

Horváth Bence\*



# A részvények forgalomba hozatalára vonatkozó szabályozás átalakításának indokai és ellentmondásai

## ALAPVETÉS

Az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételkor vagy az értékpapíroknak a szabályozott piacra történő bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2003/71/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló 2017. június 14-i 2017/1129/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet, közkeletű nevén a prospektus rendelet határozza meg uniós szinten a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (a továbbiakban: Tpt. vagy tőkepiaci törvény) által alkalmazott, az értékpapírok kibocsátásával kapcsolatos alapvető fogalmi rendszert.

A prospektus rendelet célja, hogy meghatározza: az értékpapírok megvásárlásra történő felajánlásához, jegyzéséhez milyen esetekben, milyen tartalommal bíró információk közzététele szükséges, azaz – leegyszerűsítve – az értékpapírok megvásárlása esetén közzéteendő prospektus kiadásának tartalmát és feltételeit rögzíti a jogi aktus.

Előjáróban fontos megemlíteni, hogy az értékpapírok forgalomba hozatala esetén több hasonló fogalom keveredik, amelyek közül némelyik nem, vagy nem megfelelően definiált a magyar, illetve az uniós jogban, továbbá gyakorlati tartalmát tekintve is átfedésbe kerül más fogalmakkal. Ilyen fogalmak például a nyilvános és zártkörű kibocsátás, a nyilvános és zártkörű forgalomba hozatal, egyszerű értelemben vett forgalomba hozatal, a nyilvános ajánlattétel, felajánlás, kihelyezés, bevezetés, elhelyezés. A fogalmi rendszer megfelelő kezelését tovább nehezíti, hogy az értékpapírjogban alkalmazott nyilvánosságra és zártkörűségre utaló fogalmak – csupán *prima facie* értelemszerűen – összekapcsolódnak ugyan a részvénytársaságokra irányadó fogalmakkal, azonban a tartalmuk mást jelöl. Egyrészt beszélhetünk a részvénytársaság működésének nyilvánosságáról, másrészt a részvénytársaság részvényei forgalomba hozatalának nyilvánosságáról, amely utóbbi kategória nem áll függvényszerű kapcsolatban a magyar nyelv szerint értett nyilvánossággal.

Bár a jelen tanulmánynak nem célja a felvázolt fogalomrendszer teljes körű értelmezése, illetve a fogalmak egymáshoz való viszonyának rendezési kísérlete – ezt nem is teszi meg –, érdemes látni, hogy ez a fajta rendezetlenség általában

jellemzi a területet. Mivel az egyes terminusok tartalma és alkalmazási gyakorlata meghatározó jelentőségű a tárgy szempontjából, ezt alább kifejtem.

## ELŐZMÉNYEK

A prospektus rendelet az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról szóló 2003. november 4-i, 2003/71/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvet (a továbbiakban: prospektus irányelv) váltotta fel, amely közvetlenül nem hatályos jogi aktusban, valamint módosításaiban<sup>1</sup> meghatározott, tájékoztatóhoz nem kötött forgalomba hozatali eseteket a magyar jogalkotó zártkörű forgalomba hozatali módokként határozott meg, tekintettel a részvények privilegizált körnek történő felajánlására vagy kibocsátási értékének speciális jellegére. Mivel az előbbieket mind szűkítik az érintetti kört, illetve magasabb szaktudást feltételeznek a tárgyban, tehát a tájékoztatásnak sem kell a hagyományosan szigorúan előírt formában megtörténnie.

A prospektus irányelv az értékpapírok kibocsátásával kapcsolatos tájékoztatást (nem a tájékoztatót) az értékpapírokra vonatkozó *nyilvános ajánlattételként* nevezte, és úgy határozta meg, hogy az olyan, bármilyen formában és bármilyen eszközzel történő személyeknek szóló közlés, amely elegendő információt ad az ajánlat feltételeiről és a felajánlott értékpapírokról ahhoz, hogy lehetővé tegye a befektetőnek az értékpapírok megvásárlására vagy jegyzésére vonatkozó döntés meghozatalát.

A Tpt. a prospektus irányelv előbbi meghatározását az irányelv szerinti elnevezés alatt, azaz nyilvános ajánlattételként nem ültette át, azonban meghatározta a *nyilvános értékesítésre történő felajánlás* kategóriáját az előbbitől némileg eltérő módon, mégpedig a következőképp: értékpapírra vonatkozó, egyedileg előre meg nem határozott befektetők részére közzétett értékesítési ajánlat, amely elegendő információt ad

\* HORVÁTH BENCE: Pénzügyminisztérium, Tőkepiaci Szabályozási Osztály, szakértő.

<sup>1</sup> Lásd különösen az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról szóló 2003/71/EK és a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról szóló 2004/109/EK irányelv módosításáról szóló, 2010. november 24-i 2010/73/EU európai parlamenti és tanács irányelvet.

az ajánlat feltételeiről és az értékpapírról ahhoz, hogy lehetővé tegye a befektetőnek az értékpapír megvásárlására vonatkozó döntés meghozatalát.

A két fogalom, azaz a nyilvános ajánlat és a nyilvános értékesítésre történő felajánlás közti eltérés az előre meg nem határozott befektetők kategóriájának megjelenítésében rejlett. A magyar jogrendszerben tehát csak a nyilvános ajánlattétel leszűkített fogalma jelent meg definiáltan, a nyilvános ajánlattétel nem. Az előbbieket szerinti sajátos átültetés magától értetődő koherenciázavart hordozott magában, kiváltképp, hogy a Tpt. – annak önálló meghatározása nélkül – kifejezetten a nyilvános ajánlattétel fogalmát, nem pedig a nyilvános értékesítésre történő felajánlás kategóriáját alkalmazta az állampapírok forgalomba hozatalára vonatkozó speciális szabályok között, amelyet az előbbi értelmezése hiányában mégis a nyilvános ajánlattételre történő felajánlással lehetett leginkább tartalommal megtölteni.

A prospektus irányelv alapján meghatározott Tpt. logikája a nyilvános–zártkörű kérdéskörben úgy épült fel, hogy tételeken meghatározta a zártkörű forgalomba hozatali, azaz a tájékoztatóhoz nem kötött eseteket (konkrétan egyes típusú értékpapírok kibocsátását és egyes értékpapír-kibocsátási fajtákat sorolt fel ekként), amelyen túl minden más esetkört nyilvános forgalomba hozatalnak minősített. Ez utóbbi csoport esetei – a pontosan megjelölt kivételektől eltekintve – egybevágott a nyilvános értékesítésre történő felajánlás eseteivel.

## A MAGYAR TŐKEPIACI SZABÁLYOK FOGALMI VÁLTOZÁSÁNAK OKA

Az előbbieket alapján az uniós és a magyar jog fogalmi némiképp eltértek egymástól; ez a tény magában hordozva egy későbbi átalakítás szükségességét, figyelemmel az uniós jog primátusára is. E körben megjegyzem: az implementáció természetesen nem szó szerinti átültetést kell, hogy jelentsen – sok esetben az hibaként is értékelhető, mert az átültetés célja éppen az, hogy a magyar belső jog sajátosságait figyelembe lehessen venni – de az irányelv által kijelölt sarokkövekhez minden esetben igazodni szükséges.

Mivel a prospektus irányelvet immáron a magyar jog részét jelentő, közvetlenül hatályos prospektus rendelet váltotta fel, az uniós jogban megalkotott fogalmak elkerülhetetlenül alkalmazandóvá váltak, szükséges lett a tőkepiaci törvény átdolgozása. A prospektus rendelet koncepcionálisan nem hordoz új tartalmat a prospektus irányelvhez képest, mert ez utóbbihoz hasonlóan két – egymással átfedésben lévő – esetkör mentén szabályoz, így a nyilvános ajánlattétel és a szabályozott piaci bevezetés csoportjait határozza meg logikai gerinceként, a megkülönböztetés további alapját pedig a tájékoztató elkészítésének szükségessége, illetve az az alóli mentesítés jelenti.

A prospektus rendelet 2. cikk d) pontja a prospektus irányelvvel azonosan definiálja az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételt, ekként nyilvános ajánlattételnek minősül bármilyen olyan közlés, amely elegendő információt ad az ajánlatról és a felajánlott értékpapírról a tervezett jogügyletről való döntés meghozatalához, szó szerinti: „személyeknek szóló közlés bármilyen formában és bármilyen eszközzel, amely

*elegendő információt ad az ajánlattétel feltételeiről és a felajánlott értékpapírokról ahhoz, hogy lehetővé tegye a befektetőnek az értékpapírok megvásárlására vagy jegyzésére vonatkozó döntés meghozatalát.*”

A Tpt. 2019. december 26. napjától hatályos módosítása erre tekintettel a nyilvános értékesítésre történő felajánlás fogalmát hatályon kívül helyezte, és az így keletkezett hiástust betöltötte az „*értékpapírra vonatkozó nyilvános ajánlattétel/nyilvános ajánlattétel*”-ként jelölt, a prospektus rendelet szerinti nyilvános ajánlattétellel megfeleltetett fogalommal.

Előbbieket alapján a magyar jogrendszerben sajátosan alkalmazott, szűkített értelmű – kizárólag meg nem határozott befektetőkre kiterjedő, nyilvános forgalomba hozatallal összhangba hozott – kvázi nyilvános ajánlattétel kategóriája megnyílt, és mind a zártkörű, mind pedig a nyilvános forgalomba hozatali módokra kiterjedni látszott.

Másként megfogalmazva, a Tpt. a nyilvános ajánlattétel kategóriájába sorolta a korábbi – 2019. december 26-a előtti hatályos állapotának – 14. §-a<sup>2</sup> szerinti, egyes zártkörű forgalomba hozatalnak minősülő eseteket – ide nem értve a 14. § (1) bekezdés f) pontja szerinti esetet, amely nem jelenik meg a prospektus rendeletben, valamint ugyanezen bekezdés e) pontját, amelyet pedig a rendelet kifejezetten kizár a hatálya alól.

Az eset érdekessége, hogy bár a prospektus rendelet fogalmi rendszere nem változott a prospektus irányelv logikájához képest, az a korábbi – magyar fogalom szerinti – zártkörű

- 2 14. § (1) Az értékpapír forgalomba hozatala zártkörűnek minősül (a továbbiakban: zártkörű forgalomba hozatal), ha
- az értékpapírt kizárólag minősített befektetők részére ajánlják fel;
  - az értékpapírt minősített befektetőnek nem minősülő, tagállamonként százötvennél kevesebb személy részére ajánlják fel;
  - az értékpapírt kizárólag olyan befektetők részére ajánlják fel, akik egyenként legalább százezer euró vagy annak megfelelő értékben vásárolnak a felajánlott értékpapírokból;
  - az értékpapír névértéke legalább százezer euró vagy annak megfelelő összeg; vagy
  - az összes forgalomba hozott értékpapír uniós szinten számított kibocsátási értéke az ajánlattételtől számított tizenkét hónapon belül nem haladja meg a százezer eurót vagy az annak megfelelő összeget;
  - a részvénytársaság szövetkezet átalakulásával jön létre és a részvényeket kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjainak, üzletrész tulajdonosainak ajánlják fel.
- (2) Már zártkörűen forgalomba hozott értékpapír esetében zártkörű forgalomba hozatalnak minősül az is, ha
- a kibocsátó korábban már kibocsátott részvényekkel azonos fajtájú, illetve azonos osztályba tartozó, azokat helyettesítő részvényeket bocsát ki, és az ilyen új részvények kibocsátása nem jelenti a kibocsátott alaptőke növelését;
  - az értékpapírt részvénytársaságban, nyilvános vételi ajánlat keretében történő befolyásszerzéssel kapcsolatban ellenértékként ajánlják fel;
  - az értékpapírt a társaságok egyesülésével vagy szétválásával kapcsolatosan ellenértékként ajánlják fel;
  - a részvénytársaság a részvényeseinek ingyenesen juttat az alapítók felüli vagyon terhére részvényeket vagy osztalékként ezekkel azonos fajtájú, illetve azonos osztályba tartozó részvényeket juttat, mint amelyre tekintettel az osztalékfizetés történik;
  - az értékpapírt a kibocsátó, illetőleg kapcsolatos vállalkozása bármelyikük munkavállalójának, vezető tisztségviselőjének, felügyelő bizottsági tagjának, illetve volt munkavállalójának, vezető tisztségviselőjének és felügyelő bizottsági tagjának ajánlja fel, értékesíti, illetőleg juttatja, ha a kibocsátó valamely értékpapírja valamely szabályozott piacra már be van vezetve.

forgalomba hozatali eseteket olyan nyilvános ajánlattételi eseteként kezeli, amelyek mentesek a tájékoztató készítésének kötelezettsége alól, azonban a fogalmaik mégis alapvető fel-fordulást okoztak a magyar belső fogalmi rendszerben.

Lényeges e ponton megemlíteni, hogy a prospektus ren-delet a forgalomba hozatal jogintézményét nem definiálja, a nyilvános és zártkörű forgalomba hozatal, illetve kibocsátás kategóriáit sem alkalmazza, a forgalomba hozatal jogintézmé-nye csupán a nyilvános forgalomba hozatal helye szerinti tag-állam meghatározása vonatkozásában jelenik meg.

A korábbi prospektus irányelv a nyilvános vagy zártkörű forgalomba hozatal kategóriákat szintén nem alkalmazta, ugyanakkor a nyilvános és zártkörű kibocsátás intézményét azok meghatározása nélkül ismerte.

A magyar jogban a forgalomba hozatal definiált, míg a ki-bocsátás alkalmazott, de nem definiált kifejezés, az a gyakor-latban a forgalomba hozatalnak feleltethető meg.

Az előbbi értelmezést, azaz a kibocsátás forgalomba hoza-talnak való megfeleltetését kissé árnyalja, hogy a Tpt. 5. § (1) bekezdés 67. pontja a kibocsátót az értékpapírban meg-tesztelt kötelezettség teljesítését a maga nevében vállaló sze-mélyként jelöli meg, amely fogalom így nem tartalmazza a Tpt. 5. § (1) bekezdés 50. pontja, azaz a forgalomba hozatal aktusára történő utalást, miszerint a kibocsátó az értékpapír tulajdonjogának első ízben történő keletkeztetésére irányuló eljárást végrehajtó személy lenne (ide nem értve a kötelezettet és jogosultat egy személyben megtestesítő értékpapírokat, lásd saját váltó<sup>3</sup>).

Ugyanakkor a Tpt. 5. § (1) bekezdés 66. pontjában definiált kibocsátási program már egyértelműen immanens részévé teszi a forgalomba hozatal intézményét, így – ha nem is teljesen következetesen –, de a Tpt. fogalmi rendszere is alátámasztja a két fogalom egybevetését.

A Tpt. fentiek szerinti fogalomrendszerében a forgalomba hozatal – bár az uniós jogban is alkalmazott kibocsátásnak feleltethető meg – a forgalomba hozatal eredeti értelmétől tel-jesen elszakadó, speciális tartalmat is nyernek az egyes nyilván-os vagy zártkörű forgalomba hozatali módok az alábbiak szerint és okán:

A prospektus rendelet hatálybalépését követően is meg-tartotta a jogalkotó a Tpt.-ben a prospektus irányelv hatálya alatt kialakított sajátos fogalmi rendszerét azzal, hogy tovább-ra is használja a zártkörű és a nyilvános forgalomba hozatal fogalmát, azonban merőben eltérő tartalommal.<sup>4</sup>

Mivel a Tpt. a nyilvános forgalomba hozatalt a nyilvános ajánlattételnek felelteti meg, így nyilvános forgalomba hoza-talnak minősülnek a korábbi zártkörű forgalomba hozatali esetek is, míg a zártkörű forgalomba hozatal a nyilvános

ajánlattételi körön kívüli kategóriákra terjed csak ki<sup>5</sup>, így például az értékpapír egyébként nyilvános jellegű MTF-rendszerbe (azaz multilaterális kereskedési rendszerbe) történő regisztrációra.<sup>6</sup>

A Tpt. megközelítése tehát megfordult, már a nyilvános forgalomba hozatali esetekhez képest határozza meg a zárt-körű forgalomba hozatali eseteket a zártkörű forgalomba ho-zatal önálló tartalommal bíró definiálása nélkül.

Külön pikantéria, hogy a Tpt. szerinti nyilvános és zártkörű forgalomba hozatal nemcsak az értékpapír tulajdonjogának első ízben történő keletkeztetésére irányuló eljárást jelentheti, hanem a fogalom egyéb elemeinek megfelelő többedik tulaj-donváltást is, már kibocsátott értékpapírok új kereskedési rendszerekre történő bevezetését, így ezek a kategóriák – némi-leg önellentmondó módon – nem is minősülnek a Tpt. szerinti forgalomba hozatalnak.

## A POLGÁRI TÖRVÉNYKÖNYV ÉS A TŐKEPIACI TÖRVÉNY VISZONYA

A Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvényt (a továbbiakban: Ptk. vagy Polgári Törvénykönyv) – annak tárgyi jelentőségére és történelmi háttérére tekintettel – bár szokás kódexnek nevezni, a szabályozási területére vonat-kozó normákat valójában nem tartalmazza teljeskörűen, szükségszerűen számos, a szabályozási területét érintve kap-csolódik más törvényekhez. Különösen így van ez az érték-papírjoghhoz kötődő normatételek esetében. Az értékpapírokkal kapcsolatos – főként technikai előírásokat – a Tpt. tartalmazza, míg a Ptk. csak a legfontosabb anyagi jogi szabá-lyokat rögzíti.

A Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény mó-dosításáról szóló 2016. évi LXXVII. törvény tovább erősítette a fentiek szerinti megközelítést, és 2017. január 1-jei hatállyal újraszabályozta a Ptk. értékpapírjogi szabályait a racionalizálás, valamint a Ptk. és Tpt. összhangjának megteremtése céljával.

A módosítás nem érintette az értékpapír jogintézményé-nek alapvető szabályait, azonban pregnánsabbá tette annak corpusát, nagy részben megszüntette a tőkepiaci törvénnyel fennálló külső és – a Ptk.-ban megjelenő – belső párhuzamos-ságokat az alábbiak szerint:

A tőkepiaci szabályozásban megjelenő, jellemzően el-járási normákat mellőzték, így a Ptk.-ban a dematerializált értékpapírok vonatkozásában csak az értékpapír jogintézmé-nyével szoros kapcsolatban lévő anyagi jogi szabályok ma-radtak.

Az újraszabályozás megszüntette a dematerializált és anyagi formában létrejövő értékpapírok kódexen belüli pár-huzamos szabályozását, a sok ponton azonos normaanyag megkettőzése helyett csak a feltétlenül szükségszerűnek ítélt különbségeket rögzítette normatétel szinten, ennek

3 Megjegyzem a váltójogi szabályok nem véletlenül kiállítóként határo-zák meg a saját váltó kötelezettjét, nem pedig kibocsátóként, így ez egy speciális, kibocsátás nélkül hatályosuló kötelezettségvállalást jelent.

4 Tpt. 5. § (1) bekezdés 95. *nyilvános forgalomba hozatal: az értékpapírok-ra vonatkozó nyilvános ajánlattételkor vagy értékpapíroknak a szabályo-zott piacra történő bevezetésekor közzeendő tájékoztatóról és a 2003/71/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló 2017. június 14-i (EU) 2017/1129 európai parlamenti és tanácsi rendelet szerint meghatáro-zott értékpapírra vonatkozó nyilvános ajánlattétel és értékpapír szabá-lyozott piacra történő bevezetése.*

5 Tpt. 14. § *Az értékpapír forgalomba hozatala zártkörűnek minősül (a továbbiakban: zártkörű forgalomba hozatal), ha az értékpapír for-galomba hozatala nem nyilvános forgalomba hozattal történik.*

6 A Tpt. 15. § (1) bekezdése alapján *„értékpapír multilaterális kereskedési rendszerbe történő regisztrációja, illetve a vételi és eladási árak közzététele önmagában nem tekintendő értékpapírra vonatkozó nyilvános-ajánlatté-telnek, így nem minősül nyilvános forgalomba hozatalnak.”*



keretében egységesítette az értékpapír alaki legitimációs hatására, átruházására és megsemmisítésére irányuló rendelkezéseket, továbbá egyes – normatív többletet nem adó – rendelkezéseket is mellőzött, mint amilyen például az értékpapír alapján nyújtott szolgáltatás kategóriája.

Az előbbiekkal egy korábbi mulasztást pótolta a jogalkotó, mert a tőkepiaci szabályok Polgári Törvénykönyvbe történő inkorporálásakor a nagymértékű duplikáció – amelynek általában egyenes következménye az inkonzisztencia és jogbizonytalanság – elkerülésére eleve figyelmet kellett volna fordítania, és a Tpt.-ből egyidejűleg ki kellett volna vezetnie az átültetett szabályanyagot.

A jogalkotó a módosítással amellet foglalt állást, hogy a dematerializált értékpapírok szerepe a pénz- és tőkepiaci rendszerhez kötődik a legszorosabban, ezért a vonatkozó rendelkezéseket a Tpt.-ben tartja fenn a Ptk. normatételeinek egyidejű csökkentése mellett. Ezt alátámaszthatja a dematerializált értékpapírok szabályozási háttérének dinamizmusa is, ekként a Ptk. időállóbbá válhat.

Mivel azonban a részvénytársaságokhoz közvetlenül kapcsolódó szabályokat nem érintette a 2017-es módosítás, ebben 2020-ig nem is történt változás, a Tpt. korábbi tartalma sem indokolta ezt. A Ptk. nyilvános és zártkörű működésre vonatkozó fogalmai korábban logikailag teljes összhangban álltak a tőkepiaci törvény nyilvános és zártkörű forgalomba hozatalra irányadó szabályaival. Ezt a harmonikus viszonyt bontotta meg a prospektus rendelet hatálybalépésével összefüggő Tpt.-módosítás.

A Ptk. szabályozási logikája a részvénytársaságok működésének nyilvánosságát tekintve úgy épül fel, hogy minden nyilvánosságot igénylő, „szabályozott jellegű” piacra (Tpt. szerinti szabályozott piac, MTF, OTF)<sup>7</sup> történő bevezetést végző – ideértve az MTF-rendszerbe történő regisztrációt is – részvénytársaságot nyilvánosan működő részvénytársaságnak tekint, a részvények ettől eltérő felajánlását lehetővé teszi zártkörűen működő részvénytársaságok esetén.

A Ptk. 3:211. § (2) bekezdése tételesen kifejezi, hogy az a részvénytársaság, amelynek részvényei nincsenek bevezetve tőzsdére, zártkörűen működő részvénytársaságnak minősül.

A Ptk. 3:218. § (2) bekezdése – annak 2020. december 26-ai módosítását megelőzően – a Tpt. régi fogalmi rendszerének tartalmához alkalmazva rögzítette, hogy a zártkörűen működő részvénytársaság részvényei – a részvénytársaság működési formájának megváltoztatásához kapcsolódó forgalomba hozatal kivéve – nyilvánosan nem hozhatók forgalomba.

Mivel azonban a Ptk. a Tpt. fogalmait veszi alapul a forgalomba hozatal meghatározásakor, a Tpt. nyilvános forgalomba hozatal fogalmának átalakításával – annak értelmezésétől függően – felmerült, hogy a Tpt. 2019. decemberi módosításától a zártkörűen működő részvénytársaságok részvénykibocsátása (forgalomba hozatala) el lehetetlenült.

<sup>7</sup> 8:1. § (5) E törvény alkalmazásában tőzsdének minősül a székhely szerinti állam felügyeleti hatóságának engedélyével rendelkező olyan piac is, amelyen értékpapírokkal kereskednek.

## MEGOLDÁST SÜRGETŐ KOHERENCIAPROBLÉMA

A Polgári Törvénykönyv módosítását megelőzően az alábbi kardinális probléma merült fel a prospektus rendelet hatálybalépését kísérő Tpt.-módosítás okán.

A Tpt. 5. § (1) bekezdés 95. pontja határozza meg a nyilvános forgalomba hozatal fogalmát; e szerint az értékpapír nyilvános forgalomba hozatala a prospektus rendeletben meghatározott értékpapírra vonatkozó nyilvános ajánlattétel és értékpapír szabályozott piacra történő bevezetése.

Ennek egyik lehetséges értelmezése, hogy a Tpt. hivatkozott rendelkezése két konjunktív feltételt határoz meg: a nyilvános ajánlattételt és az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését. A nyilvános forgalomba hozatalt tehát nem a nyilvános ajánlattétellel felelteti meg a jogszabály, hanem kizárólag azon nyilvános ajánlattétellel, amelyhez szabályozott piacra történő bevezetés is kapcsolódik, ekként az értékpapírok tőzsdei vagy más a Tpt. 5. § (1) bekezdés 114. pontjában meghatározott feltételekkel működő multilaterális rendszerre<sup>8</sup> történő bevezetése is szükséges a nyilvános forgalomba hozatalhoz.

Felmerülhet az is, hogy mivel a Tpt. 5. § (1) bekezdés 50. pontja alapján a forgalomba hozatal az értékpapír tulajdonjogának első ízben történő keletkeztetésére irányuló eljárás – bár a jogalkotó szándéka szerint, mint utaltam rá, ez elválik a zártkörű/nyilvános forgalomba hozataltól – logikus a következtetés, hogy az MTF-regisztráció nem minősül forgalomba hozatalnak, és kívül esik a zártkörű vagy nyilvános forgalomba hozatali eseteken, így azok nem az MTF-regisztrációval összefüggésben szabályoznak.

Az előbbiekből következne, hogy az MTF-rendszerbe regisztrált nyilvánosan működő részvénytársaság Tpt. 15. § (1) bekezdése szerinti aktusa<sup>9</sup> sem minősülhet forgalomba hozatalnak, ekként az értékpapírra vonatkozó nyilvános ajánlattétel – azaz a nyilvános forgalomba hozatal egyik feltételének – hiányában sem kell a cselekményt zártkörű forgalomba hozatalnak tekinteni. Az előbbiekből alapján nem merül fel azon diszcrepancia, miszerint adott nyilvánosan működő részvénytársaságnak – önellentmondó módon – csak zártkörűen forgalomba hozott részvényei lesznek.

A Tpt. fentebb hivatkozott 15. § (1) bekezdésének „*így nem minősül nyilvános forgalomba hozatalnak*” fordulata az előbbi logika mentén helyes megállapítást, de téves logikai kapcsolatot tartalmaz, figyelemmel arra, hogy értékpapír multilaterális kereskedési rendszerbe történő regisztrációja, illetve a vételi és eladási árak közzététele azért nem minősül nyilvános forgalomba hozatalnak, mert az nem minősül a Tpt. szerinti forgalomba hozatalnak. Ettől független körülmény,

<sup>8</sup> A multilaterális kereskedési rendszerek, röviden MTF rendszerek a tőzsdéhez hasonló nyilvános, azonban lazább szabályozás alá eső kereskedési rendszerek, a Polgári Törvénykönyv szabályozott piacnak tekinti, de a tőkepiaci szabályok alapján attól elkülönül, miként a szervezett kereskedési rendszerek (OTF) is.

<sup>9</sup> 15. § (1) *Értékpapír multilaterális kereskedési rendszerbe történő regisztrációja, illetve a vételi és eladási árak közzététele önmagában nem tekintendő értékpapírra vonatkozó nyilvános-ajánlattételnek, így nem minősül nyilvános forgalomba hozatalnak.*

hogya a Tpt. 15. § (1) bekezdésében foglalt aktus a prospektus rendelet alapján nem minősül nyilvános ajánlattételnek sem.

Ezen értelmezés alapján a részvénytársaság tőkeemelése és alapítása a nyilvános forgalomba hozatal fogalmának konjunktív feltételrendszere miatt – a Ptk. korábbi 3:218. § (2) bekezdésével összhangban – továbbra is zártkörűen történhetett a részvények akár több személynek való felajánlásával akkor, ha nem történt meg az értékpapírok szabályozott piacra történő bevezetése; tájékoztató közzétételére vonatkozó kötelezettség természetesen a prospektus rendelet alapján ekkor is fennállhatott. Ugyanakkor komoly gondot jelentett, hogy az értelmezés elfogadása esetén a nyíltpiaci forgalomba hozatal ellehetlenült volna a nyilvános ajánlattétellel érintett esetekben.

A másik – egyébként a jogalkotó tényleges szándéka szerinti – lehetséges értelmezés, hogy a Tpt. hivatkozott rendelkezése két vagylagos feltételt határoz meg a – szerencsétlen módon – „és” kötőszóval összekapcsolt felsorolásként, ekként a nyilvános ajánlattétel, valamint az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetése külön-külön is nyilvános forgalomba hozatalnak minősül. A nyilvános forgalomba hozatalt tehát a Tpt. a nyilvános ajánlattétellel, illetve a szabályozott piaci bevezetéssel felelteti meg, ekként az értékpapírok tőzsdei vagy más a Tpt. 5. § (1) bekezdés 114. pontjában meghatározott feltételekkel működő multilaterális rendszerre történő bevezetése nem szükséges a nyilvános forgalomba hozatalhoz. Ebből következően nem történhetett volna zártkörűen a részvények felajánlása, mivel a Ptk. korábbi szabálya alapján nyilvánosan nem voltak forgalomba hozhatóak a zártkörűen működő részvénytársaságok részvényei, azonban a zártkörű részvénykibocsátási esetek is nyilvános ajánlattételnek, ekként nyilvános forgalomba hozatalnak minősülnek az új tőkepiaci szabályok alapján. Ennek megfelelően a zártkörűen működő részvények részvénykibocsátása ellehetlenült volna a Tpt. vagy a Ptk. módosítása hiányában.

A fentiekből következik, hogy a vonatkozó rendelkezés bármely értelmezése súlyos problémákat okozott volna az értékpapír-kibocsátók számára. A diszkrepancia feloldása érdekében a Polgári Törvénykönyv alábbi szabályait alkották meg:

„3:218. § (2) *Zártkörűen működő részvénytársaság részvényei – a részvénytársaság működési formájának megváltoztatásához kapcsolódó forgalomba hozatalt kivéve – olyan módon hozhatók forgalomba, ami a tőkepiacról szabályok szerinti tájékoztató, minimum tájékoztató készítési kötelezettséget nem von maga után és nem jelent tőzsdei bevezetést sem.*”

A módosítással a zártkörűen működő részvénytársaságok – a tételesen meghatározott kivételektől eltekintve – a korábbi zártkörű forgalomba hozatali esetek többségének lényegében megfeleltethető, azonban a prospektus rendelet alapján már nyilvános ajánlattételnek – és a tőkepiaci törvény hatályos szabályozása alapján így nyilvános forgalomba hozatalnak is – minősülő esetkörökben vagy a nyilvános ajánlattételnek nem minősülő, de a további feltételeknek megfelelő (lásd tájékoztató, minimum tájékoztató<sup>10</sup> készítésére nem köteles és a Ptk. értelmezésében vett – ekként kiterjesztett kategóriaként értett –

tőzsdei bevezetést nem jelentő) esetekben hozhatnak forgalomba részvényt.

A módosítás célja az volt, hogy a jogterületet szabályozó uniós jogi aktusban nem alkalmazott nyilvános és zártkörű forgalomba hozatal terminus technicusait mellőzze, ehelyett – kellően absztrakt módon – csak a feltétlenül szükséges és időtálló tőkepiaci fogalmakat alkalmazza a prospektus rendelethez illeszkedve.

Mivel a prospektus rendeletben és a tőkepiacról szóló törvényben sem jelent meg a zártkörű forgalomba hozatal egyik esetét jelentő, a tőkepiacról szóló törvény 2019. december 26. napját megelőző hatályos állapotában foglalt azon különös magyar rendelkezés, amikor a részvénytársaság szövetkezet átalakulásával jön létre, és a részvényeket kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjainak, üzletrész tulajdonosainak ajánlják fel, erre az esetre is szabályt kellett alkotni. Tekintettel arra, hogy a vonatkozó eset a prospektus rendelet szerinti nyilvános ajánlattételi körbe esik, szükséges volt ennek a Ptk. 3:218. § (2) bekezdésében foglalt főszabály alóli kivételként történő meghatározása, így a zártkörűen működő részvénytársaságok továbbra is élhetnek a forgalomba hozatal e speciális módjával, értelemszerűen a vonatkozó tőkepiaci szabályok figyelembevétele mellett az alábbi Ptk.-rendelet alapján: „3:366. § (4) *A szövetkezet átalakulásával létrejövő részvénytársaság zártkörűen alapítható azzal, hogy a részvények felajánlása kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjai, illetve üzletrész tulajdonosai részére lehetséges. A részvények átalakulás során történő, nyilvános ajánlattételnek minősülő felajánlása nem jelenti a zártkörűen működő részvénytársaság részvényeinek forgalomba hozatalára vonatkozó e törvény szerinti korlátozás sérelmét.*”

## A LÉTREJÖTT MEGOLDÁS ERÉNYE ÉS VISSZÁSSÁGA

A Ptk. módosításának előnyeként értékelhető, hogy a normaszöveg elszakad a Tpt. átalakult fogalmi rendszerétől, közvetlenül a prospektus rendelet megoldására épít, így a részvénytársaságok zártkörű/nyilvános működése szempontjából kialakított eredeti logikát követheti, és nem okoz egyértelmű jogalkalmazói problémákat ennek felborításával. A korábbi zártkörű esetköröként megszokott módon nyílik lehetőség a zártkörűen működő részvénytársaságok számára a részvény kibocsátására.

A módosítás hátrányát is jelenti egyben a Tpt. fogalmi rendszerétől való elszakadás, amelyet tovább súlyosbít a Tpt. fogalmi rendszerének látszólagos önellentmondó volta. A Ptk. és a Tpt. együttes értelmezésével a zártkörűen működő részvénytársaságok kizárólag nyilvánosan hozhatnak forgalomba részvényt, még ha ahhoz prospektus (tájékoztató) készítése nem is kapcsolódik, ugyanakkor a Tpt.-ben a zártkörű forgalomba hozatal kategóriája nem szűnt meg, arra viszont – részvények vonatkozásában – csak nyilvánosan működő részvénytársaság lehet jogosult (lásd MTF-rendszerbe történő regisztráció). Abszurdnak tűnik azon eredmény is, hogy a nyilvános multilaterális kereskedési rendszerekbe történő regisztráció zártkörű forgalomba hozatalnak minősül.

<sup>10</sup> Speciális magyar szabály az uniós értékhátárnál kisebb kibocsátásokra.

A probléma forrása tehát minden esetben a fogalmak jogszabály szerinti tartalmának és eredeti, a magyar nyelvnek megfelelő jelentésének teljes elszakadása olyan felemás módon, hogy a részvénytársaságok működésének nyilvánossága megfelel a normál értelmezésnek, míg a működési formához

egyébként kapcsolódó forgalomba hozatal nyilvánossága nem. Mindezt vélhetően először nehéz lesz a jogalkalmazói oldalon befogadni.

A szabályozás eredményeképp az egyes forgalomba hozatali módok az alábbiak szerint alakulnak:

Prospektus rendelet szerinti aktus	Tpt. szerinti megfeleltetés	Ptk. szerint jogosult szervezet
nyilvános ajánlattétel tájékoztatóval	nyilvános forgalomba hozatal	nyilvánosan működő részvénytársaság
szabályozott piaci bevezetés tájékoztatóval	nyilvános forgalomba hozatal	nyilvánosan működő részvénytársaság
nyilvános ajánlattétel tájékoztató nélkül (~korábbi zártkörű forgalomba hozatali esetkörök)	nyilvános forgalomba hozatal	nyilvánosan működő részvénytársaság, zártkörűen működő részvénytársaság
szabályozott piaci bevezetés tájékoztató nélkül	nyilvános forgalomba hozatal	nyilvánosan működő részvénytársaság
nyilvános ajánlattételnek, illetve szabályozott piaci bevezetésnek nem minősülő ügylet (lásd MTF-regisztráció)	zártkörű forgalomba hozatal	nyilvánosan működő részvénytársaság

## ÖSSZEFOGLALÁS

A prospektus rendelet, miként a prospektus irányelv is, meglehetősen tágra definiálja az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattétel fogalmát, mert annak alapján nyilvános ajánlattételnek minősül bármilyen olyan közlés, amely elegendő információt ad az ajánlatról és a felajánlott értékpapírról a tervezett jogügyletről való döntés meghozatalához. A prospektus rendelet szerinti nyilvánosság nem igazodik a magyar belső jogban a részvénytársaságokhoz kapcsolt működés nyilvánosságának kategóriájához. A prospektus rendelet kifejezetten nyilvános ajánlattételi csoportba sorolja a tőkepiaci törvény 2019. december 26-ai módosítását megelőző, értékpapírok (részvények) zártkörű forgalomba hozatali esetei nagy részét, amelyen belül külön meghatározza azon eseteket, amelyek mentesek a tájékoztató készítése alól.

A magyar szabályozásban anno zártkörű forgalomba hozatalnak minősülő esetek többsége olyan nyilvános ajánlattételi esetként jelenik meg a prospektus rendelet alkalmazásában, amely mentes a tájékoztató készítésének kötelezettsége alól, a tőkepiaci törvény pedig a 2019. decemberi módosítása óta valamennyi nyilvános ajánlattételi esetkört – ekként a korábbi szabályozás szerinti zártkörű forgalomba hozatali esetek

majdnem mindegyikét – a nyilvános forgalomba hozatal kategóriájával feleltette meg, a zártkörű forgalomba hozatal jogintézményének korábbitól eltérő, a gyakorlatban nagymértékben kiüresített tartalmi meghatározása mellett, nehezen feloldható ellentéteket keletkeztetve a Ptk. és a Tpt. közös rendszerében.

A gordiuszi csomó átvágását talán a prospektus rendelet logikájának egyszerű megjelenítése (átvétele) és a tájékoztatóhoz kötöttség közvetlen szabályozása jelentette volna a tőkepiaci törvényben is, a zártkörű és nyilvános forgalomba hozatalra vonatkozó köztes és alapjaiban megváltozott értelmű normatételek fenntartása, azaz a választott megoldás helyett.

A fentiekből következően a hatályos szabályozás szerint a zártkörűen működő részvénytársaságok csak meghatározott esetkörökben, de kizárólag nyilvánosan hozhatnak forgalomba részvényeket, míg a nyilvánosan működő részvénytársaságoknak a nyilvános forgalomba hozatali esetkörök mellett zártkörű forgalomba hozatalra is lehetőségük nyílik. Ekként végső soron az történt, hogy a szerencsétlenül kialakított terminológia miatt fából vaskarikát kovácsolt a magyar jog.