begyűrűzik az európai színterekre is, fontos, hogy a hatóságok figyelemmel kövessék ezeket az eseményeket, és tanulva mások tapasztalataiból előre felkészüljenek a jövő várható eseményeire.

## *5. A készülő szabályozások által adott válaszok*

A tőkepiaci struktúra és a kereskedési technológia változása, valamint a válság, amint láttuk, számos új kihívással szembesítette az európai szabályozókat. Az ezekre adandó válaszok keresése 2009-2010 során újabb uniós szabályozási hullámot indított el. A dolgozatunkban felvetett problémákat elsősorban három, a jogalkotás különböző szakaszaiban lévő, de még hatályba lépés előtt álló jogszabály hivatott kezelni: a MiFID I. felülvizsgálatának eredményeként születőben lévő MiFID II., az OTC derivatívák transzparensőbb kereskedésére és az elszámolásukra koncentráló EMIR, valamint a rövidre eladást szabályozó short selling rendelet. Az alábbiakban ezen három jogszabályt vesszük górcső alá abból a szempontból, hogy milyen válaszokat javasolnak az általunk is bemutatott kihívásokra.

### *5.1 MiFID II.<sup>8</sup>*

A korábbi fejezetekben áttekintettük a MiFID I. és a 2008-2009-es pénzügyi válság legfontosabb hatásait, valamint az utóbbi évek főbb technológiai újításait. Alapvetően ezek a területek szolgálták a MiFID 2009-ben elindult felülvizsgálatának motivációjául, kiegészülve azokkal a vállalásokkal, amelyeket az EU a 2009-es G20 csúcson tett. A pittsburgh-i csúcson az Unió mindenekelőtt ígéretet tett a kevésbé szabályozott piacok transzparenciájának, felügyeletének erősítésére, valamint az árualapú derivatívák piacán megjelenő túlzott volatilitás megfékezésére. (European Commission, 2011a) Ez utóbbi jelenség mögött elsősorban az áll, hogy az árupiaci derivatívák piacán a fedezeti ügyleteket kötők mellett megjelentek a spekulánsok, felhajtva és volatilitássá téve az árakat; ennek pl. az alapvető élelmiszerek esetében messzemenő következményei lehetnek, és akár élelmezési katasztrófához is vezethetnek. (Henriques, 2011)

A MiFID-felülvizsgálat legfőbb alapelve így az lett, hogy a pénzügyi piacok szabályozása szolgálja a gazdaság és a társadalom javát, és ne fordítva. Ez akkor érhető el, ha a szabályozás növelni képes a pénzügyi rendszer biztonságosságát, stabilitását, transzparenciáját és felelősségteljes működését; ezzel egyidejűleg pedig elősegíti, tovább javítja az EU pénzügyi piacainak integrációját, hatékonyságát és versenyképességét.

---

<sup>8</sup> Az e fejezetben másképp le nem hivatkozott információk forrása a két jogszabálytervezet szövege (European Commission, 2011c, 2011d).

A válság megmutatta, milyen fontos a befektetők megfelelő védelme – a MiFID-felülvizsgálat tovább igyekszik ezt erősíteni.

Ezen célkitűzések elérését számos deklarált operatív célon keresztül törekszik megvalósítani a felülvizsgálat. A versenysemlegesség erősítése és az EU pénzügyi piacaira vonatkozó egységes szabálykönyv létrehozása érdekében a tagállami diszkréciókat minimalizálni kell, és javítani szükséges a tagállami és uniós szintű felügyelet hatékonyságát, a szabályok végrehajtásának minőségét. Elengedhetetlen a piaci szereplők költségeinek további csökkentése, különösen azokon a területeken, ahol a MiFID I. épp költségnövelést eredményezett (pl. információhoz való hozzájutás). Fontos szempont továbbá, hogy az új szövegek egyértelmű gyakorlati szabályokat fogalmazzanak meg minden érintett tevékenységre; illetve hogy azonos tevékenységekre azonos szabályok vonatkozzanak, függetlenül attól, milyen szervezeti keretek között végzik azokat. (European Commission, 2011a)

A fenti célok elérésének érdekében az Európai Bizottság 2011 októberében publikálta a MiFID II. első szövegtervezetét. Az egységes szabálykönyv megvalósításának érdekében a korábbi direktívát kettébontották egy új rendeletre (MiFIR) és egy módosított irányelvre (MiFID). A rendelet tartalmazza azokat az egységes szabályokat, amelyek minden tagállamban közvetlenül és egységesen alkalmazandók. Az itt kezelt témakörök hűen tükrözik az EU és a MiFID II. prioritásait: ide kerültek többek között a transzparenciára vonatkozó passzusok, a derivatívák kereskedésére és elszámolására vonatkozó, újonnan bevezetett kötelezettségek, valamint a kereskedési helyszínek és központi szerződő felek szabad elérését előíró rendelkezések. Az irányelv módosított rendelkezéseit, csakúgy, mint eddig, az egyes tagállamoknak implementálniuk kell, figyelembe véve azok jogrendszerének sajátosságait. A MiFID itt kezeli például az algoritmikus kereskedési rendszerekre és a kkv-piacokra vonatkozó új szabályozást, vagy az árupiaci derivatívák pozíciós limitjeire, illetve azok lejelentésére vonatkozó rendelkezéseket. Az alábbiakban részletesebben is áttekintjük a MiFID II. vizsgálatunk szempontjából legfontosabb újításait, valamint ezek kritikáját.

A MiFID-nek továbbra is deklarált célkitűzése, hogy minden szervezett kereskedés szabályozott kereskedési helyszíneken történjen. E cél elérésének érdekében a piaci struktúrát illetően a MiFID II. legfontosabb újdonsága, hogy az újfajta kereskedési helyszínek (elsősorban a crossing network-ök) megjelenésére válaszul – és „megágyazva” a jövőben megjelenő hasonló konstrukcióknak – bevezet egy újabb kereskedési hely-kategóriát, a szervezett kereskedési rendszert (organised trading facility, OTF). Az OTF-ek ugyanúgy multilaterális, semleges működtető által üzemeltetett rendszerek (ahol tehát tilos a működtető saját számlás kereskedése, valamint más OTF-ekhez való kapcsolódása), mint a szabályozott piacok és az MTF-ek, és ugyanazok a kereskedés előtti és utáni transzparencia-követelmények vonatkoznak rájuk. A különbség abban rejlik, hogy az OTF-ek a hozzáférés biztosításában és az ajánlatpárosításban bizonyos diszkrécióval rendelkezhetnek – azaz megválogathatják, kik kereskedhetnek a rendszerükben, és alkalmasint egyedi elbírálás, nem pedig előre lefektetett szabályok szerint párosíthatják a rendszerükben lévő ajánlatokat. Ezek a tulajdonságok például a crossing network-ök üzemeltetői szerint működésüknek kulcselemei – mások, elsősorban a FESE (Federation of European Stock Exchanges) szerint viszont sértik a piacsemlegességet és az egyenlő elbánás elvét. (Inel, 2011)

A piaci struktúrát érintő, bár kisebb horderejű módosítás, hogy az előző fejezetben említett, kkv-kre vonatkozó akcióterv értelmében a MiFID II. is bevezeti a gyorsan növekvő kkv-k piaca (SME growth market) kategóriát, amelyet MTF-ek kérelmezhetnek, ha megfelelnek az irányelv által lefektetett kritériumoknak. A MiFID II. a kkv-ként a 100 millió eurónál kisebb kapitalizációjú cégeket azonosítja. Ez azonban csak egy technikai lépés, amit tartalommal az akcióterv fog tudni megtölteni.

Széles körben üdvözölt lépés, hogy a MiFID II. jelentősen kibővíti a kereskedés előtti (ajánlatok) és utáni (üzletkötések) transzparencia hatókörét. Míg a MiFID I. csak a részvényekre követte meg a transzparenciát, a felülvizsgált jogszabály kiterjeszti azt az egyéb tőkejellegű termékekre, a kötvényekre, strukturált termékekre (certifikátok, ETF-ek, stb.), sőt, a derivatívákra és az emissziós kvótákra is. Ezek a követelmények azonosak minden szervezett kereskedési helyszín esetében (RM – regulated market/szabályozott piac, MTF, OTF). Az eddigi gyakorlat szempontjából fontos módosítás, hogy a MiFID II. a transzparencia-kötelezettségek alóli kivételeket átláthatóbbá és egységesebbé teszi, hogy valóban csak azok a kereskedési helyszínek és üzletkötések maradjanak rejtve a nyilvánosság elől, amelyek (elsősorban nagy méretük folytán) ténylegesen negatívan befolyásolnák a piaci árképzést.

A MiFID II. nemcsak a nyilvánosság információ-ellátottságát javítja, hanem a felügyeletét is, segítve hatékonyabban ellátni piacmegfigyelő feladatukat, valamint a szankcionálást. Ennek érdekében a felügyeleti jelentési kötelezettséget kiterjeszti szinte minden pénzügyi instrumentumra (néhány nevesített kivétellel), és minden szervezett kereskedési helyszínre. A jelentések adattartalma is kibővül, mindenekelőtt az ügyfél és a tranzakció megkötéséért felelős személy vagy algoritmus válik jobban beazonosíthatóvá. Mind a

közzétételeket, mind a jelentéseket érintő új elem, hogy a MiFID II. adatszolgáltatásra szakosodott vállalkozásokat definiál és emel be a rendszerbe. Ezek közül kiemelendő az ún. összevont adattárolási szolgáltató (consolidated tape provider, CTP) kategóriája. A rendelkezések értelmében a kereskedési helyszínekről származó adatokat néhány egymással versengő, szigorú szabályok szerint működő szolgáltató gyűjti egybe, egységesíti és nyújtja a befektetőknek valós idejű adatfolyamként. Ezzel remélhetőleg jelentősen csökken a kereskedési adatok szétaprózottsága, és javul a piac információs ellátottsága, csökkennek az információhoz jutás költségei.

A válság megmutatta, hogy feszült helyzetekben a jórészt szabályozatlan derivatív piacok milyen destabilizáló góccokként viselkedhetnek a pénzügyi piacokon. Ezért azon túl, hogy a MiFID II. a szervezett piacokon kereskedett származtatott termékeket is bevonja a transzparencia-körbe, az OTC derivatívákra és az árualapú derivatívákra külön szabályokat is bevezet. Annak érdekében, hogy javuljon az OTC derivatívák piacainak stabilitása, átláthatósága és ellenőrizhetősége, illetve hogy az EU eleget tegyen G20-as vállalásainak, a MiFID II. előírja, hogy az ekként meghatározott (kellően fejlett) származtatott termékekkel csak szervezett kereskedési helyszíneken lehet kereskedni – megszűnik tehát az OTC-n való kereskedésük lehetősége. Az árupiaci derivatívák esetén pedig minden azokat kereskedő helyszínt köteles valamilyen módszerrel korlátozni a nyitott pozíciókat, valamint jelentést küldeni ezen pozíciókról az illetékes hatóságoknak.

A piacok további kinyílása, a verseny erősítése és az egyenlő elbánás elvének minél teljesebb megvalósulása érdekében a MiFID II. deklarálja, hogy mind a kereskedési helyszíneknek, mind a CCP-knek diszkriminációmentes hozzáférést kell biztosítaniuk saját rendszerükhöz (erre egyébként a későbbiekben tárgyalt EMIR is kitér), és hasonló kötelezettség terheli az egyes benchmarkok (pl. indexek) tulajdonosait is. Hasonló célokat szolgálnak a harmadik országokból érkező befektetési vállalkozásokra vonatkozó új passzusok, amelyek egységesítik a tagállamok által követendő, eddig jelentősen különböző eljárásokat.

Ahogy azt korábban kifejtettük, az utóbbi évek tapasztalatai azt mutatták, hogy válságos időkben a szabályozottabb piacok robosztusabban működnek, mint szabályozatlanabb társaik. Ezt a tulajdonságot erősítendő, a direktíva új kötelezettségeket fogalmaz meg a szabályozott piacok számára a rendszerek rugalmasságával, a megszakítókcal (circuit breakers, vagyis a kereskedés automatikus szüneteltetése jelentős árelmozdulás esetén), az algoritmikus kereskedési rendszerekkel és a közvetlen piaci hozzáféréssel kapcsolatban. Ezen rendelkezések értelmében a szabályozott piacoknak például kezelniük kell tudni a csúcsterheléseket, és biztosítaniuk kell, hogy a kereskedési algoritmusok, valamint a közvetlen hozzáféréssel rendelkező tagok ne okozhassanak rendellenességeket a kereskedés menetében. A befektetési szolgáltatókra is hasonló kötelezettségeket ró a jogszabály. Mind a szabályozott piacokra, mind az MTF-ekre szigorúbb szervezeti követelmények lesznek érvényesek, és – mivel egy-egy terméket most már számos helyszínen lehet kereskedni – aktívabbá, szabályozottabbá válik a kereskedési helyszínek közötti információáramlás például felfüggesztések, törlések, piaci rendellenességek esetében.

A MiFID I. gyakorlati alkalmazásának egyik fontos hiányossága, hogy a felügyeletnek nincs elég közbelépési, szankcionálási joguk a direktívát megszegőkkel szemben, és ezek a jogok tagállamonként nagy eltérést mutatnak. A MiFID II. mind a tagállami felügyeletet, mind az ESMA (European Securities and Markets Authority, Európai Értékpapír-piaci Hatóság) jogköreit jelentősen kibővíti. A rendelet például biztosítja, hogy a tagállami hatóságok véglegesen, az ESMA ideiglenesen betilthat termékeket, szolgáltatásokat, tevékenységeket, ha azok súlyosan veszélyeztetik a befektető-védelmet vagy az EU pénzügyi piacainak stabilitását, megfelelő működését. Annak érdekében, hogy a derivatívák válságos helyzetekben ne viselkedjenek problémagóccokként, a tagállami hatóságok (illetve bizonyos helyzetekben az ESMA is) bevezethetnek pozíciós limiteket a derivatív pozíciókra vonatkozóan, és előírhatják a pozíciók csökkentését. Azért, hogy az Unió hatékonyabban, egységesebben reagálhasson válsághelyzetekben, a MiFID II. sokkal intenzívebb kommunikációt és együttműködést vár el a tagállami hatóságok között, illetve az ESMA irányában.

A MiFID II.-nek még csak az első szövegtervezete készült el, így nehéz lenne felbecsülni a majdani hatásait. Nyilvánvaló azonban az EU törekvése, hogy kezelje az általunk is felvetett kihívásokat. Reagál a MiFID I. egyik hatásaként fellépő piacfragmentációra oly módon, hogy ennek negatív hatásait csökkenteni próbálja. Ennek érdekében egységes versenyfeltételeket igyekszik létrehozni az egyes kereskedési helyszínek és piaci szereplők között. Törekszik arra, hogy beemelje a közelmúltban megjelent és a jövőben várhatóan kialakuló kereskedési helyszíneket a szabályozás hatáskörébe; valamint arra, hogy kiszűrje az OTC „fekete dobozából” azokat a tevékenységeket, amelyeknek a piacsemlegességet és a befektetők érdekeit szem előtt tartva szabályozottabb piacokon a helyük. A transzparencia-követelmények kiterjesztésével és elmélyítésével, valamint az adatkonszolidációra való törekvéssel minden biznnyal

jelentősen javul majd a befektetők és a felügyelet információs ellátottsága. Ezzel nemcsak a verseny erősödhet, hanem az átláthatóbb piacok és tevékenységek miatt az esetleges jövőbeli válsághelyzetek is előre láthatókká és könnyebben megelőzhetőkké válhatnak. A MiFID II.-ben megjelennek az olyan technikai újítások is, mint az algoritmikus kereskedés (igaz, a HFT-ket külön nem nevesíti) és a közvetlen csatlakozás; az új szabályozások csökkenteni igyekeznek az ezekkel együtt járó kockázatokat.

Hiába tart a MiFID II. a jogalkotási procedúra korai fázisában, – éppen azért, mert a tőkepiac számára kardinális kérdéseket kezel, és ezért kiemelt figyelmet kap a piaci szereplők részéről – máris számos kritikát kapott. Gyakori felvetés, hogy a rendelkezések túl bonyolultak, és még mindig nem elég egyértelműek. Problematikus az is, hogy a MiFID I. implementálása óta nem telt el elég idő, az egyes rendelkezések hatásai még nem tudtak megfelelően kibontakozni, tehát nehéz ezekre kellő megalapozottsággal reagálni. Ehhez hasonló igény, hogy a MiFID II. módosításainak alkalmazásához – az erőteljes technológiai érintettség miatt – megfelelően hosszú átmeneti időket kell biztosítani. Kisebb piaci szereplők véleménye szerint a MiFID II.-t még mindig túlzottan a legnagyobb piacokra szabták, így például az ajánlatok méretére vonatkozó küszöbértékek a kis tőzsdék számára aránytalanul nagyok. (Kauppi, 2011)

A konkrétabb rendelkezések kritikáját illetően már utaltunk rá, hogy a FESE legelsősorban az új OTF kategória bevezetését ellenzi. Az európai tőzsdéket tömörítő szervezet arra hivatkozik, hogy az OTF nevesítése szentesíti a szigorúbb kategóriákat (RM, MTF) eddig kikerülő kereskedési helyek gyakorlatát, amely azt eredményezi, hogy azonos tevékenységekre az OTF kategóriájába eső helyszínek esetében enyhébb szabályok vonatkoznak. Ez a FESE szerint nemhogy növelné, hanem egyenesen csökkenti a piac egészének transzparenciáját és a piacsemlegességet. A FESE ehelyett a meglévő kategóriák definíciójának pontosítását, egyértelműbb elhatárolását javasolja. A FESE felveti továbbá, hogy a CCP-khez való hozzáférés teljes nyitását alaposabb hatástanulmányoknak kellene megelőzniük, ellenkező esetben – főleg a derivatívák piacain – az Uniónak komoly rendszerkockázatokkal és az Európai piacok pozícióvesztésével kell szembenéznie. (Inel, 2011, Jochumsen, Hardt, 2011.)

## 5.2 EMIR<sup>9</sup>

Az EMIR-t (European Market Infrastructure Regulation) elsősorban a pénzügyi válság hívta életre, és elsődleges célja a transzparencia növelése az OTC derivatívák piacán, valamint a CCP-k biztonságos és megbízható működésének biztosítása.

A szabályozás célkitűzéseit a G20-ak 2009 szeptemberében már deklarálták, és ebben a következőket fogalmazták meg: minden arra alkalmas OTC derivatíva kereskedését tőzsdei keretek közé vagy valamilyen elektronikus platformra kell terelni, valamint azokat CCP-ken keresztül kell elszámolni legkésőbb 2012. év végétől; a származtatott OTC kontraktusokban kötött ügyleteket a kereskedési adattárak (trade repository) számára jelenteni kell; amennyiben egy OTC derivatíva elszámolására nem CCP-ben kerül sor, arra magasabb tőkekövetelményt kell alkalmazni. 2010 júniusában a G20-ak annyival egészítették ki a fentieket a szabályozói folyamat felgyorsítása érdekében, hogy az OTC derivatívák átláthatóságát és a szabályozói rálátást nemzetközileg összehangolt és diszkriminációmentes módon kell elérni. (holman fenwick willan, 2011)

Az EMIR szövegezése már többé-kevésbé véglegesnek tekinthető, annak várható elfogadása és hatályba lépése 2012. év végére tehető. Mivel a szabályozás rendeletként kerül elfogadásra, annak implementációjára nincs szükség, a tagországokban automatikusan alkalmazandó lesz.

Az EMIR egyik központi eleme az OTC derivatívák kötelező, CCP-n keresztüli elszámolás alá vonása. Ezzel a szabályozó a partnerkockázatot igyekszik csökkenteni azzal, hogy az ilyen ügyletek mögé is megfelelő biztosítékot kell majd elhelyezni. Bár azt a szabályozás pontosan nem mondja ki, hogy az OTC kontraktusok mely körére vonatkozik a kötelezettség – erről a későbbiekben majd az ESMA jogosult dönteni –, célja, hogy minél több terméket tereljen kötelező elszámolás alá. Az ESMA-nak döntése során törekednie kell arra, hogy csak a biztonsággal elszámolható derivatív kategóriákra – standardizálhatóság, likviditás, rendszerkockázatok szempontjából – terjessze ki a kötelezettséget.

Az OTC derivatívákban lévő pozíciókról az eddigiekben nehéz megbízható információt gyűjteni, amit az EMIR a jelentési kötelezettség bevezetésével igyekszik kezelni – ez várhatóan nem csak az OTC ügyletekre (ahogy a G20-ak elvárása megfogalmazta), hanem az összes származékos ügyletre fog vonatkozni. A később kialakításra kerülő egységes tartalmi követelmények a remények szerint sokkal jobban felhasználható adatokat, információkat fognak eredményezni, az átláthatóság növelésével pedig a derivatívákkal összefüggő kockázatok is követhetőbbé válnak. A jelentési kötelezettség alapvetően a CCP-

<sup>9</sup> (Európai Parlament, Európai Tanács, 2011b) alapján



ket és a szerződő feleket terheli majd. Az adatokat az erre a célra létrehozott kereskedési adattárak gyűjtik és tárolják, amelyek – összhangban a MiFID felülvizsgálatban javasolt jelentési kötelezettségekkel – rendszeresen kötelesek lesznek aggregált szintű adatokat közzétenni a származékos ügyletekben lévő pozíciókról. Ugyanakkor érdekes, hogy az OTC derivatívákat mind a MiFID II., mind az EMIR igyekszik szabályozni, ami duplikációkhoz, adott esetben pedig akár ellentmondásokhoz is vezethet.

A szabályozás további célja a CCP-k működési keretrendszerének és felügyeletének kialakítása, mivel az elszámolási kötelezettség bevezetése fokozza ezen intézmények rendszerszintű jelentőségét. Az EMIR a CCP-k működésének minden alapvető területére kiterjed, úgymint az induló tőke minimum összege, szervezeti követelmények, valamint a CCP-k kockázatkezelési gyakorlata. Fontos továbbá a diszkriminációmentesség biztosítása: amennyiben egy végrehajtási helyszín (például tőzsde) kérelmezi egy adott kontraktus elszámolásra történő befogadását, az csak indokolt esetben tagadható meg; ha azonban minden követelménynek megfelel, az adott CCP nem utasíthatja el. Ez fordítva is igaz, tehát ha egy CCP kér hozzáférést egy adott kereskedési helyszín adatállományához, azt számára biztosítani kell.

Bár a korábban a piaci szereplők által önkéntesen aláírt önszabályozó kódex (Code of Conduct) az interoperabilitásra vonatkozó főbb irányvonalakat már rögzítette, az EMIR is szabályozni kívánja a CCP-k együttműködését. A szabályozás teret enged az interoperabilitásnak – csak átruházható értékpapírok és pénzügyi eszközök elszámolására vonatkozóan –, de hangsúlyozza a felek közötti kockázatkezelés fontosságát.

A fentiekben röviden áttekintett EMIR szabályozás igen sok területet igyekszik kezelni a válság után felerősödő aggodalmak csillapítása érdekében. Ugyanakkor kérdéses, hogy a gyakorlatban a szabályozó, valamint a piaci szereplők milyen mértékben tudják majd ezeket a követelményeket hatékonyan megvalósítani. Sokak félelme, hogy a megfelelés jelentősen növelni fogja a költségeket (pl. IT költségek), ideértve a tranzakciós költségeket is, miközben mások a növekvő versenytől az elszámolási díjak csökkenését várják. Kérdéses az is, hogy a rendelet képes lesz-e elősegíteni a jelenlegi versenyt korlátozó tényezők lebontását, vagy minden marad a régiben, és az egységes pénzügyi piacokat egy szétaprózott elszámolási infrastruktúra szolgálja ki a jövőben is.

### 5.3 Short selling<sup>10</sup>

Ahogy azt korábban kifejtettük, a válság kapcsán felmerült a határozott igény egy short selling-re és a CDS-ekre (credit default swaps, nemteljesítési csereügyletek) vonatkozó egységes európai szabályozásra, a tagállami felügyeletek közti szorosabb koordinációra válsághelyzetek idején. A MiFID II.-höz hasonlóan, és az egységes európai szabálykönyv létrehozásának szándékához igazodva, az új szabályozás első szövegszerű tervezete itt is rendeleti formában jelent meg 2010-ben. A rendelet szövege – nem kis részben éppen a 2011-es magyar EU-elnökség erőfeszítéseinek köszönhetően – már csaknem véglegesnek tekinthető, és közel van a végső elfogadáshoz; a szabályozás várhatóan 2012 második felében lép életbe.

Az új short selling szabályok minden, az EU területén tőzsdére vagy más kereskedési helyre bevezetett pénzügyi instrumentumra, derivatív termékre, szuverén hitelpapírra és ezek derivatíváira érvényesek, tőzsdei és tőzsdén kívüli kereskedésre egyaránt. A rendelet – a gyakorlati tapasztalatok fényében – tágan értelmezi a nettó short pozíciót: ide tartozik nem csak a rövidre eladás, hanem minden olyan tranzakció, aminek nyomán az adott személynek pénzügyi előnye származik az instrumentum árának/értékének csökkenéséből. Így ide tartoznak például a kereskedési helyszíneken kívül felvett short pozíciók, a derivatívák használata nyomán keletkező nettó short pozíciók, valamint a CDS-ek, indexek, ETF-ek révén keletkező érdekeltség is.

A szabályok egyik legfontosabb célkitűzése a short ügyletekre vonatkozó transzparencia növelése, mind a nyilvánosság, mind a felügyeletek felé. Ennek érdekében a részvények esetében minden olyan nettó rövid pozíciót jelenteni kell a felügyeletnek, amely meghaladja a társaság kibocsátott részvénytőkéjének 0,2%-át; ezt meghaladóan pedig 0,1 százalékonként jelenteni kell a pozíció növekedését. Ha a nettó rövid pozíció meghaladja a részvénytőke 0,5%-át, akkor azt névtelenül, aggregált módon nyilvánosságra is kell hozni (illetve minden ezt meghaladó 0,1%-os növekedést is). A szuverén hitelpapírokban és CDS-ekben fennálló jelentős nettó pozíciókat szintén jelenteni kell a felügyeletek felé – itt az egyes tagállamokra és az EU egészére vonatkozó küszöbértékeket az Európai Bizottság a későbbiekben határozza meg.

A rendelet másik központi eleme, hogy tiltja a részvények és szuverén hitelpapírok fedezetlen rövidre eladását (naked short selling), de viszonylag tágan értelmezi, mi tudható be fedezetnek. Így tehát akkor lehetséges a részvények rövidre eladása, ha az eladó birtokolja vagy kölcsönvette az adott részvényt, vagy

<sup>10</sup> Az e fejezetben másképp le nem hivatkozott információk forrása a jogszabálytervezet szövege (European Parliament, European Council, 2011).

legalábbis egyértelműen beazonosította, szükség esetén hol érhető el ezek a részvények, és egy esetleges leszállításról megegyezett a részvények birtokosával. Hosszas viták után úgy tűnik, a napon belüli fedezetlen rövidre eladás (tehát amikor a kereskedési nap végéig a befektető beszerzi az adott részvényt) automatikusan nem lesz engedélyezett, bizonyos esetekben azonban lesz rá lehetőség.

Csakúgy, mint a MiFID II., a short selling rendelet is kibővíti a tagállami felügyelet hatáskörét, és erősíti a köztük lévő koordinációt. Így a tagállamok kompetens felügyeletei kivételes (válság)helyzetekben további korlátozásokat léptethetnek életbe, többek között kötelezhetik a piaci szereplőket nettó short pozícióik bejelentésére vagy közzétételére, és megtilthatják vagy korlátozhatják a rövidre eladást egy, több vagy minden pénzügyi instrumentumra. Az ESMA szintén széles körű jogosítványokat kap a beavatkozásra, például vész helyzetben betilthatja egyes részvények és eurozóna-államkötvények shortolását, illetve koordinálja, véleményezi az érintett hatóságok lépéseit.

Érdekesség, hogy miközben javában folyt a short selling rendelet vitája, a finanszírozási gondokkal küzdő EU-tagállamok felügyeletei 2011 augusztusától sorra vezettek be korlátozásokat a short selling-re vonatkozóan. Ezeket a lépéseket az érintett felügyelet már egymással koordinálva hozták meg, bár ez inkább csak az időzítésre szorítkozott; a korlátozások konkrét részletei (mindenfajta rövidre eladás tiltott vagy csak a fedezetlenek; mely értékpapírokra vonatkozik a tiltás, illetve azok derivatívái is érintettek-e stb.) nagyban eltértek. (Portfolio.hu, 2011)

A short selling rendelet rendelkezéseinek lehetséges hatásait, azok kritikáját illetően Wyman tanulmányát emelnénk ki, aki piaci szereplők széles körének a véleményét kérte ki a készülő szabályozással kapcsolatban. A tanulmány a leginkább kontraproduktív ötletnek a short pozíciók egyenkénti, név szerinti közzétételét tartotta – ez azóta ki is került a tervezetből. Továbbra is szükségtelenül alacsonynak tartja azonban a jelentési-közzétételi küszöbértékeket. Tolmácsolja továbbá az intézményi befektetők aggodalmát, hogy az új szabályozás az uniós piacok versenyhátrányba kerülnek más, liberálisabb piacokkal szemben, ezért elvándorol majd a forgalom egy része, csökken a likviditás az európai piacokon (Wyman, 2011).

## 6. Zárszó

Tanulmányunk egyik legfontosabb célja és egyben tanulsága annak szemléltetése, hogy a szabályozási környezet milyen sokrétűen ágyazódik be a pénzügyi-gazdasági folyamatokba és a tőkepiacok fejlődésébe. Láthattuk, hogy a jogszabályok nemcsak lekövetik az innovációkat, hanem gyakran azok egyik kiváló okaként is megjelennek – gondoljunk csak az MTF-ek vagy a dark pool-ok születésére.

Az utóbbi másfél évtizedben bevezetett uniós jogszabályok hatásait vizsgálva szembevetendő, hogy miközben sok tekintetben sikerrel megvalósítják eredeti célkitűzéseiket, sokszor ezekkel a célokkal nehezen összeegyeztethető hatásokkal is számolni kell. A jogalkotási törekvések legfőbb célkitűzése egy egységes európai pénzügyi piac megteremtése volt, és ennek megvalósulását a piaci szereplők szemszögéből alapvetően pozitívan értékelhetjük. Az egyes tagállamokban a legutóbbi időkig fennálló, jelentős különbségeket mutató jogszabályi keretrendszer igen egyenetlen feltételeket biztosított a piaci szereplőknek. Ez a helyzet már a MiFID I. hatására is számottevően javult, a MiFID II. és a többi formálódó jogszabály pedig várhatóan tovább csökkent a különbségeket. Jelentős részben a szabályozói törekvéseknek köszönhetően egy sokkal inkább „felhasználóbarát” környezet alakult ki: a tőzsdék egyeduralma megtört, a határok leomlottak, aminek következtében megnőtt a befektetők választási lehetősége és sok tekintetben csökkentek költségeik; vagy éppen a brókerek akár egy kattintással elérhetnek távoli piacokat is; a vállalatok pedig különböző piacokról vonhatnak be pénzügyi forrásokat. Mindezek mellett a MiFID I. által bevezetett közzétételi és jelentési kötelezettségek a részvényt piacokon növelték a transzparenciát; a MiFID II. ezeket a követelményeket pedig tovább egységesíti, és kiterjeszti más instrumentumokra és piaci szegmensekre.

Nem mehetünk el azonban a fenti folyamatok árnyoldala mellett sem. A szabályozások, valamint az elsősorban amerikai mintára átvett innovatív megoldások sok tekintetben a piacok szétaprózódásához vezettek – legyen szó akár likviditásról, akár kereskedési adatokról –, és az ebből fakadó átláthatóság hiánya jelentősen megnehezíti a piaci szereplők döntéseit. Nem megoldott továbbá az elszámolási infrastruktúrához való egyszerűsített hozzáférés sem, bár ezen a téren is egyre nagyobb előrelépések történtek. Végezetül pedig a „fekete dobozként” emlegetett OTC piac is egyre inkább fókuszba került, különösen a globális pénzügyi válság hatására. Pozitívumként értékeltük, hogy a piaci szereplők ma már a kereskedési szintek, technikák és a termékek széles palettájáról válogathatnak, miközben azonban ez a sokszínűség néha már kezelhetetlen mennyiségű információt eredményez. A kör tehát itt bezárul: a fenti tényezők miatt a szabályozók egyik fő célkitűzésévé ismét a piacok egységének és transzparenciájának növelése vált. Sőt, mi

több, az új jelenségeket úgy kell tudniuk határok közé szorítani, hogy azok pozitív hozadékait ne fojtsák el, és a fenntartható fejlődésnek se szabjanak gátat.

Az új kihívások hatására elindult, jelenleg is folyó uniós szabályozási hullám részben a korábbi jogszabályok kiigazítását, részben új keretek megteremtését hivatott szolgálni. Ennek része a tanulmány által is bemutatott MiFID felülvizsgálat, a short selling rendelet, illetve a klíring és OTC derivatívák kérdéskörét kezelő EMIR kidolgozása. Ugyanakkor a változó szabályozás alkalmazása a piaci szereplők részéről jelentős erőforrásokat igényel, amely befektetésként is tekinthető a jövőbeli versenyképesebb és válságállóbb piaci struktúra kialakításába.

### *Irodalom*

Bedő, Tibor, Pesel, Andrea (2006): A 2004/39/EK Irányelv és végrehajtási intézkedéseinek hatása a befektetési vállalkozásokra és a tőkepiacra, PSZÁF, 2006. április

[http://www.pszaf.hu/data/cms818865/pszafhu\\_publ\\_mifid.pdf](http://www.pszaf.hu/data/cms818865/pszafhu_publ_mifid.pdf) (2011.12.27.)

Cerutti, Dominique (2011): Speech by Dominique Cerutti, President and Deputy CEO of NYSE Euronext, on the Public Hearing of the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament titled “MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2” on December 5, 2011.

<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201112/20111206ATT33397/20111206ATT33397EN.pdf> (2012.1.6)

Cégvezetés (2005): A tőkepiac szabályozása az Európai Unióban, *Cégvezetés* 82. szám, 2005. február 1.

<http://cegvezetes.hu/2005/02/a-tokepiac-szabalyozasa-az-europai-unioban/> (2012.1.6.)

CFA Institute, Euroinvestors, FESE (2011): “European investors and exchanges ask for the MiFID Review to put the economy first”. Press release, Brussels, October 19, 2011.

[http://www.fese.be/\\_mdb/news/MiFID%20Proposal%20Joint%20Press%20Release\\_FINAL.pdf](http://www.fese.be/_mdb/news/MiFID%20Proposal%20Joint%20Press%20Release_FINAL.pdf) (2012.1.6)

Douglas, Andrew (2011): European Market Infrastructure Regulation –EMIR, DTCC, March 16, 2011

[http://www.euroccp.co.uk/docs/leadership/EMIR\\_presentation.pdf](http://www.euroccp.co.uk/docs/leadership/EMIR_presentation.pdf) (2011.12.28.)

Dr. Mohai, György, Tóth Attila (2004): A tőkepiac újraszabályozása az Európai Unióban, 2004. május 8.

[http://bet.hu/data/cms77928/A\\_tokepiac\\_ujraszabalyozasa\\_az\\_Europai\\_Unioban.pdf](http://bet.hu/data/cms77928/A_tokepiac_ujraszabalyozasa_az_Europai_Unioban.pdf) (2012.1.6.)

EGMI (2011): Expert Group on Market Infrastructures (EGMI) Report, October 10, 2011

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/egmi/101011\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/egmi/101011_report_en.pdf) (2011.12.28.)

EU Action Plan (2011): Helping SMEs access more financial resources

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/879> (2011.12.29.)

EUBusiness (2008): Settlement Finality and Financial Collateral Directives – guide, April 24, 2008

<http://www.eubusiness.com/topics/finance/settlement-finality.01> (2011.1.9.)

EuroCCP (2011): <http://www.euroccp.co.uk/interoperability/index.php> (2011.12.28.)

European Commission (1999): Financial Services, Implementing the Framework for Financial Markets, Action Plan, Communication of the Commission, COM(1999)232, 11.5.1999

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/action\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf) (2011.12.14.)

European Commission (2011a): Commission Staff Working Paper. Executive Summary of the Impact Assessment. Brussels, October 20, 2011.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/mifid/SEC\\_2011\\_1227\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/SEC_2011_1227_en.pdf) (2012.1.16)

European Commission (2011b): New rules for more efficient, resilient and transparent financial markets in Europe. Press release, Brussels, October 20, 2011.

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/1219&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> (2012.1.6)

European Commission (2011c): Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council. Brussels, October 20, 2011.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:EN:PDF> (2012.1.6)

European Commission (2011d): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation (EMIR) on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Brussels, October 20, 2011.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:EN:PDF> (2012.1.6)

European Parliament, European Council (2004a): Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. Brussels, April 21, 2004.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/consleg/2004/L/02004L0039-20060428-en.pdf> (2012.1.16)

European Parliament, European Council (2011a): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps. Brussels, November 15, 2011.

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2011-0486&format=XML&language=EN#BKMD-11> (2012.1.16)

Európai Parlament, Európai Tanács (2004b): Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelve a pénzügyi eszközök piacairól, a 85/611/EGK és a 93/6/EGK tanácsi irányelv, és a 2000/12/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv módosításáról, valamint a 93/22/EGK tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről, 2004. április 21.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20080320:HU:PDF> (2011.12.28.)

Európai Parlament, Európai Tanács (2011b): Rendelet (tervezet) a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról, 2011. július 5.

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2011-0310+0+DOC+XML+V0//HU> (2011.12.28.)

Forbes.com (2012): High-Frequency Folies

<http://www.forbes.com/forbes/2012/0116/investing-high-frequency-trading-david-dreman.html> (2012.01.18.)

Gomber, Peter, Pierron, Axel (2010): MiFID, Spirit and Reality of a European Financial Markets Directive, Goethe Universitat, Celent, September 2012

Gorham, Michael (2011): The long, promising evolution of screen-based trading, *World Federation of Exchanges Focus* (July 2011)

[http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus\\_july\\_white.pdf](http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_july_white.pdf) (2011.12.29.)

Gorham, Michael (2011): The long, promising evolution of screen-based trading II, *World Federation of Exchanges Focus* (September 2011) (2011.12.29.)

Henriques, Gisele (2011): Statement by Gisele Henriques, Advocacy and Policy Officer of Food, Agriculture and Sustainable Trade, on the Public Hearing of the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament titled "MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2" on December 5, 2011.

<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201112/20111206ATT33402/20111206ATT33402EN.pdf> (2012.1.6)

HM Treasury, FSA, Bank of England (2003): The EU Financial Services Action Plan: a Guide, July 31, 2003

[http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fsap\\_guide.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fsap_guide.pdf) (2011.12.14.)

holman fenwick willan (2011): Introduction to the European Market Infrastructure Regulation, Regulatory Bulletin, April 2011

<http://www.hfw.com/publications/bulletins/regulatory-bulletin-april-2011/regulatory-bulletin-april-2011-introduction-to-the-european-market-infrastructure-regulation> (2011.12.28.)

Inel, Burçak: MiFID Review. Presentation by Burçak Inel, Deputy Secretary General of FESE, in Copenhagen, November 23, 2011.

International Monetary Fund (2010): Making Over the Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/chap3.pdf> (2011.12.20.)

Jochumsen, Hans-Ole, Hardt, Judith (2011): Letter by Hans-Ole Jochumsen, FESE President, and Judith Hardt, FESE Secretary General, to Commissioner Barnier regarding MiFID. Brussels, April 4, 2011.

[http://www.fese.be/\\_mdb/news/Commissioner%20Barnier\\_Letter\\_April%202011.pdf](http://www.fese.be/_mdb/news/Commissioner%20Barnier_Letter_April%202011.pdf) (2012.1.16)

Jouyet, Jean-Pierre (2011): Check Against Delivery. Speech by Jean-Pierre Jouyet, Chairman of the Financial Markets Authority, France, on the Public Hearing of the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament titled “MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2” on December 5, 2011.

<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201112/20111209ATT33739/20111209ATT33739EN.pdf> (2012.1.6)

Kauppi, Piia-Noora (2011): Written statement by Piia-Noora Kauppi, Managing Director of the Federation of Finnish Financial Services, on the Public Hearing of the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament titled “MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2” on December 5, 2011.

<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201112/20111206ATT33395/20111206ATT33395EN.pdf> (2012.1.6)

Katz, Christian (2011): High frequency traders: makers or brakers of markets, *World Federation of Exchanges Focus* (September 2011) (2011.12.29.)

Lannoo, Karel (2011): Note by Karel Lannoo, Chief Executive of CEPS, Brussels, on the Public Hearing of the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament titled “MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2” on December 5, 2011.

<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201112/20111206ATT33387/20111206ATT33387EN.pdf> (2012.1.6)

Malcolm, Kyla, Tilden, Mark, Wilsdon Tim (2009): Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan, CRA International, March 2009

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/090707\\_economic\\_impact\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/090707_economic_impact_en.pdf) (2011.12.14.)

Marján, Attila (2003): Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor és a gazdasági és monetáris unió, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 2003

[http://phd.lib.uni-corvinus.hu/126/1/marjan\\_attila.pdf](http://phd.lib.uni-corvinus.hu/126/1/marjan_attila.pdf) (2011.1.6.)

Philipponnat, Thierry (2011): Speech by Thierry Philipponnat, Secretary General of Finance Watch, on the Public Hearing of the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament titled “MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2” on December 5, 2011.

<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201112/20111206ATT33389/20111206ATT33389EN.pdf> (2012.1.6)

Pierron, Axel (2010): MiFID: Spirit and Reality of a European Financial Markets Directive. An abstract of a report by Celent, September 27, 2010.

<http://www.celent.com/reports/mifid-spirit-and-reality-european-financial-markets-directive> (2012.1.6)

Portfolio.hu (2011): Short tilalom indul máától több európai országban. 2011. augusztus 12.

[http://www.portfolio.hu/vallalatok/short\\_tilalom\\_indul\\_matol\\_tobb\\_europai\\_orzagban.153727.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/short_tilalom_indul_matol_tobb_europai_orzagban.153727.html) (2012.1.16)

Réz, Éva (2011): Átalakuló piaci struktúra, Az új kereskedési technikák és helyszínek hatásai, *Hitelintézési Szemle*, 10. évfolyam, 5. szám, 430-454. o., 2011

[http://www.bankszovetseg.hu/anyag/feltoltott/430\\_454\\_rez\\_eva.pdf](http://www.bankszovetseg.hu/anyag/feltoltott/430_454_rez_eva.pdf) (2011.12.28.)

Ross, Verena (2011): Opening statement by Verena Ross, Executive Director of ESMA, on the Public Hearing of the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament titled “MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2” on December 5, 2011.

<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201112/20111206ATT33391/20111206ATT33391EN.pdf> (2012.1.6)

SEC (2010): SEC Adopts New Rule Preventing Unfiltered Market Access

<http://sec.gov/news/press/2010/2010-210.htm> (2012.01.05)

Steil, Benn (2002): Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*

<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0215.pdf> (2011.12.28.)

Wahal, Sunil (2011): Electronic Markets and Trading Algorithms,

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1914498](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1914498)

Wójcik, Dariusz (2010): Revolution in the Stock Exchange Industry: Two-Sided Platforms, Battle for Liquidity, and Financial Centres, *Oxford University – Work and Finance Working Paper No. 10-10*

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1653827](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1653827) (2011.12.20.)

Wyman, Oliver (2011): Oliver Wyman Study Identifies Concerns in Proposed Short-Selling Regulations and Recommends Alternatives for European Union to Consider. New York, London, February 1, 2011.

[http://www.oliverwyman.com/pdf\\_files/OW\\_EN\\_FS\\_Press\\_2011\\_Short\\_Selling\\_Public\\_Disclosure\\_Equity\\_Markets.pdf](http://www.oliverwyman.com/pdf_files/OW_EN_FS_Press_2011_Short_Selling_Public_Disclosure_Equity_Markets.pdf) (2012.1.11)

\*

[www.southeast-europe.org](http://www.southeast-europe.org)

[dke@southeast-europe.org](mailto:dke@southeast-europe.org)

© DKE 2011

Figyelem! Kedves kutató! Ha erre a tanulmányunkra hivatkozik, vagy idézi annak egy részét, kérjük, küldjön erről egy email-t a főszerkesztő részére a [dke@southeast-europe.org](mailto:dke@southeast-europe.org) címre. A tanulmányt a következőképpen idézze: *Lengyel Judit, Réz Éva, Szép Olivér: A tőkepiacok szabályozásának aktuális kérdései. Délkelet-Európa – South-East Europe International Relations Quarterly*, Vol. 2. No. 7. (2011 őszi) pp 1-22. Együttműködését köszönöm. *A főszerkesztő.*