

Az értéktőzsdei ügyletek, mint kereskedelmi szerződések

I. A értéktőzsde mint piac általános jellemzői

1. Pénzügyi rendszer, pénzügyi piacok

A gazdaság pénzügyi rendszere olyan piacok, egyének és intézmények, törvények, szabályok és mechanizmusok összessége, amely lehetővé teszi a pénz- és tőkekapcsolatokat a gazdaságban. Elsődleges feladata, célja a gazdaságban keletkező szabad tőkék, megtakarítások eljuttatása a felhasználókhöz, a hitelfelvevőkhöz. A pénzügyi rendszer, a kihasználatlan tőkéknek a gazdaság vérkeringésébe való bekapcsolásával elősegíti az újratermelési folyamatot, a gazdasági növekedést, szerves része a gazdaságnak, a modern gazdaságok egyik legfontosabb közvetítő csatornája.¹

A megtakarítók és a felhasználó közötti tőkeáramlás a *pénzügyi piacokon* zajlik. Piacnak tekintünk minden olyan eszközt és lehetőséget, amelynek révén a potenciális vevők és eladók egymásra találhatnak, hogy áruikat és szolgáltatásaikat szabad akaratukból egymásnak eladják, vagy egymással kicserélik.² A „piac” fogalma tehát korántsem csak egy földrajzi egység, mert magába foglalja az ott szereplőket, azaz a vevőket, eladókat, esetleg közvetítőket, vagy akár szervező apparátust; de ugyanígy a piac részét képezik az ott folyó mechanizmusok, tehát a termék bemutatása, az alku és maga az adásvétel. Végül a piac részét képezi annak szabályrendszere (bármilyen szintű legyen is az), amely az árakra is befolyással lehet.³ A pénzügyi piacok egyik legfontosabb feladata az információk terjesztése és a felek hatékony kommunikációjának biztosítása.

A tőkekereslet és -kínálat egymásnak való megfeleltetése történhet akképpen, hogy a megtakarító és a megtakarítás végső felhasználója között a megtakarítás közvetlenül áramlik (*közvetlen finanszírozás*) vagy oly módon, hogy közbenső intézmény (pl. hitelintézet) gyűjti össze a megtakarításokat és nagyságrendjében, lejáratában, kockázatában átalakítva adja tovább a felhasználóhoz (*közvetett finanszírozás*).

A *pénzügyi piacok* összefoglaló elnevezés alatt közgazdasági értelemben három, a gyakorlatban egymástól szinte teljesen elválaszthatatlan részpiacot szokás megkülönböztetni.

A *devizapiacokon* nem pénzügyi közvetítés folyik, hanem az egyes államok által használt törvényes fizetőeszközök cseréje.

A *pénzpiac* foglalja magába mindazon pénzügyi eszközöket és ügyleteket, amelyeknek lejáratára (hátralépő futamideje) nem haladja meg az egy évet. Pénzpiaci eszköz például a kereskedelmi váltó, átruházható rövid lejáratú banki letéti jegy, az egy éven belüli bankbetét és bankhitel.

A *tőkepiac* ezzel szemben a hosszú távú beruházások finanszírozásának színtere. Olyan pénzügyi eszközök adásvételét bonyolítja, amelyeknek lejáratára az egy évet - általában jelentősen - meghaladja. A

¹A témáról bővebben: Kertész Márta: Tőzsdeismeretek Saldo Budapest, 1999. (A továbbiakban: Kertész Márta: 1999).

²Tőzsdei Szakvizsga Felkészítő, szerk.: Martin Hajdu György - May Réka, Közép-európai Brókerképző Alapítvány 2000. (A továbbiakban: Martin Hajdu György - May Réka: 2000.) 375. oldal.

tőkepiaci eszközök között, szemben a pénzpiacra tapasztalhatókkal, domináns részarányt képviselnek az értékpapírok.

Az *értékpapírpiacot* a fenti csoportosítás alapján nem tekinthetjük külön egységnek, hiszen része mind a pénz-, mind a tőkepiacnak. Ugyanakkor az értékpapírpiacra foroghatnak olyan papírok is, amelyek nem kötelmi jogot (hitelviszonyt) és nem is társasági jogot, hanem dologi jogot testesítenek meg (pl. közraktárjegy). Ilyen értelemben az értékpapírpiac fogalma tágabb a pénzügyi piacokénál.

Az értékpapírpiac két részre tagolható. Azon részét, amelyben a különböző értékpapírokat kibocsátják, *elsődleges piacnak* hívjuk. Az elsődleges piac funkciója a megtakarítások tökévé alakítása, azaz összegyűjtése és eljuttatása az értékpapírt kibocsátó végső felhasználóhoz. A *másodlagos piacra* ezzel szemben a már meglévő pénzügyi eszközök adásvétele folyik, elsősorban a megtakarítók között. Az elsődleges értékpapírpiac feladata, hogy hosszú távú forrásokat gyűjtsön össze a vállalati, kormányzati szférának. A másodlagos piac teszi lehetővé, hogy több, külön-külön rövid lejáratú megtakarítás is tartós finanszírozást biztosítson az értékpapír kibocsátójának, ugyanis függetleníti a befektetőt a tulajdonába került értékpapír lejáratától, hiszen papírját bármikor eladhatja. Ily módon a hatékony másodlagos piac megnöveli a kibocsátható értékpapírok mennyiségét és értékét és az elsődleges piac forgalmát, mert lehetőséget nyújt a befektetési eszközök és azok időbeni diverzifikációjára. A másodlagos értékpapírpiac alapvető funkciója tehát az értékpapírba fektetett megtakarítások mobilizációjának biztosítása.⁴

A másodlagos értékpapírpiac minden országban több szinten működik, hiszen minden piacnak tekinthető, ahol adásvétel történik, ide sorolandó a gazdasági alanyok közvetlen értékpapír adásvétele, a bankok egymás közötti értékpapír-forgalmazása (OTC). Jelentőségében azonban az összes piac közül kiemelkedik a tőzsde.

2. A pénzügyi eszközök

A pénzügyi piacok áruja a *pénzügyi eszköz*, amely a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (továbbiakban: Tpt.) szerint a *befektetési eszköz* és a *deviza*.⁵ A számvitelről szóló 2000. évi C. törvény (továbbiakban: Számv tv.) pénzügyi eszközre ettől eltérő definíciót ad.⁶

Jelen dolgozat tárgya a Budapesti Értéktőzsdén a pénzügyi eszközökre, mint tőzsdei termékekre vonatkozó kereskedéssel kapcsolatos sajátosságok bemutatása.

³ A probléma más szempontból történő felvetésekor kérdés lehet, hogy létezhet –e piac állami szabályozás nélkül, kialakulhat –e organikus módon, vagy pedig maga a szabályozás hívja életre azt. A közvetlen állami szabályozás nélküli piacra példa az OTC (Over The Counter) piac, amely a bankok között kialakított kereskedést jelenti.

⁴ Martin Hajdu György – May Réka: 2000. 376. oldal.

⁵ Tpt. 5. § (1) bekezdés 84.

⁶ Pénzügyi eszköz:

a) a pénzeszköz,

b) a szerződéses megállapodáson alapuló követelés pénzeszközök vagy egyéb pénzügyi eszközök más felektől való átvételére (ideértve a mérlegben szereplő követeléseket, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat, valamint a határidős, opciós ügyletek, illetve a swap ügyletek határidős ügyletrésze miatt fennálló mérlegben kívüli követeléseket is),

c) a szerződéses megállapodás alapján biztosított jog pénzügyi instrumentumoknak potenciálisan kedvező feltételek mellett történő cseréjére más felekkel (ideértve az opciós jog vevőjénél az opciós jog értékét),

3. Az értéktőzsde mint piac

A tőzsde lehet értékpapírtőzsde vagy, árutőzsde illetve a kettő kombinációja, amely olyan koncentrált, szervezett és szabályozott (önkormányzó, önszabályozó) piac, ahol rendszeresen, és szabályozottan, nyilvános árki alakítással, meghatározott személyek köre saját és mások nevében úgy kereskedik helyettesíthető értékpapírokkal vagy árukkal, hogy azok nincsenek jelen a helyszínen, mert a tényleges átadás és a fizetés később történik.⁷ A szűk értelemben vett értékpapírtőzsdénél az *értéktőzsde* tágabb kategória, mert ott származékos termékekkel is folyik a kereskedelem. A BÉT az értéktőzsde elnevezést használja, annak ellenére, hogy ott árura vonatkozó kereskedelem is zajlik.⁸

A hazai hatályos szabályozás szerint a *tőzsde* a hatékony tőkeáramlás, tőkeértékelés, az árfolyam és egyéb kockázat megosztása érdekében a tőzsdei termékek – pénzügyi eszköz és áru – keresletét és kínálatát koncentráló, azok kereskedését lebonyolító, a nyilvános árfolyam-alakulást elősegítő gazdálkodó szervezet.⁹ Említést érdemel a Tpt. által definiált *szabályozott piac* fogalma is, amellyel a jogalkotó az uniós jogharmonizáció jegyében lényegében a közösségi szinten meghatározott tőzsdei ismérveket rögzíti - ez az alapkategória egyéb szabályozási területen is jelentőséggel bír (pl. az értékpapírok forgalomba hozatala, szabályozott piacra történő bevezetése).

Mint sok más gazdasági területre, a tőkepiacokra is nemzetközivé válás folyamata a jellemző, az amerikai értékpapírjoggal kapcsolatos szakirodalomban már egy 24 órán keresztül működő globális értéktőzsde megszületését is jósolták.¹⁰

Ezen változások pozitív hatása megmutatkozik abban, hogy a verseny élénkítésével - országonként eltérő módon és mértékben - bővült a pénzügyi szolgáltatások skálája, és ez fokozottabban vonzza a megtakarításokat.

Az utóbbi évek változásai azonban nemcsak kedvező hatásokat váltottak ki. A piac jelenségei, eseményei kedvezőtlen tendenciák veszélyeit is magukban hordozzák. Az új piacok (pl. a határidős piacok) kialakulatlanlansága, tapasztalatlanlansága, az újonnan létrejövő nemzeti piacok gyenge gazdasági háttere a fejlett pénzügyi piacok működését is akadályozhatja, sőt veszélyeztetheti. Szükségessé vált, hogy a pénzügyi piacokat újfajta módon óvják, vagyis újraszabályozzák. Ez egyúttal lehetőséget teremt arra, hogy a pénzügyi piacok szabályait harmonizálják, és ez az egyik fő motíválója az Európai Unió egységes európai rendszerének.¹¹

d) a más vállalkozó saját tőkét megtestesítő instrumentum (más vállalkozóban lévő tulajdoni részesedést jelentő befektetés)- Számv. tv. 3. § (9) bekezdés 1.

⁷ A pénzügyi piacok vizsgálata kapcsán megfogalmazódnak az *ideális piac* ismérvei, amely kritériumok alapján könnyen érthető, hogy miért éppen a tőzsdét tartják a legpiacibb formának, a piacok piacának. Ezen ismérvek: információáramlás, likviditás, hatékony árak. A tőzsde szinte valamennyi rendelkezésre álló információt koncentrálna, nyilvánosan, az összes szereplő által ellenőrzött értékkel. Ezért is szokás a gazdasági folyamatok előrejelzése során tőzsdei barométerről beszélni – Martin Hajdu György – May Réka: 2000. 377. oldal.

⁸ A korábbi Budapesti Árutőzsde (BÁT) és a Budapesti Értéktőzsde 2005. szeptember 9-én tette közzé közös közleményét a tőzsdeintegrációról, és a tárgyalások 2005 októberében az egyesülés sikeres létrejöttével lezárultak. A BÁT utolsó kereskedési napja 2005. október 28-a, péntek volt, a BÉT Áru Szekciójában a kereskedelem november 2-án, szerdán indult meg. A két piac egyesülése valójában az áruipacok BÉT általi átvételét jelentette, amellyel párhuzamosan a BÁT beszüntette saját piacának működtetését.

⁹ Tpt. 5. § (1) bekezdés 95. 99.

¹⁰ Szabó Gábor Zoltán: Az értékpapír-kereskedelem és az értékpapírtőzsdék szabályozásának fejlesztése in: Gazdaság és Jog 2001./2. 3. oldal

¹¹ Martin Hajdu György – May Réka: 2000. 380. oldal.

4. A tőzsde jogi státusza

A budapesti Értéktőzsde 1942-ben történt bezárása után évtizedekig nem működött hazánkban értéktőzsde. Az egyes értékpapírok nyilvános forgalomba hozataláról és forgalmazásáról, valamint az értékpapírtőzsdéről szóló 1990. évi VI. törvény teremtette meg a lehetőséget az értéktőzsde megalapítására, a hatályos szabályozást a Tpt. XXXII. fejezete tartalmazza.

A tőzsde jogszabályi meghatározásáról fentebb volt szó, a hatályos jogszabály a tőzsdei tevékenységet is definiálja: tőzsdei termék szervezett, szabványosított kereskedésének üzletszerű lebonyolítása. A Tpt. a tőzsdei tevékenység vonatkozásában kizárólagossági szabályt tartalmaz, amennyiben rögzíti, hogy tőzsdei tevékenységet kizárólag tőzsde végezhet, és a tőzsde főszabályként kizárólag tőzsdei tevékenységet, illetve az azt elősegítő kiegészítő tevékenységet folytathat.¹²

A Tpt. részletesen tartalmazza a tőzsde alapításának, és a tőzsdei tevékenység megkezdésének feltételeit. Ezek ismertetése a jelen dolgozat kereteit meghaladná, ehelyütt csupán azt említem meg, hogy tőzsde kizárólag dematerializált részvényekkel rendelkező részvénytársaság, illetőleg külföldi tőzsde fióktelepe formájában alapítható, és főszabályként az alapításhoz is, a tevékenység megkezdéséhez azonban minden esetben szükséges a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének (továbbiakban: Felügyelet) engedélye. A befektetési eszközök valamelyikének kereskedésére engedéllyel rendelkező tőzsdét a Felügyelet szabályozott piacként tartja nyilván.¹³

A tőzsdei tevékenység és kereskedelem szabályait, kereteit a tőzsde *szabályzatban* határozza meg, amelynek elfogadására és módosítására kizárólag az igazgatóság jogosult, azzal, hogy egyes szabályzatok elfogadása vagy módosítása előtt az igazgatóság köteles kikérni a tőzsdei kereskedők, illetve a tőzsdére bevezetett értékpapírok kibocsátóinak vagy azok szakmai szervezetének véleményét.

A tőzsdei szabályzatoknak biztosítaniuk kell, hogy a piac általános érdekeinek megfelelően a tőzsdei tevékenység, a kereskedelem és az ezekről szóló információ átlátható és ellenőrizhető legyen, ezáltal teremtve meg a kereskedésben részt vevők esélyegyenlőségét, egyenlő elbírálását és a befektetők objektív piaci védelmét.

A tőzsde szabályzata - a tőzsdei kereskedő, a kibocsátó, a befektető által - bíróság előtt megtámadható, ha az a Tpt. vagy más jogszabály előírásaival ellentétes.

A tőzsde szabályzatainak érvényességéhez - a tőzsde által a szolgáltatást igénybe vevők részére felszámított díjakra vonatkozó szabályzat kivételével - a Felügyelet jóváhagyása szükséges, és azok – és módosításaik – kizárólag a nyilvánosságra hozatalt követően alkalmazhatók.¹⁴

¹² Tpt. 297-298. §§

¹³ Tpt. 299-306. §§.

¹⁴ Tpt. 317-318. §§.

5. A Kereskedési Kódex, és a kereskedés keretei

A tőzsdei kereskedelem legfontosabb szabályanyaga a Budapesti Értéktőzsde Szabályzata a Kereskedési Kódexről (a továbbiakban: Kereskedési Kódex).¹⁵ A szabályzat célja, hogy a tőzsde által szervezett tőzsdei kereskedést átlátható, ellenőrizhető keretek között tartsa, ezáltal biztosítva az esélyegyenlőséget és a befektetők objektív piaci védelmét. Meghatározza a tőzsdei kereskedés rendjét, a kereskedés résztvevőire a tőzsdei kereskedés során vonatkozó előírásokat, a kereskedhető tőzsdei termékekkel kapcsolatos egyes szabályokat, továbbá az érvényes ajánlatok és a megköthető szerződések feltételeit.

A Kereskedési Kódex az alapelvek között rögzíti, hogy minden érintett köteles jóhiszeműen és a piac általános érdekeinek megfelelően gyakorolni, illetve teljesíteni a Kereskedési Kódexből eredő jogait és kötelezettségeit, vitás helyzetben - eltérő rendelkezés hiányában - azt terheli a bizonyítás kötelezettsége, akinek érdekében áll valamely állítás valódiságának elfogadása. A Kereskedési Kódex értelmezése során az általánosan elfogadott jogértelmezési elvek szerint, illetve a szakmai szabályoknak, valamint az elfogadott gyakorlatnak megfelelően kell eljárni. A Kereskedési Kódex kógens, tehát rendelkezései kötelező erejűek, azoktól eltérni csak a szabályzatban meghatározott esetekben lehetséges, a nem szabályozott kérdésekben a mindenkor hatályos jogszabályok rendelkezései szerint kell eljárni.¹⁶

Az értéktőzsde mint piac a kereskedés *tárgya* (terméke), a *kereskedésre jogosultak köre* és az *elszámolás módja* alapján részekre különíthető el, ezeket *szekcióknak* nevezik.¹⁷ A szekció közgazdasági értelemben a tőzsdének, mint piacnak a legkisebb részpiaca. A tőzsdei kereskedés kizárólag szekcióban, szekciótagként és az adott szekcióra vonatkozó szabályok szerint folytatható.¹⁸ A szekciók létrehozásának értelme az, hogy a különböző tőzsdei termékek eltérő sajátosságokkal rendelkeznek ezért szükséges, hogy bizonyos esetekben jól elkülönülő, speciális szabályozást lehessen alkalmazni.

Jelenleg a BÉT-en négy szekció működik: a hitelpapír szekció, a részvényszekció, a származékos szekció, és az áru szekció. Elnevezésükben a kereskedett termékek alapján különülnek el, de szekciónként a kereskedési jog és az elszámolás módja eltérő lehet.

A tőzsdei kereskedelemben rendkívüli jelentősége van az ügyletek *elszámolásának*, amelyet általában erre specializálódott szervezetek, az elszámolóházak végeznek. Az elszámolóház további jelentőségét az ügyletek teljesítése érdekében létrehozott és működtetett bonyolult garanciarendszer adja, amely a forgalom biztonságát szolgálja. A Tpt. szerint elszámolóház a tőzsdén és tőzsdén kívül megkötött pénz- és tőkepiaci ügyletek elszámolásával és teljesítésével kapcsolatos szolgáltatásokat teljesítő szakosított hitelintézet.¹⁹ Az elszámolóházaknak szervezetenként két típusa létezik. Vagy a tőzsde szervezeti egységként, vagy önálló szervezetként a tőzsdén kívül működnek, Magyarországon a szervezetenként elkülönült megoldást

¹⁵ Az utolsó módosítás hatályba lépésének dátuma 2007. március 1.

¹⁶ Kereskedési Kódex 1.1., 1.3. pont

¹⁷ A BÉT Szabályzata a Szekciótagsárról 2. pont

¹⁸ A szekciókról a BÉT Alapszabályának VIII. fejezete rendelkezik.

¹⁹ Tpt. 5.§ (1) bekezdés 33. pont.

választották.²⁰ A Tpt. rögzíti, hogy ha az elszámolás nem a tőzsde által történik, a tőzsde köteles szerződést kötni elszámolóházi tevékenységet végző szervezettel, illetve központi értéktárral, másfelől kimondja az elszámolóházi tevékenységet végző szervezet *szolgáltatási kötelezettségét* is.²¹ Az elszámolóházi tevékenység végzéséhez a működési engedélyt a Felügyelet adja meg egy sor feltételnek a kérelmező általi teljesítése esetén.²²

A BÉT-en folyó kereskedés elszámolását a Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt. (továbbiakban: Keler) végzi. Az úgynevezett klíringtagsági rendszeren, vagyis a közvetlen és a közvetett tőzsdei elszámolási jogosítványokat meghatározó feltétel- és intézményrendszeren keresztül lehetséges az ügyletek elszámolása. A rendszer közvetlen igénybevételére az úgynevezett *klíringtag* jogosult. Az *alklíring tag* közvetett elszámolásra jogosult, vagyis a Keler tőzsdei elszámolási szolgáltatásainak igénybevételére egy klíringtaggal köt szerződést, és a klíringtagon keresztül történnek az elszámolások. A klíringtag lehet általános klíringtag vagy pedig egyéni klíringtag, utóbbinak alacsonyabb tőkekövetelménynek kell megfelelnie, és alklíringtag számára nem folytathat elszámolási tevékenységet.

Ehelyütt érdemel említést a tőzsde *kereskedéssel kapcsolatos felelőssége*, amelyet különleges szabályként a Kereskedési Kódex rögzít. Eszerint a tőzsde a kereskedéssel kapcsolatosan a szekciótagnak vagy megbízójának okozott károkért csak abban az esetben tartozik felelősséggel, ha bizonyítható, hogy a kereskedési rendszer műszaki-technikai karbantartása, üzemeltetése, továbbá a levezetői üzemeltetés során a tőzsde nem a kellő, tőle elvárható gondossággal és körültekintéssel járt el.

A tőzsdével szemben kártérítésre vagy kártalanításra vonatkozó igény nem támasztható különösen azokért a károkért, amelyek az alábbiak következményei:

- a) bármilyen olyan közvetlen és/vagy közvetett kár, amely abból ered, hogy a szekciótagnak tőzsdei szabályt nem tartott be vagy azt nem alkalmazta,
- b) bármilyen szoftverhiba, amely a kereskedési rendszerben telepített szoftver meghibásodásából ered;
- c) bármilyen károsodás, amelyet vis major okoz,
- d) bármilyen olyan közvetlen és/vagy közvetett kár, amelyet a kereskedési rendszer tőzsdétől független leállása okozott, és/vagy, amely ennek következménye.

A tőzsdével szemben kártérítési igény nem támasztható, ha a tőzsde tőzsdei szabályban meghatározott szabályok szerint járt el. Lényegében ez utóbbi elv érvényesült egy 2004-ben közzétett ítéletben.²³

²⁰A Központi Elszámolóház és Értéktár Rt.-t 1993. október 12-én alapította a Magyar Nemzeti Bank (50 %-os tulajdoni hányaddal), a Budapesti Értéktőzsde és a Budapesti Árutőzsde (25-25 %-os tulajdoni hányaddal) értéktári, klíring- és elszámolóházi feladatkörrel. Alapításakor a Keler Rt. átvette a BÉT-től az értékpapírügyletek fizikai teljesítésének és pénzügyi lebonyolításának elszámolását.

²¹Tpt. 324. § (2) bekezdés, 344. §

²²Tpt. 338-339. §§.

II. Az értéktőzsdei ügyletek általános jellemzői

1. Az ügyletek típusai

A *tőzsdei ügylet* a Tpt. szerint az a szerződés, amelyet a tőzsdei kereskedő (aki nyilvánvalóan az lehet, aki kereskedési joggal is rendelkezik) a tőzsdén – a tőzsdei szabályzat által lehetővé tett körben és módon – *tőzsdei termékre vonatkozóan köt*. Tőzsdei termék a korábban említett pénzügyi eszköz és áru lehet.²⁴ Az, hogy a *szerződés* a polgári jog által ismert melyik szerződéstípusnak feleltethető meg, álláspontom szerint a kereskedelmi tevékenység fogalmából – amely a Tpt. szerint a befektetési szolgáltató által *pénzügyi eszköznek* saját számlára történő *adásvétele, cseréje* – vezethető le.²⁵ Ez a megközelítés azonban félrevezető lehet az ügyletek valós jogi tartalmának vizsgálatakor, amelyre későbbiekben kerül sor.

A Tpt. meghatározza az ügyletek három fő és egy altípusát: azonnali, határidős és opciós ügylet és ezek *kombinációja*.²⁶ Az ügyletek kombinációja esetén a több megkötött ügyletet az azokkal elérni kívánt egyetlen cél köti össze. Ebben a körben szokás említeni például az úgynevezett opciós stratégiákat – amikor a szerződő fél a kockázatát csökkentve igyekszik maximális nyereségre szert tenni és/vagy minimális veszteséget elszenvedni, ezért többféle opciós joggal rendelkezik egy időben – vagy a pénzügyi innovációk eredményeként létrejött bonyolult ügyletstruktúrákat. Említést érdemel a Számv. tv.-ben definiált pénzügyi instrumentum, amely részben felöleli a tőzsdei ügylet fogalmát.²⁷

A tőzsdei ügyletek egy másfajta csoportosítása alapján megkülönböztethetünk azonnali és derivatív (származékos) ügyleteket. Ez a felosztás az opciós és határidős ügyletek azon közös tulajdonságán alapszik, hogy piaci értékük egy mögöttes termék (derivatíva vagy alaptermék) ára (várható ára) alapján változik. A felosztás azonban nem konzekvens, hiszen két különböző kategóriába tartozó ismérvet állít szembe egymással (az egyik a teljesítés idejére vonatkozik, a másik pedig a szerződés közvetett tárgyára). A Tpt. definíciója szerint a *származtatott (derivatív) ügylet*: olyan ügylet, amelynek értéke az alapjául szolgáló befektetési eszköz, deviza, áru vagy referenciárata (alaptermék) értékétől függ, és *önálló kereskedés tárgyát képezi* (derivatíva).²⁸ Ezen megfogalmazással kapcsolatban kritikaként megfogalmazható, hogy csak szabályozott piacokra – ott termékként bevezetett instrumentumokra – alkalmazható, mert a tőzsdén kívül megkötött derivatív ügyletek jellemzően nem képezik önálló kereskedés tárgyát, hanem a szerződéses pozíció átruházásához a másik fél hozzájárulása szükséges. A Számv. tv. meghatározása²⁹ sem teljesen

²³ A Legfelsőbb Bíróság BH2004.69. szám alatt közzétett Gf. I. 31.192/2002. számú ítélete.

²⁴ Tpt. 319.§ (1) bekezdés, 5. § (1) bekezdés 99.

²⁵ Tpt. 5. § (1) bekezdés 59.

²⁶ Tpt. 319. § (1) bekezdés

²⁷ Pénzügyi instrumentum: olyan szerződéses megállapodás, amelynek eredményeként az egyik félnél pénzügyi eszköz, a másik félnél pénzügyi kötelezettség vagy saját tőke (tőkeinstrumentum) keletkezik. Így különösen: a szerződéses megállapodáson alapuló követelés és kötelezettség, a pénzeszköz, az értékpapír (hitelviszonyt megtestesítő értékpapír és tulajdoni részesedést jelentő befektetés), a származékos ügylet - Számv. tv. 3. § (8) bekezdés 3.

²⁸ Tpt. 5. § (1) bekezdés 92.

²⁹ Számv. tv. 3. § (9) bekezdés 11.

pontos, mert a pénzben elszámolt ügyletekre korlátozódik, holott, a derivatív ügyletek esetén is lehetséges a reális teljesítés (fizikai teljesítés pl. értékpapír átruházása).³⁰

Az *azonnali ügyletet* a Tpt. részben negatív meghatározással, meglehetősen szűkszavúan határozza meg: ha a tőzsdei ügyletben az ügylet tárgyának tényleges átadására a felek anélkül vállalnak kötelezettséget, hogy a teljesítés módját és idejét meghatározták volna, a kötelezettséget a tőzsdei szabályzatban meghatározott módon és időben kell teljesíteni.³¹ Ennél az ügylettípusnál is tudják a felek, hogy kötelezettségeiket mikor és milyen módon fogják teljesíteni, hiszen ezeket a kötelezettségeket a tőzsde és a Keler szabályzatai részletesen meghatározzák. Ennek megfelelően a Keler Általános Üzletszabályzata az azonnali ügyletre ettől eltérő definíciót ad: az a tőzsdei megállapodás, amely előre rögzített időpontban történő fizikai áru, vagy közraktári jegy teljesítésre irányul.

Határidős ügylet esetén a felek abban állapodnak meg, hogy a tőzsdei ügyletben vállalt kötelezettségeiket a tőzsdei szabályzat által meghatározott későbbi időpontban teljesítik.³² Ebben az esetben a *tőzsdei ügylet* a tőzsde szabályzata szerinti teljesítési feltételekkel *azáltal jön létre, hogy az ügyletet az elszámolóház nyilvántartásba veszi és visszaigazolja*. A határidős ügyletből eredő kötelezettséget - az elszámolóház szabályzata által meghatározott módon - mindkét fél irányában *az elszámolóház teljesíti*. A határidős ügylet teljesítése történhet az ügylet tárgyának tényleges átadásával, közraktári jeggyel történő teljesítéssel (áru esetén), illetőleg készpénzes elszámolással. Tekintettel arra, hogy a származtatott ügylet alapterméke lehet akár egy piaci mutatószám (index) is, amely esetében a fizikai teljesítés kizárt, a Tpt. kifejezetten rögzíti, hogy az elszámolásra vonatkozó szabályok a szerződés tárgyának tényleges átadásával történő teljesítését korlátozhatják vagy kizárhatják.³³

E típusba tartozó ügyletek további sajátossága, hogy a felek a szerződés megkötésének pillanatától kezdve (tehát amikortól az ügyletet az elszámolóház nyilvántartásba veszi és visszaigazolja) már nincsenek egymással közvetlen jogviszonyban, az ügyletből eredő kötelezettségeket a Keler teljesíti. Ennek a hárompólusú speciális jogviszonynak a lényege az, hogy a tőkepiac és forgalmának biztonsága érdekében a felek közé beiktatott harmadik fél gondoskodik közvetlenül az ügylet teljesítéséről (a Kelernek a teljesítéskori szerepéről a későbbiekben lesz szó). A Kereskedési Kódex szerint a szerződésből eredő jogok és kötelezettségek mindkét fél tekintetében a Kelerre vonatkoznak.³⁴ Ezen megfogalmazás álláspontom szerint ellentétben áll a Tpt. rendelkezésével, mert eszerint már *nem pusztán szerződéses kötelezettség teljesítéséről van szó, hanem jogok és kötelezettségek egyetemes átszállásáról*.

Opció ügylet esetén a kötelezett tőzsdei termékre másnak vételi jogot enged, és a jogosult a vételi jog tárgyát egyoldalú nyilatkozattal megvásárolhatja (*vételi opció*); illetve aki a jogosulttal szemben a tőzsdei termékre vételi kötelezettséget vállal, annak a jogosult a tőzsdei terméket egyoldalú nyilatkozattal eladhatja (*eladási opció*).³⁵

³⁰ Gárdos István – Szabályozási koncepció az új Polgári törvénykönyv „Pénz- és értékpapír-ügyletek” című fejezetéhez, 2004

³¹ Tpt. 320. §.

³² Meg kell jegyezni, hogy azonnali ügyletek esetén sem „azonnal”, hanem az elszámolási ciklustól függően az üzletkötést követő napok valamelyikén történik a teljesítés.

³³ Tpt. 321.§., A Keler Általános üzletszabályzata szerint határidős ügylet: a tőzsdei terméknek meghatározott áron későbbi időpontra szóló szabványosított adásvétele, a Keler *ügyletbe történő belépése mellett* történő teljesítéssel.

³⁴ Kereskedési Kódex 10.1. pont

³⁵ Tpt. 322. (1) bekezdés

A Tpt. definíciója mellett a Keler Általános üzletszabályzatának meghatározása már az ügylet tőzsdei jellegét tükrözi. Eszerint *opciós ügylet* az a szabványosított szerződés, amelynek tárgya egy meghatározott jövőbeli időpontban, vagy időszakban érvényesíthető vételi, vagy eladási jog, amelynek keretében az opció vásárlója (jogosultja) opciós díj fizetése ellenében megszerzi ezt a jogot, míg az opció eladója (kötelezettje) a díj ellenében vételi, vagy eladási kötelezettséget vállal az opció vásárlójával (jogosultjával) szemben.

A fent említett Keler szabályzat azonban az opció két típusa definiálásakor nem pontos. Eszerint az eladási (put) opció olyan *felfüggesztett hatályú adás-vételi szerződés* (derivatív ügylet), ahol az eladási opció jogosultja az opciós díj fizetése ellenében jogot szerez az opció kötelezettjétől az opció tárgyának jövőbeni eladására ún. lehívási áron; vételi (call) opció olyan *felfüggesztett hatályú adás-vételi szerződés* (derivatív ügylet), melynek esetén az opció jogosultja az opciós díj fizetése ellenében jogot szerez az opció kötelezettjétől az opció tárgyának jövőbeni megvásárlására ún. lehívási áron. Ezek a definíciók álláspontom szerint dogmatikailag nem tarthatók, hiszen a vételi vagy eladási jog megszerzése csupán egy hatalmassághoz juttatja a jogosultat, de adásvételi szerződés létrejöttét önmagában semmiképpen sem eredményezi, az adásvételi szerződés ugyanis a hatalmasság gyakorlásával jön létre.

Az opciós ügyletre vonatkozó megállapodás minimális tartalmaként a Tpt. a tőzsdei terméket, a vételárat, az opciós díjat és az opció gyakorlásának időtartamát (határnapját) rögzíti. Az opció a tőzsdei ügylet megkötésétől számítva legfeljebb öt évre köthető ki. Az opció gyakorlása meghatározott időtartamra (amerikai opció) vagy határnapra is kiköthető (európai opció), utóbbi esetben a határnap nem lehet távolabbi, mint a tőzsdei ügylet megkötésétől számított öt év. Az öt évet meghaladó időtartamra vagy öt évnél távolabbi határnapra, illetve határozatlan időre kikötött opció semmis.

A tőzsdei szabályzat az opció - egyes tőzsdei ügyletekben kiköthető - időtartamát és határnapját meghatározhatja. Az opciós ügylet is azáltal jön létre, hogy azt az elszámolóház nyilvántartásba veszi és visszaigazolja, és az opciós ügyletből eredő kötelezettséget - szabályzata által meghatározott módon - mindkét fél irányában az elszámolóház teljesíti, csakúgy, mint a határidős ügyletek esetében.³⁶

A Tpt. szerint a tőzsdei ügylet *érvényességéhez* a tőzsdei ügylet adatainak a tőzsdei szabályzatban meghatározott módon történő rögzítése, *határidős és opciós ügylet esetében az elszámolóház visszaigazolása is szükséges*.³⁷ Az említett elszámolóházi visszaigazolás azonban a (határidős és opciós) ügylet esetén nem csupán az ügylet érvényességéhez elengedhetetlen, hanem annak létrejöttéhez.³⁸

Az értéktőzsdei szerződésekről elmondható, hogy *nevesített ügyletek*, de a Polgári Törvénykönyvön kívüli nevesített, speciális szerződések. A törvényi felhatalmazás alapján megalkotott és a Felügyelet által jóváhagyott Kereskedési Kódexben nem szabályozott kérdésekben a Ptk. szabályait kell megfelelően alkalmazni.

A tőzsdei ügyletek természetesen konszenzuális szerződések, létrejöttükhöz nem szükséges az ügylet közvetett tárgyának tényleges átadása. Az akaratnyilatkozatok „egybehangzása” azonban sajátosan, a klasszikus szerződésstanban megismert formáktól és módoktól eltérően jön létre.

³⁶ Tpt. 322.§.

³⁷ Tpt. 319. § (3) bekezdés.

³⁸ Tpt. 321.§ (1) bekezdés és 322. § (4) bekezdés.

A kötelezett szolgáltatásának jellege szerint a *dologszolgáltató* (dare) szerződéstípus csoportjába tartoznak, ehhez a megállapításhoz azonban hozzá kell tenni, hogy a szerződést kötő fél akarata sokszor nem a tőzsdei termék vagy a származtatott ügylet alaptermékének tényleges szolgáltatásra irányul (index mint alaptermék esetén arra nem is irányulhat), hanem egy szerződéses pozícióban az árfolyamok változása miatt elérhető árfolyamnyereség pénzügyi elszámolására és realizálására.

Érdekpozíciók szempontjából a tőzsdei ügyletek polarizált alanyú szerződések közé sorolhatók azzal a sajátossággal, hogy az azonnali és származékos ügyletek esetén az elszámolóház végzi mindkét fél irányában a kölcsönös kötelezettségek teljesítését, és harmadik félként már saját szerződéses kötelezettségeit teljesíti.

Az értékviszonyok alapján egyértelműen a visszterhes szerződések közé sorolhatók a tőzsdei ügyletek, amelyekben az egyik fél szolgáltatása a másik fél szolgáltatásának ellenértéke (kölcsönös, viszonyos vagy szinallagmatikus szerződések). Hozzá kell azonban tenni, hogy a tőzsdei kereskedelemben az ügyletkötések során az ugyanazon szolgáltatásra irányuló egyes adásvételi szerződések folyamatosan változó árakkal jönnek létre és előfordulhat, hogy viszonylag kicsiny időköz elteltével is jelentős árkülönbség jön létre ugyanazon szolgáltatást tartalmazó két szerződés között. Ebben a helyzetben igen nehéz lenne megállapítani, hogy vajon melyik ár felelt meg a visszterhesség követelményének, mert az árat maguk a felek (közgazdasági értelemben a piac) határozzák meg, és igen nagyszámú piaci szereplő hallgatólagos konszenzusa áll mögötte (a kereslet és a kínálat rendkívül nagyszámú szereplője ugyanis ezt az egyensúlyi árat alakítja ki). A visszterhesség fogalma a tőzsdei ügyletek esetén sajátosan értelmezendő, az ellenérték nagysága relativizálódik, hiszen akár viszonylag kis időtartam elteltével jelentősen változhat az ellenérték mértéke.

Ez fokozottan fennáll azokban a helyzetekben, amikor a határidős ügyleteknél a törvény adta lehetőségnek megfelelően a tőzsdei ügylet megkötésekor az ügylet tárgya nincs az eladó tulajdonában, és azt csak közvetlenül a szerződésben vállalt kötelezettségének teljesítése előtt kívánja beszerezni. Ez a sajátosság nem lehet akadály a már vállalt kötelezettségek teljesítésének. A szerződés megkötésekor tehát a felek által tudottan benne rejlik az értékviszonyok, értékarányok jelentős megváltozásának lehetősége, azonban tekintettel arra, hogy a változás eredménye piaci viszonyokon alapul az ügylet a szinallagmatikus jellegét nem veszíti el.

A vizsgált szerződések további sajátossága az, hogy tömegügyletekként naponta több ezer megkötésére kerül sor a tőzsdei kereskedelem során. Ilyen nagyszámú ügylet megkötése kizárólag azok formai és tartalmi egységesítése, standardizálása esetén lehetséges. A tőzsdén azonban nem csak formai és tartalmi egységesítés szükséges, hanem a szerződések létrehozásakor olyan szabályok és technikai módszerek használata is, amelyek a minél gyorsabb szerződéskötést lehetővé teszik.

A szolgáltatás jellege alapján elmondható, hogy fajta és mennyiség szerint meghatározott szolgáltatásokról van szó. A tőzsdei ügyletkötések során ez azt jelenti, hogy az ügyletek közvetett tárgyának meghatározásakor elegendő a tőzsdei terméket és a vásárolandó mennyiséget meghatározni. Ez a megállapítás a származékos termékeken alapuló ügyletekre mindenfajta megszorítás nélkül igaz, azonban az egyes speciális jogosítványokat megtestesítő értékpapírok esetén már némi korrekcióra szorul. A fajlagos szolgáltatás és a zártfajú szolgáltatás közötti elvi különbségtétel a gyakorlatban nehézségekbe ütközhet, mert

a zártfajúság fogalma relatív. Éppen ezért, ha egy részvénytársaság tőzsdére bevezetett részvényeiről van szó, akkor az arra vonatkozó adásvételből származó kötelezettség fajlagos szolgáltatásnak tűnik. Ha viszont különböző distinkciókat alkalmazva már törzsrészvényről vagy szavazats többséget biztosító részvényről van szó, a szolgáltatás zárt fajúvá válik. A különböző évi lejáratú állampapírok esetében hasonló a helyzet.

Végül szólni kell arról a sajátosságról is, miszerint a tőzsdei ügyletek egy igen jelentős hányada kockázati elemeket hordoz magában. A határidős ügyletek esetén a felek azt sem tudhatják előre, hogy fizetési kötelezettségük lép –e föl vagy pedig a másik fél teljesítésének jogosultjai lesznek –e. Ezen típusú szerződéseknél felmerülhet az a kérdés is, hogy valójában nincs –e szó játékról vagy fogadásról, amelyeknél a felek nem befolyásolhatják a szerződésből eredő kötelezettségek mértékét és irányát. A kérdés legmarkánsabban az index alapú határidős szerződések, a XIX. és XX. századi jogirodalomban pedig a határidős gabonaügyletekkel kapcsolatosan létrehozott különbözeti ügyletek körében jelentkezett, amelyekről a későbbiekben lesz szó.

2. A derivatív ügyletek de lege ferenda

Az új Polgári törvénykönyv koncepciójának előkészítésekor felmerült annak gondolata, hogy a derivatív ügyletek a Polgári törvénykönyvben kodifikálásra kerüljenek. E körben az egyik szabályozási javaslat szerint nincs szükség a polgári jogi szabályozásra, a derivatív ügylettípusok nagy száma és változatossága, továbbá az innovatív tőkepiac miatt, és csupán az új Ptk. miniszteri indokolása legitimálná a derivatív ügyleteket a polgári jogban, megemlítve, hogy a Ptk-ban kifejezetten nevesített ügyletek köre nem telje körű, és a felek a szerződéses szabadság alapján a nevesített ügyletek vegyítésében vagy nem nevesített, a tőkepiacokon széles körben ismert ügyletekben is megállapodhatnak. Ezen ügyletek között azon túl, hogy legalább az egyik fél szolgáltatása egy meghatározott alaptermék vagy érték jövőbeli alakulásától függ, nincs olyan közös vonás amely indokolná a derivatív ügyletek nevesítését önálló szerződéstípusként.

A fentivel ellentétes szabályozási javaslat szerint szükség van a derivatívák kifejezett polgári jogi kodifikációjára, tekintettel ezen ügyletek elterjedtségére és gazdasági jelentőségére. Ezen álláspont a szabályozás melletti érvként hozza fel, azt is, hogy a Tpt. 319-323. §-aiban foglalt vonatkozó szabályozás diszpozitív, polgári jogi jellegű, ezért ennek helye nem a közjogi Tpt-ben, hanem az új Ptk-ban lenne. Az álláspont szerint annak ellenére, hogy a gyakorlatban a derivatív ügyleteket önszabályozó szerződések (szabályzatok) szinte teljes körűen rendezik, számos kérdést a Ptk-ra és a bíróra bízna, ezért egy jogvita esetén a bíróra hárul a szerződések minősítésének feladata, amelyet az új Ptk. néhány orientáló szabályával segíthetne, a derivatív ügyletekre vonatkozó néhány alapvető szintű rendelkezéssel.³⁹

A magam részéről a szükséges absztrakciós szintű alapvető szabályozással értek egyet. E körben az eladási opciót álláspontom szerint is kifejezetten szabályozni kellene, rendezve a Tpt. által az eladási opcióra is kiterjesztett, az opcióra a Ptk-ban meghatározott 5 éves időkorlátot is, továbbá az ügylet speciális jellegére

³⁹ Gárdos István – Szabályozási koncepció az új Polgári törvénykönyv „Pénz- és értékpapír-ügyletek” című fejezetéhez, 2004

tekintettel – a Tpt. hatályos szabályainak megfelelően – kizárandó a kötelezettnek az opcióból folyó kötelezettsége alól a bíróság által történő mentesítése is.

III. A tőzsdei ügyletek létrehozása

1. Az ügylet alanyai és a kereskedési jog

A tőzsdei ügylet alanyai a felek, akik a szerződést megkötik, majd az abban foglalt kötelezettségeiket teljesítik. Az előzőekben láthattuk, hogy a két személyi kör nem feltétlenül esik egybe, de minden esetben speciális alanyi kört jelent. A szerződéses kötelezettségeket határidős és opciós ügyletek esetén, illetve 2002. óta az azonnali ügyletek esetén is a Keler (elszámolóház) saját nevében teljesíti és ő azok jogosultja is az ügyletkötő felekkel szemben. Ennek a megoldásnak garanciális okai vannak, azonban az elszámolásról szóló fejezetben látni fogjuk, hogy a Keler is elsősorban az ügyletet kötő felek nála vezetett tőzsdeforgalmi számláinak megterhelésével teljesíti a kötelezettségeket és a teljesítések végső soron az ügyletkötő feleket illetik, azok tőzsdeforgalmi számláin kerülnek jóváírásra. Ez a megoldás nemcsak biztonságosabbá teszi a tőzsdei ügyletek teljesítését, de gyorsabbá és gazdaságosabbá is.⁴⁰

Tőzsdei ügyletek saját néven történő megkötésére a tőzsdei kereskedési jog birtokában van lehetőség, amelynek bemutatásakor a jelen dolgozat csupán a főbb szabályok ismertetésére szorítkozik.

A kereskedési jog szabályozása is kétszintű, a legalapvetőbb szabályokat a Tpt., a részletszabályokat a BÉT szabályzatai állapítják meg.

A Tpt. rögzíti, hogy befektetési szolgáltatási tevékenységet főszabály szerint befektetési vállalkozás és hitelintézet folytathat. Tekintettel arra, hogy a tőzsdei ügyletek létrehozása a Tpt. szerinti kereskedelmi tevékenység körébe tartozik (pénzügyi eszköz, illetve áru saját számlára történő adásvétele, cseréje), és a kereskedelmi tevékenység befektetési szolgáltatási tevékenységnek minősül, az értéktőzsdei ügyletek megkötésére kizárólag befektetési szolgáltató vagy hitelintézet jogosult.⁴¹

A legalapvetőbb kritérium a felügyeleti engedély és a tőzsde szabályzataiban foglalt feltételeknek történő megfelelés. Természetesen a tőzsdével valamint az elszámolás végző szervezettel az adott jogviszonyt részleteiben szabályozó szerződést kell kötni. A tőzsde részéről szerződéskötési kötelezettséget ír elő a Tpt. amennyiben a kérelmező a szükséges feltételeknek megfelel, előírja továbbá, hogy a tőzsdei kereskedők száma nem korlátozható. Lényeges rendelkezés, hogy a tőzsdei kereskedő *kereskedési jogának gyakorlását az elszámolóházi tevékenységet végző szervezet is jogosult korlátozni, szabályzataiban meghatározott esetekben.*⁴²

⁴⁰ A szerződést kötő fél nemteljesítése esetén (ha a különböző számláin már nincs elegendő fedezet) közvetlenül a Keler felel az ügylet teljesítéséért, és a nem teljesítő fél felé megtérítési igényel léphet fel.

⁴¹ Tpt. 81. § (1) bekezdés, 85. § (1) bekezdés.

⁴² Tpt. 312-315. §§, a Keler Általános üzletszabályzata a 6.1.4.2. pontban rendelkezik a klíringjog felfüggesztéséről, amelynek oka lehet például az előírt fedezetek elégtelensége. A klíringjog felfüggesztéséről a Keler a klíringtagot, és a tőzsdét is köteles értesíteni. Az értesítés jogkövetkezménye, hogy azt követően a felfüggesztett klíringtag által kötött tőzsdei ügyletek – a felfüggesztés időtartamára a pozíciók csökkentésére irányuló ügyletek kivételével - nem kerülnek a Keler által befogadásra és elszámolásra.

A kereskedési jog tartalmát és gyakorlásának módját a tőzsde szabályzata határozza meg. A Kereskedési Kódex a kereskedést a szekciókban történő kereskedés útján szabályozza. A kereskedési jog megszerzésének részletes feltételeit a szekciótagsági szabályzat tartalmazza. Az egyes szekcióban tőzsdei kereskedési jogot kizárólag az adott szekcióban tagsággal rendelkező szekciótag szerezhethet. A szekciótagság nem ruházható át, és a hozzá kapcsolódó jogok gyakorlása ideiglenesen sem engedhető át, szekciótagság több szekcióban is szerezhető, azonban szekciónként legfeljebb egy. Főszabályként tőzsdei *ajánlat és ellenajánlat megtételére* a szekciótag nevében kizárólag *a tőzsdei üzletkötő jogosult*, aki a tőzsdei ügyletek során a jogokat és kötelezettségeket kizárólag azon szekciótag nevében gyakorolhatja, amely szekciótag írásban meghatalmazta, a nevében történő ügyletkötésre. A tőzsdei üzletkötő által megkötött ügyletekért a képviselt szekciótag tartozik felelősséggel. Az ajánlatok és ellenajánlatok szabályszerűségéért az azt bevívó üzletkötő tartozik felelősséggel.⁴³

2. A szerződés tartalma

2.1. Szerződési szabadság és a szerződés tartalma

A tőzsdei ügyletekkel kapcsolatban az általános jellemzés során már elhangzott, hogy standardizált szerződésekről van szó. Jelen kérdés szempontjából ez azt jelenti, hogy az ügyleteknek rendelkezniük kell bizonyos *minimális tartalmi elemekkel*. A tőzsdei szabályzatok közvetlenül nem írják elő az *ügyletekre* kötelező tartalmi elemeket, hanem az *ajánlatok* minimális tartalmi elemeit határozzák meg. És bár a Ptk. az ajánlatról nem ad definíciót és csak annak jogkövetkezményeit szabályozza, mivel kimondja, hogy az ajánlatnak a szerződés lényeges vagy bármelyik fél által lényegesnek minősített elemeit tartalmaznia kell, megállapítható, hogy közvetve a szerződés minimális kötelező tartalmi elemeit írja elő a tőzsdei szabályozás.

2.2. Az értéktőzsdei ügyletek közvetlen tárgya

A értéktőzsdei ügyletek közvetlen tárgyai azok a tág értelemben vett szolgáltatások, amelyekkel a felek az ügylet megkötését követően kölcsönösen tartoznak. Ez lehet pénzfizetés, illetve értékpapír tulajdonjogának átruházása. Azonnali ügyletek és azon származékos határidős és opciós ügyletek esetén, ahol fizikai teljesítés (vagyis dologszolgáltatás) történik, a szerződő fél köteles az eladott értékpapírokkal rendelkezni az elszámolóházánál vezetett számláján, és a számla terhelését valamint az átruházott értékpapírok jóváírását a tőzsdétől érkezett kereskedési adatok alapján a Keler végzi el. A tőzsdei ügyletekből eredő pénzügyi kötelezettségek teljesítése hasonlóképpen történik.

Az azonnali ügyletek esetén a Tpt. nem mondja ki, hogy a kötelezettségeket az elszámolóház teljesíti, de technikai értelemben így történik, és a Keler 2002. májusa óta az azonnali ügyletek esetén is Központi

⁴³ Kereskedési Kódex I. rész 3. Fejezet 2. pont

Szerződő Félként (CCP – Central Counterparty), egy esetleges nemteljesítés esetén a vevővel szemben eladóként, az eladóval szemben vevőként lép fel, így garantálja az általa befogadott ügyleteket, tehát szerződéses partnerként felel azok teljesítéséért.

2.3. Az értéktőzsdei ügyletek közvetett tárgya

A Tpt. megfogalmazása szerint tőzsdei ügyletet kizárólag *tőzsdei termékre vonatkozóan* lehet kötni. A *tőzsdei termék*, ahogy ez fentebb említésre került, *pénzügyi eszköz* és *áru* lehet, a pénzügyi eszköz pedig *befektetési eszköz* és *deviza*. A befektetési eszközök a Tpt. szerint:

- a) átruházható *értékpapírok*;
- b) pénzügyi eszközök;
- c) értékpapírra, devizára, indexre, illetőleg ezek származtatott termékeire vonatkozó *határidős ügyletek*, ideértve az ezekkel egyenértékű készpénz-elszámolású eszközöket;
- d) *határidős kamatlábügyletek*;
- e) kamat-, deviza- és tőkecsereügyletek;

f) *vételi és eladási opciók* értékpapírra, devizára, indexre és kamatlábra, illetve ezek származtatott termékeire, ideértve az ezekkel egyenértékű készpénz-elszámolású eszközöket;

g) üvegházhatású gáz kibocsátási egységekre és légszennyező anyag kibocsátási jogokra vonatkozó opciók, határidős és egyéb származtatott ügyletek, amelyek teljesítése készpénzes elszámolással történik és kereskedése szabályozott piacon zajlik, illetve amely ügyletek elszámolását elfogadott elszámolóház végzi folyamatos biztosítékadási kötelezettség mellett.

Fentiek alapján tehát az értéktőzsdei termék befektetési eszköz vagy deviza, lehet. A BÉT Bevezetési és Forgalmantartási Szabályzata a *tőzsdei termék*nek egy szűkebb definícióját adja és használja: tőzsdére bevezetett *értékpapír*, valamint a *határidős instrumentum*, illetve *opciós sorozat*.

2.3.1. Értékpapírok

A BÉT-en az értékpapírok kereskedelme a hitelpapír szekcióban és a részvény szekcióban zajlik, és bármely, a BÉT vezérigazgatója vagy az igazgatósága által hozott döntéssel a BÉT-re bevezetett – tehát az egyes tőzsdei termékek leírását tartalmazó terméklistára felvett – értékpapírra köthető ügylet. A kereskedett értékpapírok bevezetése és forgalomban tartása a BÉT Bevezetési és Forgalmantartási Szabályzatának rendelkezései szerint történik. A szabályzat szerint a részvény és hitelpapír szekcióban *a kereskedés tárgya* az adott szekcióba bevezetett értékpapírokra kötött *azonnali ügylet*, amelynek teljesítése a Keler szabályoknak megfelelően történik.⁴⁴ E megfogalmazás pontatlanságáról a fentiekben volt szó.

⁴⁴ Bevezetési és Forgalmantartási szabályzat 3.1.1. pont

A Tőzsdére csak forgalomképes értékpapírt lehet bevezetni, erről valamint arról, hogy van-e tudomása olyan szerződésről vagy megállapodásról, amely az értékpapír-sorozat szabad forgalmazhatóságát korlátozza a kibocsátó a bevezetés kezdeményezésekor nyilatkozni köteles.⁴⁵ Forgalomképes értékpapír-sorozatot képeznek azok az azonos sorozatba tartozó értékpapírok, amelyeknél a kibocsátó, a tulajdonosok, illetve jogszabály az átruházást *teljes körűen* nem zárta ki, illetve nem korlátozta, továbbá az értékpapírok közjegyzői letiltás hatálya, vagy megsemmisítési eljárás alatt nem állnak, és a *teljes* sorozatra a forgalmazhatóságot korlátozó jog nincs kikötve. A BÉT ezen kívül a kibocsátóra is megfogalmaz elsősorban annak gazdasági stabilitására vonatkozó feltételeket.

Egyes értékpapírok esetén a Bevezetési és Forgalombantartási Szabályzat rendelkezéseket tartalmaz azok minimális bevezetendő mennyiségére, és azok tulajdonosainak minimális számára. E szabályoknak az az értelme, hogy a tőzsdén csak olyan értékpapírokkal érdemes kereskedni, amelyek viszonylag nagy összegben vannak forgalomban, és meglehetősen sok tulajdonos (kéz) között oszlanak el (közkezhányad). A BÉT-re jelenleg az alábbi értékpapírok bevezetésére van lehetőség. Részvény szekció: részvények, egyéb, tagsági jogokat megtestesíti értékpapírok, letéti igazolások, befektetési jegyek, kárpótlási jegyek, warrantok. Hitelpapír szekció: állampapírok, kötvények, jelzáloglevelek. Az értékpapírokkal kapcsolatos elméletek, és az ahhoz tartozó dogmatikai sajátosságok valamint a BÉT-re bevezethető egyes értékpapírok bemutatása meghaladná jelen dolgozat kereteit.

2.3.2. Származékos termékek

2.3.2.1. Általános fogalmak

A származékos szekcióban kötött ügyletek tárgyának vizsgálata előtt érdemes néhány idevonatkozó alapfogalmat ismertetni. *Kontraktus* a neve a szabványosított határidős, illetve opciós tőzsdei termékre vonatkozó standardizált szerződésnek, amely egyben meghatározza az ügylet legtöbb feltételét, teljesítésének módját tehát tulajdonképpen egy szerződésminta, amelyet minden egyes termék esetén előre elkészítve vehet igénybe az ügyletkötő.⁴⁶ Az *instrumentum* a határidős kontraktus egy lejárata.

Leegyszerűsítve: a kontraktus meghatározza az ügylet közvetett tárgyát, vagyis határidős ügyletnél azt, hogy lejáratkor mely alaptermék tulajdonjogát kell átruházni és egyidejűleg átadni, és mekkora, a felek által meghatározott vételárat kell megfizetni, vagy milyen elszámolási referenciaérték (pl. BUX index, 2 hónapos BUBOR) figyelembe vételével kell elszámolniuk a feleknek. A kontraktus az opciós ügyletnél meghatározza, hogy mely alaptermékre áll fenn vételi, eladási vagy – amennyiben az alaptermék egy határidős kontraktus – pozíciónyitási jogosultság, és ennek a jogosultságnak mekkora az ellenértéke. A kontraktusoknak különböző instrumentumai, lejárataik vannak, amelyek a megkötendő szerződések teljesítésének *időpontját* határozzák meg (utóbbiról az európai opciók esetében beszélhetünk, amerikai

⁴⁵ Bevezetési és Forgalombantartási szabályzat 15.4.2.2. pont

⁴⁶ A kontraktus nem tartalmaz a Ptk. 209/C. §-a szerinti általános szerződési feltételt, mert azokat nem az egyik fél határozta meg előre, egyoldalúan, a másik fél közreműködése nélkül, hanem a Tőzsde, mint a kereskedést, az ügyletkötéseket lehetővé tevő és lebonyolító szervezet.

opcióknál a joggyakorlásra nyitva álló *időköz*t határozza meg az instrumentum). A lejáratok hónapokban kerülnek meghatározásra. Az ügyletkötő felek ezek közül az instrumentumok közül választják ki a lejáratban nekik megfelelőt, és ezekre teszik meg ajánlatukat.

Egy eladási vagy vételi opciós kötéssel az opció jogosultja egy kialakított ár, un. opciós díj fizetése ellenében, jogot szerez az opció kötelezettjétől az opció tárgyának jövőbeni megvásárlására vagy eladására vagy egy határidős pozíció megnyitására egy, az opció vételekor előre rögzített áron, az un. lehívási áron. A Ptk. 375. § (3) bekezdése szerint a bíróság a tulajdonost - törvény eltérő rendelkezése hiányában - a vételi jogból folyó kötelezettsége alól mentesítheti, ha a tulajdonos bizonyítja, hogy a vételi jog engedése után körülményeiben olyan lényeges változás állott be, hogy a kötelezettség teljesítése tőle nem várható el. A *clausula rebus sic stantibus*nak a tőzsdei forgalomban történő alkalmazása nyilvánvalóan nem felel meg a tőkepiac elvárásainak és követelményeinek, ezért e szabály alkalmazását nem teszi lehetővé a Tpt.⁴⁷ A tőzsdei ügylet megkötésének természetesen nem akadály, ha az ügylet tárgya (az ügylet megkötésekor) nincs az eladó tulajdonában, ez teszi ugyanis lehetővé a tőzsdei spekulációt és a fedezeti ügyletek megkötését is. A Polgári törvénykönyv rendelkezéseitől eltérve a Tpt. kimondja, hogy a *tőzsdei ügyletben kikötött opció* vagy *elővásárlási jog átruházható és az örökösökre is átszáll*.

Opciók esetében az ugyanazon alaptermékre vonatkozó azonos lejáratú kontraktusok között (tehát instrumentumok között) a lehívási ár különbözősége alapján megkülönböztetünk opciós sorozatokat.⁴⁸

Jelentősége van az opció lehívási ára és az alaptermék azonnali ára viszonyának. ATM (at the market) opcióról van szó, ha az azonnali ár megegyezik a lehívási árral. A BÉT gyakorlatában ilyen opcióról beszélünk, ha az alaptermék ára és a lehívási ár közti különbség nem haladja meg a lehívási árak közti lépésköz felét. ITM (in the market) vételi opció esetén az ATM opció lehívási árnál alacsonyabb lehívási árú opció, míg eladás opció esetén az annál magasabb lehívási árú opció, tehát az az opció, amely azonnali lehívás esetén kedvezőbb árú az alaptermék vonatkozásában, mint az azonnali piacon elérhető ár. OTM (out of the market) vételi opció esetén az ATM opció lehívási árnál magasabb lehívási árú opció, míg eladás opció esetén az annál alacsonyabb lehívási árú opció, tehát az az opció, amely azonnali lehívás esetén kedvezőtlenebb árú az alaptermék vonatkozásában, mint az azonnali piacon elérhető ár. A tőkepiacon meghonosodott angolszász terminológia miatt a vételi opciót CALL opciónak, míg az eladási opciót PUT opciónak nevezik.

2.3.2.2. A származékos szekció két piaca

A származékos szekcióban a *határidős piacon a kereskedés tárgya* a Bevezetési és Forgalombantartási Szabályzat rendelkezései szerint a határidős kontraktus instrumentumaira kötött *határidős ügylet*, ami egy olyan *kötelezettségvállalás*, amely az adott *instrumentum értékének* jövőbeni változásához igazodik, és amelynek teljesítése a Kéler elszámolási szabályainak megfelelően készpénzes vagy fizikai teljesítés formájában történik.

⁴⁷ Tpt. 322. § (5) bekezdés.

⁴⁸ Például a 650 forint lehívási árú decemberi lejáratú X részvény eladási opció egy opciós sorozat, amelyre ügyleteket lehet kötni.

A derivatív ügylet megkötésére a tőzsdei szabályzatok a *pozíciónyitás* kifejezést használják. A *nyitott pozíció* a Keler Általános üzletszabályzata szerint gyűjtőfogalom, tőzsdei ügylet révén keletkező *vételi, illetve eladási kötelezettségek* jelölésére. Ez a definíció álláspontom szerint meglehetősen elnagyolt.

Határidős nyitott vételi pozíció fizikai teljesítésű kontraktus (értékpapír alaptermék) esetén az ellenérték meghatározott időpontban történő megfizetésére irányuló kötelezettséget és az értékpapír tulajdonjogának átruházására irányuló követelést (tartalmát tekintve halasztott adásvételről van szó), eladási pozíció esetén az értékpapírok tulajdonjogának egy későbbi időpontban történő átruházására irányuló kötelezettséget és az értékpapírok vételárára irányuló követelést jelent. Index, deviza vagy kamattermék esetén a határidős nyitott pozíció egy adott időpontban, meghatározott szabályok és adatok figyelembevételével történő elszámolásra vonatkozó kötelezettséget jelent azzal, hogy egyben az elszámolás eredményeként az egyik fél oldalán keletkező fizetési kötelezettség teljesítésére vonatkozó kölcsönös kötelezettségvállalás is egyben.

A Ptk. szabályaival szemben azonban a határidős ügylet megkötését még értékpapír alaptermék esetében sem feltétlenül követi valóságos adásvételi szerződés. Lehetőség van ugyanis arra, hogy a határidős ügyletet létrehozó fél ugyanazon instrumentumra megkötött ellenirányú ügylettel szerződéskötési – ezáltal teljesítési – kötelezettségét megszüntesse. Ha ugyanis egy időben ugyanazon féllel szemben – a Kelerrel szemben – ugyanazon alaptermékre vonatkozóan, ugyanarra az időpontra vételi és eladási kötelezettség egyidejűleg áll fenn, a két ellentétes kötelezettség egymást megszünteti. A megoldás a beszámításra emlékeztet azzal a jelentős különbséggel, hogy itt le nem járt követelésekről van szó.

A határidős ügyletek alapján a jövőben teljesítendő ügyletekre, tehát ugyanazon instrumentumra meghatározott vételárak (elszámolási referenciaárak) a piaci résztvevők a várakozásaiknak megfelelően kerülnek kialakításra és azok folyamatosan változnak. Éppen ezért egy későbbi határidős ellenügyletet a kereskedő a legritkább esetben tud (és akar) azonos vételáron megkötni. A két ellenirányú kötelezettség tehát a vételár tekintetében nem azonos, és a különbséget elszámolásra kerül.

Amennyiben például egy üzletkötő részvényekre egy bizonyos időpontra határidős ügylet kötésével *vételárfizetési* kötelezettséget vállal (vételi pozíciót nyit), és később az általa megkötött határidős ügyletben rögzített árhoz képest a tőzsdén az ugyanazon instrumentumra vonatkozóan már magasabb ár alakul ki, érdemes erre a magasabb árra vonatkozó eladói pozíciót nyitnia (részvényátruházásra vállalva kötelezettséget) és ezzel a vételi pozícióját zárnia, megszüntetve ezzel vételár megfizetésére vonatkozó kötelezettségét és jogosultságot nyerve a különbözetnek a Keler-től (közvetve az ügyletet megkötő befektetési szolgáltatótól) való követelésére. A nyitott pozíció természetesen megszűnhet a határidő lejáratakor is, amikor azonnali ügyletbe hasonlóan kell a vállalt kötelezettségeket teljesíteni, vagy a különbözet (például index alapú határidős ügylet esetén) pénzben kerül elszámolásra.

Meg kívánom jegyezni, hogy bár a Tpt. tőzsdei *termékként határidős ügyleteket* nevez meg, és a Bevezetési és Forgalmantartási Szabályzat az instrumentumot – tehát jogok és kötelezettségek összességét – mint a kereskedelem tárgyát nevezi meg – és az adott *instrumentum értékét említi* – véleményem szerint az instrumentumokkal nem kereskednek (azok nem tárgyai adásvételi ügyletnek vagy cserének). Az instrumentumoknak jogi értelemben ugyanis nincs vételáruk, valójában a piaci résztvevők ajánlatai alapján, a konkrét lejáratok tekintetében létrehozandó ügyletek keretében meghatározandó vételárak (elszámolási

referenciaárak) árfolyamáról lehet beszélni. Ha az üzletkötő, ahogyan gyakorta elhangzik „vesz egy határidős kontraktust” nem tesz mást, mint egy jövőbeli időpontra vételárfizetési – vagy elszámolási – kötelezettséget vállal egy szabványosított ügylet (adásvétel vagy elszámolási kötelezettség) keretében, de nem magát az ügyletet veszi meg. Természetesen a Keler által működtetett garanciarendszer előírásainak megfelelően, a későbbiekben ismertetendő módon biztosítékadási kötelezettsége keletkezik, hogy a szerződéses kötelezettség teljesítését garantálja, de ez jogi értelemben nem a szerződés ára.

Az *opciós piacon a kereskedés tárgya* az opciós kontraktus instrumentumainak sorozataira kötött *opciós ügylet*, amelynek teljesítése a Keler szabályoknak megfelelően történik. Ahogy fentebb már említésre került, az opciók esetében az ugyanazon alaptermékre vonatkozó azonos lejáratú kontraktusok között (tehát instrumentumok között) a lehívási ár különbözősége alapján kerülnek megkülönböztetésre az *opciós sorozatok*. Az ügylet, mint a kereskedés tárgya jogi szempontból az opciós esetén sem tartható, opciók esetén az eladás vagy vételi jog a kereskedés tárgya, azzal, hogy ez a jog irányulhat azonnali vagy határidős ügyletre is.

Az opciós ügylet létrehozásával (pozíciónyitás) az opció jogosultja ellenérték (opciós prémium) fejében *jogot szerez* meghatározott áron történő adásvételi szerződés megkötésére eladóként vagy vevőként, vagy jogot szerez arra, hogy meghatározott vételáron vagy referenciaáron határidős ügyletet hozzon létre és határidős vételi vagy eladási pozíciót nyithasson.⁴⁹

Az egyes instrumentumok azonos opciós sorozata tekintetében a kötelezettek sajátos kötelezetti közösséget alkotnak, ugyanis az opciónak valamely jogosult által történő gyakorlása esetén a Keler véletlenszerűen választja ki a teljesítő felet, amely a teljesítés szempontjából jelentős szerencseelemnek minősül, feltételezve, hogy az opció jogosultjai közül nem mindenki él a vételi vagy eladási jogával.

Ugyanakkor megemlítené, hogy a Polgári törvénykönyv 365. §-a szerint adásvételi szerződés alapján az eladó köteles a dolog tulajdonát a vevőre átruházni, és a *dolgot* a vevő birtokába bocsátani, a vevő pedig köteles a vételárat megfizetni, és a dolgot átvenni. Adásvétel tárgya lehet minden dolog, amely nincs kivonva a forgalomból. Ezek alapján megállapítható, hogy az adásvételi szerződés tartalma a dolog tulajdonjogának átruházása. Kérdéses, hogy e fogalmi kör mennyire terjeszthető ki, dolgokon kívül más vagyonelemek (például jogok) lehetnek –e adásvétel tárgyai? A Ptk. 94. § (2) bekezdése kimondja, hogy minden birtokba vehető dolog tulajdonjog tárgya lehet, és a következő bekezdésben ezt a kört – eltérő jogszabályi előírások híján – kiterjeszti a pénzre, értékpapírokra, és a dolog módjára hasznosítható energiákra. Mindezen szabályok alapján a jogok adásvételi szerződés útján történő átruházásának lehetősége a tételes jog alapján nem látszik lehetségesnek.⁵⁰ Más nézetek szerint azonban az adásvétel közvetett tárgya bármely ingó vagy ingatlan dolog illetve jogosultság lehet amennyiben forgalomképes.⁵¹ Szladits Károly szerint az adásvételi

⁴⁹ Érdemes megemlíteni, hogy a határidős és opciós piacon lehetséges a spread termékre történő kereskedés. ebben az esetben a kereskedés **tárgya olyan összetett tőzsdei ügylet**, amely egy határidős kontraktus két különböző instrumentumára, egy opciós kontraktus két különböző instrumentumának meghatározott opciós sorozatára, illetve egy opciós kontraktus egy instrumentumának két különböző opciós sorozatára történő *azonos mennyiségre szóló ellentétes irányú, azaz vételi, illetve eladási ügylet egyidejű megkötésével jön létre*. A spread termék tulajdonképpen két határidős vagy opciós kontraktus különböző lejáratainak kombinációja, az instrumentumok árfolyamának egymáshoz viszonyított változására, azok különbségének változására alapul. Célja tisztán az árfolyamváltozás során elérhető nyereség, a spekuláció, nem pedig a lejáratkor adásvétellel történő teljesítés.

⁵⁰ Kisfaludy András: Az adásvétel – Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó

⁵¹ Szerződési alaptípusok szerk.: Bíró György – Novotni kiadó Miskolc, 1999. 30. oldal

sz szerződés tárgyai elsősorban dolgok és jogok lehetnek. Ahhoz, hogy valamely jog adásvétel tárgya lehessen, szükséges az adott jog (fogalmi, tartalmi) elidegeníthetősége.⁵²

Az új Polgári Törvénykönyv koncepciója és tematikája már kifejezetten említi, hogy a vagyoni értékkel bíró forgalomképes jogok átruházása ma már mindennapos gyakorlat, amellyel a törvényt összhangba kell hozni. A Koncepcióban megfogalmazott javaslat, hogy az adásvétel szabályainak megfelelő alkalmazását mondja ki a törvény a vagyoni értékkel bíró forgalom képes jogok visszterhes átruházására.

A Polgári Törvénykönyv 375. § (1) bekezdése az opciót, *vételi jogként* határozza meg, a Tpt. azonban eladási és vételi opcióról beszél, ezért a két szabályozás álláspontom szerint nincs összhangban. A Tpt. nyelvtani értelmezése során megállapítható, hogy az *opció* itt csak az egyoldalú jogosultságot jelenti, ami irányulhat vételre, illetve eladásra is.

A BÉT a származékos ügyleteket statisztikai szempontból hét nagyobb csoportba osztja, amelyek közül a piaci forgalom tekintetében a határidős devizaügyletek (45%), az index alapú határidős ügyletek (23%), és a részvényekre kötött határidős ügyletek (28%) emelkednek ki.⁵³

A határidős ügyletek közvetett tárgya alapján érdemes két érdekesebb ügylettípust megvizsgálni. Az első egy *határidős kamatlábügylet*. Az egy, három és hat hónapos Budapesti Bankközi Hitelkamatlábra (BUBOR) kötött határidős ügylet tulajdonképpeni tárgya egy elméleti 10 millió forint tőkeösszegű bankközi hitel hozama és a kontraktusban a felek által meghatározott kamatláb által számított hozama különbségének elszámolása. A felek a BUBOR alakulására vonatkozó várakozásukra tekintettel kötnek ügyletet és az elméleti hitel várható éves kamatlába alapján határozzák meg az ügylet árát, ami itt csupán a jövőbeli elszámolási viszony kiszámításához hozzásegítő referenciaár. A kontraktus lejáratakor az elszámolás másik alapja a lejáratkori elszámolóár, amely a lejárat napon a Magyar Nemzeti Bank (MNB) által közzétett egy, három vagy hónapos BUBOR értéke.

Ha tehát egy kereskedő novemberi lejáratra „vesz” 10 százalékos 1 hónapos BUBOR kontraktust, de lejáratkor az MNB által közzétett bankközi kamatláb annál magasabb, akkor a 10 millió forintnyi tőkeösszegre jutó kamatkülönbözetet a vevő követelheti a Keler Rt.-től (vagyis közvetve az ügylet másik oldalán álló „eladótól”). Olyan fikcióval lehet ezt az elszámolást megérteni, amely szerint az eladónak (kvázi hitelnyújtónak) vesztesége keletkezik, hiszen alacsonyabb kamatot követelhet az általa nyújtott hitelért, amelyet magasabb kamattal felvett hitellel kell finanszíroznia. Vagy más megközelítésben azért keletkezik vesztesége, mert az általa nyújtott hitelt a magasabb bankközi hitelkamatláb miatt magasabb kamattal nyújthatta volna egy harmadik gazdasági szereplőnek. Fel kell hívni a figyelmet arra, hogy ez a magyarázat csupán fikció és a könnyebb megértés miatt került megemlítésre. Az ügyletet megkötő felek nem hitelnyújtással foglalkoznak, hanem csupán a gazdasági várakozásaiknak, számításaiknak megfelelő kamatváltozásban bízva esetleges veszteségük fedezetének előteremtésére – esetleg spekulációs céljaik megvalósítására – törekszenek.

Álláspontom szerint – a kamatlábügylethez hasonlóan – *az indexre kötött határidős ügylet* sem minősülhet a polgári jogi dogmatika szerinti adásvételi szerződésnek. A Budapesti Értéktőzsde

⁵² Szladits Károly: A magyar magánjog vázlata – Grill Károly Könyvkiadóvállalata, Budapest, 1935. 186-187. oldal

⁵³ A további ügyletcsoportok: deviza alapú opciós ügyletek, BUX index alapú opciós ügyletek, határidős kamatlábügyletek, részvény alapú opciós ügyletek.

Részvényindexe (BUX) egy mutatószám, célja az, hogy kifejezze a tőzsdei árak alakulását. Árfolyamindex, vagyis a kiszámításának alapjául szolgáló részvények árainak egy adott bázisidőponthoz képest történő változása alapján nő vagy csökken. A kiszámításhoz az úgynevezett index kosárba, meghatározott kritériumok alapján felvett legfeljebb 25 részvény áralakulását veszik figyelembe. Az egyes részvények mutatóbeli súlyát alapvetően a cégek tőzsdei tőkeértéke (kapitalizációja) szabja meg, amelyet a cég részvényeinek száma és azok értékének szorzatából lehet kiszámítani.

Ha „A” kereskedő decemberi lejáratra „vesz” 7000 pontos BUX indexet, akkor, ha decemberben az index ezen érték fölött található, akkor a Keler-től a két érték közötti különbségnek megfelelő pénzeszeget megkapja (persze az elszámolóház teljesítése mögött áll egy „B” kereskedő, akivel az ügylet megkötött). Ennél az ügylettípusnál ugyanis szintén csak pénzügyi elszámolás lehetséges hiszen az index csak egy elméletben létező alaptermék, az valójában nem más mint egyes értékpapírok ára és tőzsdei forgalma alapján képezett jelzőszám.

Az ügyletet a könnyebb megértés végett párhuzamba lehet állítani egy részvény alapú határidős ügylettel. Ha lejáratkor a részvény azonnali ára magasabb, mint amit a határidős ügylet megkötésekor meghatároztak, akkor a határidős vevő a lejáratkor megkapott részvényeket az azonnali piacon rögtön eladva nyereséget realizálhat, és az eladónak vesztesége keletkezik, mert ő kénytelen az előre meghatározott – az azonnali piacon kialakult áránál – alacsonyabb áron eladni azt, vagy ha a kérdéses értékpapírokkal még csak nem is rendelkezett, kénytelen a magasabb azonnali piaci áron beszerezni azokat, hogy a határidős ügyletből eredő alacsonyabb áron történő eladási kötelezettségét teljesíthesse.

Mivel az indexnek nincs (és értelmetlen is lenne) azonnali piaca, a különbséget a lejáratkor elszámolják, azaz pénzben teljesítik. Ez a szerződés azonban semmiképpen sem lehet adásvétel. Inkább egy olyan kölcsönös kötelezettségvállalás, amelynek teljesítése (az, hogy melyik fél és mennyit teljesít) egy a felek által nem befolyásolható jövőbeli eseménytől, egészen pontosan az annak következményeként keletkező adattól függ, és ebben a tekintetben szerencseszerződésnek minősíthető.

2.3.2.3. A tőzsdei ügyletek és a fogadás elhatárolása

Mint arról már korábban, a tőzsdei ügyletek általános jellemzésekor is volt szó, a tőzsdei szerződésekben szerencseelemek is találhatóak. Azt azonban nem könnyű meghatározni, hogy vajon a szerencseelemek milyen arányú jelenléte, és milyen egyéb körülmények tesznek, tehetnek egy tőzsdei ügyletet tisztán fogadássá (játékká). A fölvetett kérdésre a mai jogirodalom alapján azt a választ adhatjuk, hogy az ügyletek valóban tartalmazzanak kockázati elemeket és a felek által tudottan és elfogadottan az ügyletekben benne rejlik a relatív értékaránytalanság esélye, amely a szerencseszerződések esetén mindig fennáll, azonban ezek az ügyletek bár aleatórikus szerződések, nem minősíthetők fogadásnak.⁵⁴

A tőzsdei ügyletek vonatkozásában a spekulációs célú ügylet – fedezeti célú ügylet megkülönböztetés is használatos. E különbségtétel alapja az ügyletkötő motivációja: fedezeti ügylet esetén legalább az egyik szerződő fél valamely, a reálgazdaságban teljesítésre kerülő ügyletből (pl exportügyletből) eredő kockázatát

⁵⁴ Bíró György: A kötelmi jog és a szerződés tan közös szabályai Novotni Kiadó Miskolc, 1998. 228-229. oldal.

kívánja fedezni tipikusan devizaügylettel, míg a spekuláns a különféle információk és adatok alapján kialakított várakozásaiban bízva kíván nyereséget realizálni. Ezzel ellentétben egy, a Legfelsőbb Bíróságon született döntés a spekulációs ügyletet lényegileg szerencseelemeket tartalmazó ügyletként határozza meg.⁵⁵

A spekulációs ügyletre már a tételes jog is tartalmaz meghatározást. A Tpt. 3.§ (1) bekezdés 151. pontja szerint *kereskedési szándékkal tartott pozíció* a rövid távú (legfeljebb 30 nap) újraértékesítés szándékával és/vagy a vételi és eladási árak közötti tényleges vagy várható különbözetből, valamint az egyéb ár- vagy kamatlábváltozásokból származó rövid távú haszon szándékával tartott pozíció.

Az ügyletek e szempontból történő felosztása az Számv. tv. rendelkezéseiben is megtalálható a *fedezeti ügylet* és a *kereskedési célú pénzügyi eszköz* megkülönböztetésben⁵⁶

Érdemes azonban megvizsgálni, hogy a múlt század eleji és az azt megelőző magyar jogirodalom és joggyakorlat, milyen álláspontot képviselt ezzel kapcsolatban.

Zlinszky a bíróilag nem érvényesíthető szerződések közé sorol egyes ügyleteket, kimondva, hogy olyan „...szerződés melynél fogva a szerződő felek egyike a másikkal, valamely felvett ár, s azon ár közötti különbözetet, mely valamely bizonyos dolognak bizonyos időben a piaci ár, vagy tőzsde és árfolyam szerinti árát képezendi, magát fizetni kötelezi, a játék illetve fogadásra nézve fennálló elvek szerint bírálendő meg”.⁵⁷ Az ügylet lényege, hogy az egyik fél kvázi visszavásárlási joggal „elad” bizonyos terméket és egy későbbi időpontban azt „visszavásárolja”, de valójában csak az árkülönbözetet számolják el a felek.

A szerző ugyanilyen elvek alapján ítéli meg az értékpapírokra kötött ügyleteket is, „ha azok sem valóságos vétel, sem eladás tárgyát nem képezik, hanem velük csak fogadásszerű tőzsdeüzlet gyakoroltatik” és ezért az árkülönbözetből származó nyereség bírói úton nem érvényesíthető. Az elmélet ezen megállapításai a gyakorlatban is érvényesültek. A legfőbb ítélőszék 1874. évi 689. sz. határozatában a fogadásszerű ügyletekből származó követeléseket bíróság előtt nem érvényesíthetőknek mondta ki. A szerződés ilyen jellegét annak *tartalmából* és *elszámolásának módjából* kellett megállapítani.

Klupaty szerint a különbözeti ügylet alatt határidő ügyletbe burkolt azon szerződés értendő, amelynek „tényleges teljesítése a feleknek közös akaratával már eleve kizáratik és csak a szerződési és a teljesítési helyen és időben mutatkozó tőzsdei vagy piaci ár közötti különbözet az, ami a felek szándéka szerint az egyik vagy másik fél követelését képezheti (...).” A szerző véleménye szerint azonban az ügylet fogadás vagy játék fogalma alá vonása és a keresetőség megvonása nem indokolt, mert az ügylet lényege az, hogy egy tényre ellenkező véleményen lévő felek abban állapodnak meg, hogy az, akinek a véleménye aaptalannak bizonyul, a másik fél részére meghatározott szolgáltatást fog teljesíteni. Ellenzi továbbá a keresetőségi jog megvonását is mint a tőzsdei spekuláció visszaszorítására használható eszközt.⁵⁸ Lényegében ezt az álláspontot osztja *Nagy* is.⁵⁹

Raffay definiálja a *különbözeti ügyletet*, amely alatt azt az adásvételi szerződést érti, amelynél a megvettnek jelzett áru valóságos átadása és vétele eleve ki van zárva, és amelynél a felek szándéka arra irányul, hogy az árunak a szerződéskötéskor és bizonyos időben jegyzett ára között mutatkozó

⁵⁵ A Legfelsőbb Bíróság EBH2002. 769. szám alatt közzétett Gfv. I. 30. 105/2001. számú ítélete.

⁵⁶ 3. § (8) bekezdés 10. pont, (9) bekezdés 5. pont

⁵⁷ Zlinszky Imre: A magyar magánjog Franklin Társulat Budapest, 1883. 483. oldal.

⁵⁸ Dr. Klupaty Antal: A magyar kereskedelmi jog kézikönyve II. kötet Athenaeum Budapest, 1901. 184-186. oldal

⁵⁹ Dr. Nagy Ferencz A magyar kereskedelmi jog kézikönyve I. kötet Athenaeum Budapest, 1904. 233-235. oldal

árkülönbséget térítsék meg. A szerző szerint az ilyen szerződések fogadás jellegét a *körülményekből kell megítélni*. Az írásba foglalt szerződés azon rendelkezése, amely lehetővé teszi a tényleges teljesítés követelését, önmagában még nem elegendő a valóságos adásvétel megállapítására. A feleknek a látszólagos teljesítésre irányuló eljárása és magatartása sem elegendő a különbözeti ügylet kizárására, ha a per adataiból megállapítható, hogy az ügylettel nem a valóságos adásvételt célozták.⁶⁰

A Curia 3286/1883. számú ítélete alapján, Kolosváry szerint különbözeti ügylet az az adásvétel formájába burkolt fogadás, amelynél a felek akarata kezdettől fogva nem a vétel tárgyának valóságos szállítására és annak követelésére, hanem kizárólag a teljesítés helyén és idején a szerződési és piaci vagy tőzsdei ár közötti különbözetre irányul. A szerző szerint ezek az ügyletek a fogadásnak, a szerződés sajátos tárgya miatt egy speciális megjelenési formája. Az előbbi szerzőkkel együtt Kolosváry is rögzíti, hogy a különbözeti ügyletből eredő igények nem érvényesíthetők, és a nyújtott szolgáltatások nem követelhetők vissza, hiszen csak naturalis obligatio jön létre.⁶¹

Meg kell említeni, hogy a Curia ítélezési gyakorlata folyamatosan változott. A 689/1877. számú ítéletében, mivel a perben valóságos vétel és eladás bebizonyítása nem történt meg, vélelmet állított fel a felek fogadásszerű tőzsde-kötésekkel való üzérkedésére, tehát a színlelt ügyletek létezésére.⁶² Ez a vélelem azonban az ítékezésben nem tört utat magának és a fogadásszerű árkülönözeti ügyletet csak akkor látták bizonyítottnak a bíróságok, ha a felek a teljesítést minden kétséget kizárólag a szerződés megkötésekor kizárták. A törvénykezés azonban nem állt meg a szerződési akaratok vizsgálatánál, és az idézett szerzők megfogalmazásaiból is kitűnik, hogy később már az ügyletkötés és a teljesítés összes körülményének vizsgálata alapján döntöttek az ügyletek jellegéről. A vizsgált körülmények között szerepelt a felek vagyoni helyzete és foglalkozása, és ha a megkötött ügylet a felek üzleti körén kívül esett, különbözeti ügyletet állapított meg a Curia.⁶³ Látható, hogy a legutóbbi ítéletben már nem a felek magatartása volt a különbözeti ügylet *differentia specifica*-ja, hanem azok minősége, szakmai hovatartozása. Érezhető az a törekvés, amellyel a közvélemény nyomására a tőzsdére nem illő, annak hitelét rontó és nagy károkat okozó spekulánsokat ki akarták szorítani az ügyletkötésekből.

Mindezen jogtörténeti előzmények ismeretében érdemes megvizsgálni milyen szerencseelemek vannak jelen a tőzsdei ügyletek esetén. A Polgári törvénykönyv nem ad definíciót a játékokra illetve a fogadásra csupán az azokból eredő követelések bírói úton történő kikényszeríthetőségét tiltó szabályokat mondja ki. Álláspontom szerint a szerencseszerződés lényege a bizonytalansági elem, a véletlen, amelytől függővé tesz, vagy függővé válik a szerződésben vállalt kötelezettség teljesítése. A felek a pusztán véletlenre bizzák a szerződésből fakadó szolgáltatások meghatározását, tehát objektíve nem meghatározható a szerződés kimenetele.

Általánosságban elmondható, hogy a kereskedelem során, áruk üzletszerű adásvételekor mindig jelen vannak bizonyos kockázati elemek, és teljes mértékben soha sem lehet kizárni azokat. Számuk előre nem

⁶⁰ Raffay Ferencz: A magyar magánjog kézikönyve Benkő Gyula cs. és kir. Udvari Könyvkereskedése Budapest, 1909. 452. oldal.

⁶¹ Kolosváry Bálint: A magyar magánjog tankönyve Grill Károly Könyvkiadóvállalata Budapest, 1911. 318. oldal. Ugyanakkor a Curia 7429/1907. számú ítéletében kimondta, hogy az ilyen ügyletek létrehozása céljából kötött társasági szerződés érvényes, és az egyik tag a rá a tőzsdei játékból jutó nem arányos veszteség megfelelő részét a társtagon perrel követelheti.

⁶² Grill-féle Döntvénytár Grill Károly cs. és kir. Udvari Könyvkereskedése Budapest, 1905. 887. oldal.

⁶³ Például a 182/1902. számú ítéletében U.o.888. oldal., további döntések a korabeli bírói gyakorlatból: A magyar bírói gyakorlat Magánjog II. kötet, összeállította Dr. Szladits Károly Grill Károly Könyvkiadóvállalata Budapest, 1935. 36-38. oldal.

látható események bekövetkezésekor váratlanul megnőhet, és valamely szerződő fél helyzetét jelentősen megnehezítheti, kötelezettségeit súlyosabbá teheti. Ettől azonban még nem tekinthetjük azokat jogszerűen egyensúlyhiányos szerződéseknek, mert a *clausula rebus sic stantibus* alkalmazásával (amelyet az opciós ügyletek esetén az Épt. kifejezetten kizár) lehetőség nyílik az értékaránytalanság helyreállítására (a Ptk. 241. § alapján), vagy a kötelezettség megszüntetésére.

Le kell azonban szögezni, hogy a hagyományos kereskedelemben előforduló, előre nem látható árváltozások kockázata a tőzsdén már nem tekinthető olyan kockázati elemnek, amelyet a jogalkotás vagy jogalkalmazás szintjén ellensúlyozni kellene. Természetesen a mindennapi szóhasználat során a tőzsdei ügyleteket játékként vagy fogadásként is említik, és valóban számos kockázati elem található a tőkepiaci kereskedelemben, de ettől azok jogi értelemben nem minősülnek játéknak vagy fogadásnak, hanem csupán szerencseszerződéseknek.

Álláspontom szerint a tőzsdei ügyletek esetén különbséget kell tenni az objektív és a szubjektív véletlen vagy kockázat között. Objektív véletlen az, amelyet a tőkepiaci kereskedelemben szakmai képzettséggel és tapasztalattal rendelkező személy sem kalkulál bele a döntéseibe. Ennek szubjektív változata az, amikor a szaktudással nem rendelkező, tapasztalatlan személy bizonyos, egyébként figyelembe veendő tényezőket számításán kívül hagy és könnyelműen bízik bizonyos események megtörténésében vagy elmaradásában. Mivel a tőzsdén a kereskedelem folytatásához számos szakmai követelménynek kell megfelelni, és a befektetési szolgáltató köteles tájékoztatni ügyfelét a tőzsdei kereskedelem kockázatairól (kockázatfeltáró nyilatkozat), elvben a szubjektív véletlen kizárt a tőzsdén. Mindezek ellenére előfordulhat (és természetesen elő is fordul), hogy a tőzsdei áringadozásokra alapuló spekuláció nagy veszteséget okoz, ez azonban nem egy vakon űzött játék, ahol a szerződő fél a pusztán véletlenre hagyatkozik, hanem gazdasági ismereteken alapszik, ugyanakkor szinte semmiféle jövőbeni gazdasági és egyéb társadalmi eseményt nem lehet teljes bizonyossággal előre megjósolni, de a véletlen elem jelenléte önmagában nem teszi játékká vagy fogadássá a tőzsdei ügyletet.

Példaként lehetne említeni az előzőekben bemutatott indexre kötött határidős ügyletet. A szerződés megkötésekor a felek még azt sem tudhatják bizonyosan, hogy a lejáratkor kinek támad fizetési kötelezettsége. Mind a két fél a saját számításai, és értékelései alapján bízik az ügylet sikeres kimenetelében. Előfordulhat azonban az is, hogy az indexre kötött ügylet egy másik kockázat pénzügyi fedezésére szolgál, és ekkor ez az ügylet már a szerencseelemek ellensúlyozásának eszközeként (fedezeti ügyletként) jelenik meg.

3. A szerződés formája

A Budapesti Értéktőzsdén létrejövő ügyletek jellemzője a kötelezően előírt formai kellékek jelenléte. A formai kellékek azonban itt nem írásos, okirati, vagy speciális szóbeli elemek, hanem, mivel a tőzsdén elektronikus rendszer keretében folyik az ügyletkötés, meghatározott számítógépes programok használata.

A programok segítségével hozzák létre a felek az ajánlataikat és a tőzsde az ajánlatoknak egy másik program által történő párosításával hozza létre a szerződést, amely, mint látható nem más, mint egy

elektronikus adat. A felek a tőzsdei kereskedési jog megszerzésével, vállalva a tőzsde szabályzatai által rájuk rótt kötelezettségeket, a szerződés alakjára vonatkozó rendelkezéseket is elfogadják. Ezáltal tehát az ügyletkötés érdekében lemondanak arról, hogy maguk határozzák meg a létrejövő szerződés formáját.

4. A szerződéses nyilatkozatok

4.1. A szerződési akarat kifejezése elektronikus úton

Mint a fentiekben említettem a Budapesti Értéktőzsdén automatikus vagy másképpen *elektronikus távkereskedési rendszer* (a továbbiakban Kereskedési Rendszer) keretében jönnek létre az ügyletek.⁶⁴ Az ajánlatokat a felek munkaállomásokon (személyi számítógépeken) keresztül teszik meg. A kereskedés technikai feltételeit a BÉT vonatkozó szabályzata határozza meg. A rendszer előnyei közé sorolható, hogy közvetlen adatkapcsolat létesül a kereskedési rendszer központja és az ügyletkötő felek rendszere között, lehetővé válik a teljes automatizálás, jelentősen lerövidül az ajánlatbevitel időtartama. Ezzel szemben a *nyílt kikiáltásos rendszerben* a szerződéses akarat kifejezése személyesen és szóban történik, ebben az esetben is sor kerül a szerződések utólagos írásba foglalására.

4.2. A szerződési szabadság korlátai – szerződéskötésre irányuló akarat és a partnerválasztás szabadsága

A tőzsdei ügyletek esetében főszabályként érvényesül a feleknek szerződéskötés körében megnyilvánuló akaratszabadsága. Nincs a feleknek a partnerválasztás terén kötelezettségük, és szerződést sem kell kötniük kötelező (kógens) előírás alapján. Az ilyen fajta előírások nyilvánvalóan sértenék a tőkepiac elveit, amely a befektetéseknek, megtakarításoknak a kereskedésben résztvevő piaci szereplők szándékai szerinti szabad áramlásában érdekelt.

4.2.1. Relatív és abszolút korlátok

A tőzsdei ügyletek létrehozása során szerződéskötési kötelezettség opció esetén keletkezik, a szerződési szabadság e korlátozása azonban relatív, a felek korábbi konszenzusán alapszik.

A Tőkepiaci törvény az ügyletkötés vonatkozásában *abszolút korlátokat* rögzít, amikor olyan tényállásokat határoz meg, amelyek fennállása esetén a befektetési szolgáltató, illetőleg az árutőzsdei szolgáltató *a szerződés megkötését köteles megtagadni*. A szerződés megkötésének megtagadását a befektetési szolgáltató, illetőleg az árutőzsdei szolgáltató haladéktalanul, de legkésőbb egy munkanapon belül köteles a Felügyeletnek bejelenteni.⁶⁵

⁶⁴ Ez az úgynevezett MMTS (Multi Market Trading System), amelynek első elemét az MMTS I.-et az azonnali kereskedés során alkalmazzák 1998. november 20. óta, míg az MMTS II.-t a származékos kereskedelemben használják 2000. október 25. óta.

⁶⁵ Tpt. 119. § A szerződés megkötése megtagadásának esetei: a) a megbízás bennfentes kereskedésre szól vagy piacbefolyásolást valósít meg, b) a megbízás jogszabályba, a tőzsde, az elszámolóházi tevékenységet végző szervezet, illetve a központi értéktár szabályzatának rendelkezésébe ütközik,

A Tpt. generális jelleggel mondja ki a bennfentes kereskedelem és a piacbefolyásolás tilalmát, amely a tőzsdei ügyletkötések tekintetében is korlátokat jelent. *Bennfentes kereskedelemnek* minősül ugyanis a bennfentes személy által bennfentes információ felhasználásával a bennfentes információval érintett pénzügyi eszközre közvetlen vagy közvetett módon ügylet kötése, illetve bármely személynek ügyletkötése, amennyiben tudta vagy az adott helyzetben általában elvárható gondossággal eljárva tudnia kellett volna, hogy a felhasznált információ bennfentes információnak minősül.

Piacbefolyásolás egyebek mellett olyan ügylet kötése vagy ügylet kötésére megbízásadás, amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad vagy adhat az adott pénzügyi eszköz keresleti vagy kínálati viszonyairól, árfolyamáról, olyan ügylet kötése vagy ügylet kötésére való megbízásadás, amely az adott pénzügyi eszköz árfolyamát mesterséges vagy rendellenes szinten rögzíti, olyan ügylet kötése vagy ügylet kötésére megbízásadás, amely színlelt, illetve amelyben bármilyen más formájú megtévesztéshez, manipulációhoz folyamodnak.⁶⁶

Az ügyletkötésben abszolút korlátot jelent a tőzsdei forgalmazás felfüggesztése és szüneteltetése is, amelyekről a későbbiekben lesz szó.

4.3. A szerződés létrehozása, a konszenzus

A Polgári Törvénykönyv szerint a szerződés a felek akaratának kölcsönös és egybehangzó kifejezésével jön létre.⁶⁷ A korábban kifejtettek szerint a felek szerződéskötési akarata a kereskedési rendszerbe elektronikusan bejuttatott ajánlatokon keresztül kerül kifejezésre. A tulajdonképpeni tőzsdei szerződést az esetek túlnyomó részében egy szoftver hozza létre az ügyletet megkötni kívánó felek erre irányuló ajánlatainak párosításával. Az akaratok egybehangzása tehát a szoftver általi párosítással jön létre. Azok az ajánlatok kerülnek párosításra, amelyek egymásnak tartalom szerint megfelelnek (egy esetben a mennyiség részbeni egyezősége is elegendő, ha a többi ajánlati feltétel azonos), tehát ugyanazon hipotetikus szerződés részét képező két ellenszolgáltatást jelentik. Az ajánlatok párosításakor az ajánlattevő személyét nem veszik figyelembe, azaz a rendszer anonim, bármely szekciótag bármely szekciótaggal köthet ügyletet és azt, hogy a tag kivel köt ügyletet, nem tudja előre meghatározni (kivéve a speciális fix ajánlatokat).

Mindezekhez hozzá kell tenni, hogy a derivatív ügyletek esetén a szabályszerűen megtett ajánlatok alapján, a kereskedési rendszer keretében létrehozott ügyletek jogi szempontból még nem minősülnek szerződésnek, mert a Tpt. szerint ezek az ügyletek - az elszámolóház szabályzatában meghatározott követelmények kielégítése után - azáltal jönnek létre, hogy az ügyletet az elszámolóház nyilvántartásba veszi és visszaigazolja.

c) az ügyfél a személyazonosságának igazolását vagy az azonosítást megtagadta, illetve az nem hitelt érdemlő, vagy d) az ügyfél kockázatviselő képességét nem itéli megfelelő mértékűnek.

⁶⁶ Tpt. 200-202. §§

4.3.1. Az ajánlatra vonatkozó általános szabályok

A tőzsdei ügyletek nem egy klasszikus szerződéskötési folyamat végeredményeként jönnek létre, hanem az ajánlatok meghatározott rendező elvek szerinti mesterséges találkozásának eredménye. A szerződéskötési folyamatnak a Ptk. által szabályozott részei (ajánlattételre történő felhívás, ajánlattétel, ajánlat elfogadása) közül csupán az ajánlattételnek megfelelő mozzanatot találunk a tőzsde szabályzatában (kivéve a speciális ajánlatokat), és természetesen értelmetlen lenne például a Ptk. 205. § (3) bekezdésében rögzített, szerződéskötést megelőző, a megkötendő szerződést érintő lényeges körülményre vonatkozó tájékoztatási kötelezettség alkalmazása is.

Az ajánlatnak egy fő és két speciális kategóriáját nevezi meg a Kereskedési Kódex. Jelentőségénél fogva és terjedelmi okokból jelen dolgozat csak az ajánlatok általános kategóriájával foglalkozik, tehát a fix és a spread ajánlattal nem.

Az ajánlat hatályosulása a Kereskedési Kódexben mást jelent, mint a Ptk. szabályai szerint, hiszen előbbi az ajánlat *időbeli hatályát* szabályozza, míg a Ptk. az ajánlat hatályossága alatt annak megismerésére (átvételére) utal. A tőzsdei ajánlat időbeli hatálya a Ptk. fogalomrendszere szerinti az ajánlati kötöttség időtartamát jelenti.

Mint arról fentebb szó esett, az ajánlat megtétele elektronikus úton történik. Erre az írásban tett nyilatkozat szabályait analógiával alkalmazva a Ptk. szabályaira tekintettel a következtetés az is lehetne, hogy hatályosságához annak a másik félhez történő megérkezése szükséges.

A *hatályos ajánlat* fogalmának azonban a Kereskedési Kódex alapján az *aktív ajánlat* felel meg, amely minden olyan ajánlat, amely az adott kereskedési szakaszra vonatkozó feltételeknek tartalmilag és a benyújtás szempontjából is megfelel, nem minősül megszűnt ajánlatnak, és az arra megadott *időbeli hatály szerint* abból ügyletet lehet képezni. Az ajánlatokat a kereskedési rendszer az *ajánlati könyvben* tartja nyilván, amely egy olyan a megtehető ajánlatok rendszerezésére szolgáló – a szekciótagok számára folyamatosan hozzáférhető – elektronikus nyilvántartás, amelybe az aktív ajánlatok kerülnek, és azokból jöhet létre szerződés.

A Ptk. nem ad definíciót az ajánlatra, de a szerződés létrejöttének szabályaiból az következik, hogy az ajánlatnak tartalmaznia kell a szerződés lényeges vagy bármelyik fél által lényegesnek minősített elemeit. Ajánlatnak minősül a BÉT-en a Kereskedési Kódexnek megfelelő módon és tartalommal tett ügyletkötésre irányuló egyoldalú nyilatkozat, amelynek minimálisan az előírt alapadatokat tartalmaznia kell. Amennyiben az ajánlatban annak típusa, fajtája vagy időbeli hatálya nem, vagy hibásan kerül meghatározásra, a Kereskedési Rendszer a szabályzatban előre meghatározott alapértelmezéseknek megfelelően automatikusan veszi figyelembe, állítja be az ajánlatot. Ez a kiegészítő jellegű szabály a felek akaratnyilatkozatának részbeni pótlását, korrekcióját teszi lehetővé.

Az ajánlat a BÉT esetében csak részbeni ajánlati kötöttséget hoz létre, ugyanis a Kereskedési Kódexben külön megjelölt alapadatok tekintetében módosítható.

⁶⁷ Ptk. 205. § (1) bekezdés.

Az előzőekben már láthattuk, de érdemes ismét kiemelni, hogy a szerződések nem az ajánlatnak a másik fél által történő elfogadásával jönnek létre. Jogi értelemben, de technikailag sem beszélhetünk elfogadó nyilatkozatokról, hanem csupán ellentétes irányú ajánlatokról és azok összepárosításáról. Az akaratok egybehangzása illetve „egybehangoztatása” tehát a kereskedési rendszer szoftvere, pontosabban az általa alkalmazott párosítási algoritmus segítségével történik.

Az ajánlattétel *időpontjának* főszabályként az ajánlatnak a kereskedési rendszer által egyedi ajánlatszámokkal regisztrált és visszaigazolt időpontja tekintendő, az egyes speciális ajánlatok esetén az ajánlat időpontja az ajánlat aktívvá válásának időpontja tekintendő. Az ajánlat módosításakor az ajánlattétel időpontja a módosítás időpontjára változik, kivéve az ajánlat mennyiségének csökkentését, valamint az időbeli hatály, a kereskedési számlaazonosító és a pozíció irányának módosítását.

4.3.2. Az ajánlati típusok - az ajánlatok ár szerinti csoportosítása

Ahhoz, hogy minél nagyobb számú tőzsdei ügylet jöhessen létre, és a felek az ajánlatukkal a lehető legrugalmasabban követhessék a piaci mozgásokat, de ugyanakkor az árváltozásokat ne kelljen másodpercnyi pontossággal ismerniük, a tőzsdei ajánlatokra vonatkozó rendelkezések az ár, a mennyiség és az időbeli hatály (ajánlati kötöttség) meghatározása tekintetében több lehetőséget is biztosítanak a felek részére. Az ár szerint az alábbi *ajánlati típusok* léteznek: LIMIT, STOP LIMIT, illetve PIACI és STOP PIACI ajánlat.

A LIMIT ajánlat az ajánlatban megadott áron, illetve annál jobb áron teljesíthető.⁶⁸ Minden olyan ajánlat, amelyben az ajánlati típus külön nem kerül meghatározásra, LIMIT ajánlatnak minősül (tehát ez az alapértelmezés).

A STOP LIMIT ajánlat egy *feltételes (nem aktív) ajánlat*, amely az ajánlattevő beavatkozása nélkül, automatikusan akkor válik LIMIT ajánlattá és válik aktív ajánlattá, ha

a) STOP LIMIT *vételi ajánlat* esetében az adott kereskedési napon az ajánlattételt közvetlenül megelőző utolsó kötésben vagy az ajánlattételt követően, az ajánlatban *megadott aktiválási áron* vagy annál *magasabb áron ügylet jött vagy jön létre*;

b) STOP LIMIT *eladási ajánlat* esetében az adott kereskedési napon az ajánlattételt közvetlenül megelőző utolsó kötésben vagy az ajánlattételt követően, az ajánlatban *megadott aktiválási áron* vagy annál *alacsonyabb áron ügylet jött vagy jön létre*.

A PIACI ajánlat rendhagyó ajánlat abból a szempontból, hogy *ár közvetlenül történő megjelölése nélkül*, de természetesen az ajánlat árára meghatározott (később részletezendő) korlátozások figyelembe vételével tett ajánlat, amely kizárólag az ajánlati könyvben, az *ajánlattétel időpontjában* - az ajánlat irányával ellentétes - *legjobb árszintű* ajánlattal párosul, akár több kötésben is.

A STOP PIACI ajánlatnak az aktiválásig ugyanaz az elve, mint a STOP LIMIT ajánlatnak, aktiválás után PIACI ajánlattá válik. A PIACI ajánlat nem teljesülő része törölődik, PIACI ajánlat ellenoldali PIACI ajánlattal nem párosítható.

⁶⁸ Vételi ajánlat esetén *legfeljebb* az ajánlatban megjelölt áron; eladási ajánlat esetén *legalább* a megjelölt áron.

4.3.3. Az ajánlati fajták - az ajánlatok mennyiség szerinti csoportosítása

A különböző *ajánlati fajták* megkülönböztetésének alapja az ajánlatot tevő fél azon szándéka, hogy ajánlatával a mennyiség tekintetében milyen mértékben megfelelő ajánlat elfogadásával kíván szerződést kötni. A Kereskedési Rendszer ezáltal olyan szerződéseket is létrehozhat, amelyek esetén az ajánlatban meghatározott mennyiségnek csupán egy részére jön létre szerződés.

A RÉSZ ajánlat részletekben, akár kötésegységenként⁶⁹ is, vagy a teljes ajánlati mennyiség igénybevételével teljesíthető. Minden olyan ajánlat, amelyben az ajánlat fajtája külön nem kerül meghatározásra, RÉSZ ajánlatnak minősül.

Ezzel szemben a MIND ajánlat csak az ajánlati mennyiség maradéktalan kielégítésével teljesíthető, akár több ellenajánlat egyidejű igénybevételével is. A forgalom alacsony szintjét megakadályozó szabály, hogy egy tőzsdei termékre nézve az ajánlati könyv egyszerre legfeljebb tizenhat MIND ajánlatot tartalmazhat

A Minimális Mennyiségű ajánlat az előző kettő között helyezkedik el, mert csak az ajánlatban megadott - az ajánlat teljes mennyiségénél nem nagyobb - minimális mennyiség maradéktalan kielégítésével teljesíthető akár több ügyletkötésben, több ellenajánlat igénybevételével is. Amennyiben a Minimális Mennyiségű ajánlat részben teljesítésül úgy a megmaradt ajánlati mennyiség tekintetében az ajánlat RÉSZ ajánlatnak minősül.

4.3.4. Az ajánlatok időbeli hatály szerinti csoportosítása

Az időbeli hatály szerinti csoportosítás az ajánlati kötöttségnek az ajánlatot tevő fél által meghatározott időtartama szerint tesz különbséget az ajánlatok között. A Kereskedési Kódex négy csoportot különböztet meg.

A MOST ajánlat csak az *ajánlattétel pillanatában érvényes*. Ez azt jelenti, hogy az ajánlat megtételekor azonnal párosításra kerül, amennyiben annak megfelelő ellenajánlat van a rendszerben. Ez a konstrukció a Ptk. jelenlevők között vagy telefonon tett ajánlatra vonatkozó szabályával mutat rokonságot.⁷⁰ MOST ajánlat ellenoldali MOST ajánlattal nem párosítható.

A SZAKASZ ajánlat az adott *kereskedési szakasz végéig érvényes*. Minden olyan ajánlat, amelyben az ajánlat időbeli hatálya külön nem kerül meghatározásra, SZAKASZ ajánlatnak minősül.

A NAP ajánlat az adott *kereskedési nap végéig érvényes*, az adott *dátumig érvényes* ajánlat az ajánlatban meghatározott naptári napig érvényes, de *legfeljebb 30 naptári napig*. A *visszavonásig érvényes* ajánlat annak visszavonásáig, de *legfeljebb 30 naptári napig* érvényes.

A LIMIT, a STOP LIMIT és a STOP PIACI ajánlatokhoz az ajánlati fajták (tehát mennyiségük alapján) bármelyike kapcsolódhat, és az így kialakulásra kerülő ajánlatok valamennyi időbeli hatállyal megtehető. A

⁶⁹ Kötésegység a befektetési eszközre szóló ajánlat legkisebb, oszthatatlan mennyisége. Tőzsdei termékre ajánlat csak az adott kötésegységre, vagy annak egész számú többszörösére tehető. Az azonnali piacon részvények esetén a kötésegység egy részvény.

⁷⁰ Ptk. 211. § (2) bekezdés

PIACI ajánlathoz az ajánlati fajták bármelyike kapcsolódhat, azonban kizárólag MOST időbeli hatállyal tehető meg.

A Kereskedési Kódex az ajánlat időbeli hatálya szerint csoportosít, de mint látható, az ajánlatok *érvényességét* említi. Álláspontom szerint ez a fogalmi kettősség meglehetősen zavaró, ezért röviden összefoglalom a tőzsdei ajánlat létszakait.

A tőzsdei ajánlat akkor jön létre, ha az a kötelezően előírt alapadatokat tartalmazza (vagy azokat kiegészíti a rendszer) és a rendszer egyedi ajánlatszámmal regisztrálja és visszaigazolja azt. Ha az ajánlattevő a szabályzatban meghatározott (később részletezendő) árra vonatkozó limiteket az ajánlat megtételekor megsérti, akkor nem is regisztrálják, tehát az létre sem jön, mert az ajánlat fogalmi eleme, hogy a szabályzatnak megfelelő módon és tartalommal tegyék meg. Az ajánlat azonnal törlésre kerül abban az esetben, ha a feltételek változása okán a régebben létrejött és aktív ajánlat egy későbbi időpontban már nem felel meg a limiteknek.

A létrejött ajánlat lehet aktív vagy nem aktív ajánlat. Előbbi bekerül az ajánlati könyvbe, és közvetlenül ügyletkötés alapját képezi. A nem aktív ajánlatok a STOP ajánlatok, vagy a Kódex kifejezésével élve a feltételes ajánlatok, amelyekről az előzőekben már történt említés.

Végül pedig az aktív vagy aktiválódott ajánlatoknak különböző hosszúságú időbeli hatályuk (ajánlati kötöttség) lehet, tehát olyan létszakuk, amelyben ügyletek jöhetnek létre belőlük.

Meg kell még említeni, hogy az ajánlatok esetében érvénytelenségről csak akkor lehet beszélni, ha a kereskedési rendszer hibájából olyan ajánlatot regisztrál és jelez vissza, amelyek az előírt tartalmi követelményeknek nem tesznek eleget.

4.3.5. Az ajánlattétel korlátai

Az ajánlattétel szűk értelemben vett korlátai közé tartoznak a származékos ügyletek sajátosságából eredő korlátok, valamint az árra vonatkozó korlátozások. Utóbbiakra azért van szükség, hogy a tőzsdenapon belüli pánikszerű, hisztérikus ármozgásoknak elejét vegyék.

A *származékos szekcióban* természetesen kizárólag olyan záró irányú ajánlat tehető, amellyel – figyelembe véve az *aktív ajánlatokat* is – az adott kereskedési számlaazonosítóhoz tartozó számlán szereplő nyitott pozíció zárható. Nem tehető záró irányú ajánlat akkor sem, ha az abban az ajánlatban meghatározott mennyiség nagyobb, mint - figyelembe véve az aktív ajánlatokat is - az adott kereskedési számlaazonosítóhoz tartozó számlán szereplő nyitott pozíció mennyisége.

Az *ár vonatkozásában* az értékpapírok esetén az ajánlatokban meghatározható összeg a bázisárhoz képest lefelé és felfelé csak rögzített arányban térhet el.⁷¹ A bázisár egy olyan referenciaár, amelyet a tőzsdei forgalom során vesznek figyelembe.⁷²

⁷¹ Például az "A., kategóriába sorolt, és BUX-index kosarába sorolt részvény vagy letéti igazolás, és valamennyi hitelviszonyt megtestesítő értékpapír vonatkozásában a vételi ajánlat esetében az ár legfeljebb 15%-kal lehet magasabb, mint a bázisár; eladási ajánlat esetében az ár legfeljebb 15%-kal lehet alacsonyabb, mint a bázisár – Kereskedési Kódex 8.2.

⁷² Adott értékpapír tőzsdére történő bevezetésekor a bevezetési ár tekintendő *bázisárnak*. A bevezetési ár a bevezetésről szóló döntés napját megelőző, a tőzsde részére hivatalosan rendelkezésre álló *utolsó négy hét forgalommal súlyozott OTC átlagára*; ha ez nem áll rendelkezésre, akkor amennyiben az értékpapír-sorozat valamely szabályozott piacra be van vezetve az ott kialakult legutolsó záróár; ha nem áll rendelkezésre, akkor ha a bevezetésről szóló döntés meghozatalának napja, és az adott értékpapírok utolsó sikeres forgalomba hozatala jegyzési időszakának zárónapja között

A származékos termékek vonatkozásában :

a) vételi ajánlat esetén az ár nem lehet magasabb az előző napi elszámolóár és a napi maximális árelmozdulás összegénél,⁷³

b) eladási ajánlat esetén az ár nem lehet alacsonyabb az előző napi elszámolóár és a napi maximális árelmozdulás különbségénél.

Amennyiben valamely tőzsdei termékre bázisár, vagy elszámolóár nem kerül meghatározásra, úgy az ajánlat árára vonatkozó korlátozásokra megállapított szabályokat nem kell alkalmazni.

Az ajánlatok árára meghatározott korlátozásoknak nem megfelelő ajánlatot a kereskedési rendszer *nem fogadja el*, tehát az jogilag létre sem jön. Az ajánlat nem törődik, ha a bázisár, vagy az elszámolóár az adott napon megkötött első ügylet alapján kerül megállapításra, és a bázisár, vagy az elszámolóár megállapításának időpontjánál korábban megtett ajánlat ütközik az ajánlat árára meghatározott korlátozásba.

4.3.6. Az ügylet létrejötte, ügyletkötési algoritmusok használata

A Budapesti Értéktőzsdén az ügylet létrejöttehez az alábbi feltételek együttes teljesülése szükséges:

a) mindkét szerződő fél ajánlatát elektronikus úton tette meg a kereskedési rendszerben az erre a célra szolgáló funkciók segítségével;

b) az ügyletet a kereskedési rendszer az ügyletkötési algoritmusok valamelyike alapján, a szerződő felek ajánlatának párosításával hozta létre.

A tőzsdei ügylet megkötésekor a szekciótagok számára a kereskedési rendszer a létrejött ügyletre vonatkozó információkat (pl. az eladó illetve a vevő megnevezése, az ár, amelyen az ügylet létrejött) hozzáférhetővé teszi.

A származékos szekcióban született ügylet a Keler visszaigazolásokor, az ajánlatok ügyletkötési algoritmus szerinti párosításának időpontjára visszamenőlegesen hatállyal jön létre.

Ügyletkötési algoritmus az a szabályrendszer, amelynek előre meghatározott feltételei alapján a rendszer az ajánlatokat párosítja, az ügyleteket létrehozza. A BÉT a normál kereskedés során két alapalgoritmust (egyensúlyi áras és folyamatos) alkalmaz.⁷⁴

nem telt el 60 nap, akkor e forgalomba hozatal ára; ha ilyen adat nem áll rendelkezésre, akkor a legutolsó konszolidált (ha nem áll rendelkezésre, társasági szintű) könyvvizsgáló által hitelesített éves beszámoló szerinti saját tőke egy részvényre jutó értéke – Bevezetési és Forgalmantatási Szabályzat fogalommagyarázata.

Amennyiben az adott értékpapírra a tőzsdére történő bevezetését követően öt tőzsdenapig nem születik ügylet, úgy az adott értékpapírra az adott tőzsdenapon a nyitó szakasz vonatkozásában nem állapítható meg bázisár, a nyitó szakaszt követően pedig a nyitó szakaszban létrejött ügylet(ek) ára, ennek hiányában a szabad szakasz első ügyletének ára minősül bázisárnak.

Amennyiben egy értékpapírnak van záróára, úgy az adott értékpapír bázisárának az értékpapír legutolsó, de még az adott tőzsdenapot megelőző öt tőzsdenapon belül képzett záróára minősül. Amennyiben így bázisár nem állapítható meg, úgy az adott értékpapírra az adott tőzsdenapon a nyitó szakasz vonatkozásában nem állapítható meg bázisár, a nyitó szakaszt követően pedig a nyitó szakaszban létrejött ügylet(ek) ára, ennek hiányában a szabad szakasz első ügyletének ára minősül bázisárnak.

A kereskedés során addig, amíg egy értékpapírnak a fentiek szerint nem állapítható meg bázisára, úgy az adott értékpapír tekintetében bázisár nem kerül meghatározásra – Kereskedési Kódex 13.2. pont.

⁷³ Az *elszámolóár* a származékos szekciótagoknak a Kelerrel szemben fennálló, az egyes határidős instrumentumok és opciós sorozatok napi áralakulásból fakadó kötelezettségei és követelései – továbbá az ajánlattételi limitek, a szüneteltetés, a maximális árelmozdulás és a napi maximális árelmozdulás meghatározásának – alapját képező ár, valamint a *bázisár* és a *klíringásv* meghatározásának alapjául szolgáló érték. szolgáltató érték (a származékos termékek vonatkozásában bázisárnak minősül). Az elszámolóarat az *Elszámolóár Bizottság* alakítja ki. Az *Elszámolóár Kézikönyv* tartalmazza az Elszámolóár Bizottság által alkalmazandó elméleti ár definíciókat kontraktusonként és az Elszámolóár Bizottság Ügyrendjével együtt az *elszámolóár meghatározásának módját*. A napi maximális árelmozdulást az egyes kontraktusok tartalmazzák.

⁷⁴ A speciális ajánlatokra különleges szabályok vonatkoznak.

A két algoritmus működésének a teljesítési (párosítási) sorrend kialakítása tekintetében vannak közös általános szabályai. A jobb áron meg tett ajánlat a párosítási sorrendben megelőzi a rosszabb áron meg tett ajánlatot és az azonos áron meg tett ajánlatok esetén az időben korábban tett ajánlat a párosítási sorrendben megelőzi az időben később tett ajánlatot (ez az úgynevezett ár/idő prioritás). Jobb ár vételi ajánlat esetében a magasabb, eladás esetén pedig az alacsonyabb ár. Az ajánlattétel ideje az, amikor az ajánlatot teszik, a STOP LIMIT és STOP PIACI típusú ajánlat esetén az aktiválási idő. RÉSZ ajánlat abban az esetben előzheti meg a párosítási sorrendben a jobb áron és/vagy korábban tett MIND ajánlatot, ha a MIND ajánlat a mennyiség tekintetében nem teljesülhet.

Az *egyensúlyi áras párosítási algoritmus* esetén a párosítási sorrendbe rendezett ajánlatok alapján először meg kell határozni, hogy tőzsdei termékenként - az ajánlati könyvben szereplő valamennyi árra vonatkozóan -, összesen mekkora mennyiségű tőzsdei termékre van vételi és eladási ajánlat, és mekkora az *egyes árszinteken* köthető ügyletekben a tőzsdei termék mennyisége. Ezek alapján ki kell választani azt az árat, amelyen a legnagyobb mennyiségű tőzsdei termékre köthető ügylet, és az lesz az ügyletek ára, tehát a legnagyobb forgalmú árszint elve érvényesül.

Amennyiben nem lehet egy árat meghatározni, több kiegészítő szabályt alkalmaznak.⁷⁵ Amennyiben több olyan ár is található, amelyen a köthető befektetési eszköz mennyisége megegyezik a legnagyobb köthető tőzsdei termék mennyiségével, akkor az adott árak közül az az ár lesz az ügyletek ára, ahol ezek közül a legkisebb az adott áron le nem köthető tőzsdei termék mennyisége.

A *folyamatos ajánlatpárosítási algoritmusban* az ajánlatok párosítása a párosítási sorrendben (ár/idő prioritás szerint) történik. A kereskedési rendszerbe érkező ajánlat az ajánlati könyvben a legjobb, minden feltétel szerint párosítható (átfedő vagy megegyező áru illetve mennyiségű) ajánlattal/ajánlatokkal párosítható össze.

Az ajánlatok párosításakor az ügyletek árát az ajánlati könyvbe hamarabb került ajánlat határozza meg. Amennyiben a kereskedési rendszerbe érkező ajánlat az ajánlati könyvben szereplő egyik ajánlattal sem párosítható, úgy az a teljesítési sorrendnek megfelelően kerül be az ajánlati könyvbe.

4.3.7. A kereskedés szakaszai, a kereskedési idő, a kereskedés szüneteltetése, felfüggesztése

A tőzsdei kereskedés két főszakaszból tevődik össze. A szakaszok különböznek aszerint, hogy lehet -e ajánlatokat tenni, hogy milyen ajánlatot lehet megtenni és aszerint is, hogy az ügyletek melyik algoritmus segítségével jönnek létre. Az első a nyitó szakasz, amely a nyitó ajánlatgyűjtési részzszakaszból és a nyitó ügyletkötési részzszakaszból áll. A második a szabad szakasz, a harmadik pedig a záró szakasz, amely szintén záró ajánlatgyűjtési részzszakaszból és a záró ügyletkötési részzszakaszból áll.

⁷⁵ Amennyiben *több olyan ár* található melyen a legnagyobb mennyiségű Befektetési Eszközre köthető ügylet, és ezeknél az adott árszinten le nem köthető Befektetési Eszközök mennyisége is megegyezik, és *ezek számtani átlaga* az árlépközre esik, úgy ez lesz az ügyletek ára. Amennyiben az így meghatározott ár nem az árlépközre esik, úgy azt a bázisár, illetve az előző napi elszámolóár felé kell - az árlépköznek megfelelően kerekíteni, és az így kapott ár lesz az ügyletek ára. Amennyiben egy értékpapírnak nincs bázisára vagy elszámolóára, úgy a kerekítés minden esetben lefelé történik.

A *nyitó ajánlatgyűjtési részzszakaszban* üzletkötés nem történik, csak az ajánlatok benyújtása. Ebben a részzszakaszban a MOST időbeli hatály kivételével bármely időbeli hatályú ajánlat, de az ajánlat típusát és fajtáját tekintve csak LIMIT és RÉSZ ajánlat tehető.

A nyitó ajánlatgyűjtési részzszakaszban a korábban tett, de még le nem járt olyan ajánlatokat (nem aktív ajánlatokat), amelyek az adott szakaszban nem tehetőek, nem lehet módosítani, csak azok visszavonására kerülhet sor. A nyitó ajánlatgyűjtési részzszakaszban bevitt, valamint az előző kereskedési nappól az ajánlati könyvben maradt aktív ajánlatokat, a kereskedési rendszer az egyes árszintek szerint az ajánlati könyvbe rendszerezi vételi és eladási oldalra.

A nyitó ajánlatgyűjtési részzszakaszt követően *nyitó ügyletkötési részzszakaszra* kerül sor, amelyben az ajánlati könyvbe rendszerezett ajánlatok alapján az egyensúlyi áras ügyletkötési algoritmus szerint történik az ajánlatok párosítása és az *ügyletek létrehozása*, tehát ugyanazon áron kötődik meg valamennyi ügylet. Ebben a részzszakaszban nem tehető nem módosítható és vissza sem vonható ajánlat.

A *szabad szakasz* kezdetekor az ajánlati könyv azokat az ajánlatokat tartalmazhatja, amelyek a nyitó ügyletkötésben nem voltak párosíthatók, valamint az előző nappól az ajánlati könyvben maradt olyan aktív ajánlatokat, amelyek a nyitó ajánlatkötési részzszakaszban nem vehettek részt. A szabad szakaszban már minden ügyletnek egyedi ára lehet, és ugyanígy az ügylet a *folyamatos ügyletkötési algoritmus* szerint jön létre.

A *záró ajánlatgyűjtési és ügyletkötési szakaszra* vonatkozó szabályok lényegében a nyitó ajánlatgyűjtési és ügyletkötési szabályokkal egyeznek meg.

Az egyes szekciók tekintetében a megtehető ajánlatok vonatkozásában a Kereskedési Kódex további korlátokat rögzít.⁷⁶

A tőzsde a teljes tőzsdei kereskedést, vagy bizonyos tőzsdei termékek kereskedését meghatározott okok bekövetkezése esetén a határozott vagy határozatlan időre *szünetelteti*, illetve jogszabályban, vagy tőzsdei szabályban meghatározottak szerint *felfüggesztheti*. A tőzsdei kereskedés, illetve tőzsdei termék kereskedésének szüneteltetése, és felfüggesztése során a szüneteltetéssel, illetve a felfüggesztéssel érintett tőzsdei termékre vonatkozóan ajánlat nem tehető és nem módosítható, ügylet nem köthető, csak ajánlat visszavonására kerülhet sor.

A Tpt. részletesen szabályozza a *tőzsdei forgalmazás felfüggesztésének eseteit*, ezek között a tőzsde és a PSZÁF által történő felfüggesztési lehetőség illetve – egy esetben – a PSZÁF által történő felfüggesztési kötelezettség is található.⁷⁷

A tőzsde az *értékpapír kereskedésének ideiglenes szüneteltetését* rendeli el, ha az adott napon egy ügylet ára a bázisárhoz viszonyítottan minden nem hitelviszonyt megtestesítő értékpapír vonatkozásában 10%-ot meghaladó árváltozást idézett elő. Az értékpapír kereskedésének ideiglenes szüneteltetése minimum 2 perc, de legfeljebb 15 perc lehet.

⁷⁶ A részvényszekcióban az egyes szakaszok a következőképpen alakulnak:

8.30 – 9.00/9.01 Nyitó ajánlatgyűjtési részzszakasz*

9.00/9.01 - 9.02 Nyitó ügyletkötési részzszakasz*

9.02 - 16.30 Szabad szakasz

16.30 - 16.35 /16.36 Záró ajánlatgyűjtési részzszakasz*

16.35/16.36 Záró ügyletkötési részzszakasz*

* az ajánlatgyűjtési részzszakasz végével egyidejűleg az ügyletkötési részzszakasz kezdete véletlenszerű időpontra esik a jelzett időtartamban.

Származékos termékek esetén az *instrumentum kereskedésének szüneteltetésére* kerülhet sor. A kereskedés szüneteltetésének célja a származékos ügyletek esetén is az, hogy elejét vegye a pánikszerű ügyletkötési dömpingnek. A kereskedés szüneteltetése a kontraktusban meghatározott *maximális árelmozdulásra* és a *klíringsávra* tekintettel történhet. A klíringsáv az egyes *határidős instrumentumok* vonatkozásában a klíringes középárhoz képest megállapított - a terméklistában meghatározott mértékű – pozitív és negatív irányú eltérés. A kereskedés szüneteltetésére kerül sor abban az esetben, ha a klíringsávon kívül kötött ügylet jön létre, vagy azonnali klíring⁷⁸ elrendelésére kerül sor. A szünetelést megalapozza továbbá az, ha *részvényindex-termék esetében*, az indexkosárban szereplő értékpapírok közül összességében legalább 45 %-os kosársúlyt kitevő és legalább 4 értékpapír *azonnali kereskedését szüneteltetik*, egyéb indextermék esetében, ha az indexkosarat legalább 25 %-ban alkotó termék (alaptermék) *azonnali kereskedését szüneteltetik*, illetve a tőzsdén kereskedett alapterméken alapuló kontraktus esetében akkor, ha az *alaptermék kereskedését szüneteltetik*.

5. A tőzsdei ügyletek érvénytelensége

A Kereskedési Kódex szerint tőzsdei ügylet nem törölhető és érvénytelenség címén nem támadható meg. Ez a rendelkezés a tőzsdei forgalom biztonságának minden körülmények közötti teljesülését segíti elő. Előfordulhat tehát olyan helyzet, amikor az ügylet létrejön abszolút szerződéskötési korlátozás ellenére is.

Példaként lehet említeni a bennfentes kereskedelem tilalmába ütköző ügyleteket, amelyek jogszabályi tilalomba ütköznek és a Ptk. alapján semmis ügyletek, a fenti szabály alapján azonban teljesedésbe mennek, joghatást is kiváltanak és nincs lehetőség az eredeti állapot helyreállítására sem. A szabály egyik indoka véleményem szerint épp az eredeti állapot visszaállításának lehetetlensége. A károsult ilyen helyzetben csupán kárának megtérítését követelheti. Ebben az esetben azonban a károsultak személye és a kár meghatározása komoly nehézségekbe ütközhet.

Ugyanakkor előfordulhat, hogy olyan ügyletek jönnek létre, amelyek tárgyára az adott időszakban nem is lehetett volna ügyletet kötni.⁷⁹ A Kereskedési Kódex 5.2. j) pontja alapján a vezérigazgató jogosult dönteni a Kódex rendelkezéseitől rendkívüli helyzetben történő eltérésről. Adott esetben, ha kisszámú és kis értékű ügyletkötés történt, az eredeti állapot visszaállítása nem okoz nagyobb nehézségeket.

⁷⁷ Tpt. 325-329. §§

⁷⁸ Az azonnali klíring egy olyan rendkívüli elszámolási esemény, amelynek során az előre meghirdetett maximális árelmozdulás (klíringsáv túllépés) esetén a Keler a teljesítés alapjául szolgáló végső elszámolandó pozíciót kialakítja, meghatározza az árkülönbözetet, a nyitott veszteségre képzendő fedezetet, és azt a következő klíring időpontjáig a klíringtag számláján zárolja. Az azonnali klíringre vonatkozó szabályokat kizárólag a Keler kérésére lehet alkalmazni abban az esetben, ha a Keler nem alkalmazza a valós idejű pozícióértékelést, vagy a folyamatos adatátadás a tőzsde és a Keler között megszakadt. Amennyiben egy instrumentumban a klíringsávon kívül kötött ügylet jön létre úgy a Tőzsde az adott instrumentum tekintetében haladéktalanul köteles a kereskedést szüneteltetni, és amennyiben a Keler másképp nem rendelkezik azonnali klíringet elrendelni – Kereskedési Kódex 17.6.

⁷⁹ Ez történt a Budapesti Értéktőzsdén 2001. december 7-én. A BÉT Tikárságának vezetője, határozatában a Graboplast törzsrészvényeinek tőzsdei kereskedését 2001. december 7-étől kezdődően két tőzsdei kereskedési napra felfüggesztette. A tőzsdei szabályok értelmében a felfüggesztés alatt álló értékpapírokra tőzsdei ügylet nem köthető, ennek ellenére 2001. december 7-én a nyitott ügyletkötési részzszakaszban 24 db Graboplast törzsrészvényre ügyletkötés történt. Ugyanaznap a tőzsde kereskedési rendszerébe felvitt ajánlatokat, valamint az ebből született tőzsdei ügyletet a Budapesti Értéktőzsde *törölte, és érvénytelennek nyilvánította*.

IV. A tőzsdei ügyletek teljesítése

1. A Keler szerepe

A BÉT-tel kötött megállapodás alapján a Keler elszámolóházként végzi a tőzsdei kereskedés elszámolását, ellátja mind a klíring tevékenységet – azaz a teljesítés alapjául szolgáló végső elszámolandó pozíciót kialakítja – mind a klíringelt ügylet teljesítésében való közreműködést. Feladata továbbá pénzforgalmi számlák, értékpapírra vonatkozó számlák, nyilvántartások vezetése.

A Keler derivatív ügylet esetében az ügylet befogadásával, az ügylet *visszaigazolásának időpontjától*, míg a multilaterális nettó elszámolása (azonnali) ügylet esetében a *multilaterális nettósítást követően belép az ügyletbe*, és szerződő félként mindkét fél felé teljesítési kötelezettséget vállal. A Keler Általános Üzletszabályzata szerint a Keler egyidejűleg ellátja a *központi szerződő fél*, a *teljesítő fél* és az *elszámoló fél* feladatát. E fogalmak a fizetési, illetve értékpapír-elszámolási rendszerekben történő teljesítés véglegességéről szóló 2003. évi XXIII. törvény alapján kerültek rögzítésre. Ennek megfelelően a Keler, a szabályzata alapján létrehozott rendszerben résztvevő intézmények *nettó fizetési kötelezettségeit megállapítja*, a vevő intézmények transzfer megbízásai tekintetében – a jogviszonyba belépve – mindannyiukkal szemben kizárólagos szerződő félként jár el, és a rendszerben résztvevő intézmények teljesítési számlájának vezetőjeként biztosítja a transzfer megbízások kiegyenlítését, illetve - szükség esetén - az intézmény részére hitelt nyújt a teljesítés megkönnyítése érdekében.

A Keler az általa elszámolt ügyletek teljesítésének biztosítása érdekében klíringtagsági- és garancia rendszert működtet. Amint azt korábban láthattuk, a kereskedési jog megszerzésének egyik feltétele, a *klíringtagság* megszerzése, vagyis az, hogy a szekciótag megfeleljen a Keler mindenkor elszámolási szabályainak is. Az elszámolóház szabályai szerint az elszámolás a klíringtagok Kelernél vezetett *pénz- és értékpapírszámláin* és azokhoz tartozó alszámlákon történő terhelésekkel és jóváírásokkal történik, tehát azok megléte elengedhetetlen feltétel a kereskedési jog megszerzéséhez.

A derivatív pozíciók vezetésére a KELER *derivatív pozícióvezetési számlát* vezet, amely megnyitásának feltétele a szükséges pénz- és értékpapírra vonatkozó számlák megléte, és e számla megléte nélkül a Keler a derivatív ügyletet nem regisztrálja, tehát azok jogi értelemben létre sem jönnek.

2. Elszámolási módok

A tőzsdei elszámolásnak több módja ismeretes. Lehet *bruttó elvű*, ami azt jelenti, hogy az ügyletekből eredő kötelezettségeket egyenként, ügyletről ügyletre számolják el és teljesítik. Ennél gazdaságosabb és gyorsabb a *bilaterális nettósítás*, amikor két fél között egy adott idő alatt kötött ügyletek kerülnek

elszámolásra oly módon, hogy az azonos tartalmú, de ellentétes irányú kötelezettségeket már nem számolják el, mert azokat egymásba beszámítják és csak a „tisztá” kötelezettségeket kell teljesíteni. A *multilaterális nettósítás* esetén az adott napon ügyletet kötő szekciótagnak által kötött ügyleteket úgy vizsgálja az elszámolást végző szervezet, hogy szekciótagonként és értékpapíronként nettósít (azaz a szekciótagnak minden egyes értékpapír esetén kiszámolja a vétel és eladás különbségét). A számítás alapján a szekciótagnak nettó vevő (vagyis adott értékpapírból többet vásárolt, mint eladott), vagy pedig nettó eladó (azaz egy meghatározott értékpapírból többet adott el, mint vásárolt) lesz.

3. Az azonnali ügyletek teljesítése

A részvény szekcióban és a hitelpapír szekcióban kötött azonnali ügyletek (a fix és aukciós ügyletek kivételével) elszámolása gördülő módon (minden nap van elszámolás), a részvény szekcióban T+3 napos ciklussal, a hitelpapír szekcióban T+2 napos ciklussal a multilaterális nettósítás elve alapján történik (a T az üzletkötés napját jelöli, a napok munkanapban értendők).

A Tpt. előírásaink megfelelően a saját és ügyfél értékpapírokat valamint pénzeszközöket a Keler szegregáltan azaz egymástól elkülönítve kezeli. Az adott tőzsdei tranzakciókban már az üzletkötéskor meg kell adni azt az információt, hogy az ügyletet saját számlára vagy ügyfél megbízásából kötötték.

A T napon kötött ügyleteket a Keler minden nap a kereskedési idő után megkapja a BÉT-től, amely adatok a kereskedő tagok által utólag nem módosíthatók. A Keler a T napi üzletkötések alapján elvégzi tagonként, saját-ügyfél megbontásban és értékpapíronként a multilaterális nettósítást, kimutatja a tag saját és ügyfél T napra számított eladási/vételi pozícióját az adott *értékpapír vonatkozásában*. A nettósítás eredményéről a Keler elektronikus ügyfélkapcsolati rendszerén keresztül értesíti a klíringtagokat.

Pénz oldalon szintén elvégzi a T napi (részvény és hitelpapír) ügyletek *pénzügyi nettósítását* tagonkénti, saját-ügyfél megbontásban, megállapítja a tag eladási vagy vételi pozícióját, amiről az általa üzemeltetett elektronikus rendszeren keresztül értesítést küld.

Az üzletkötés napja és az elszámolási nap (Settlement Date - SD nap, ami tőzsdei üzletkötés a T+3. vagy T+2. napja) közötti időszakban a klíringtagoknak az ügylet teljesítéséhez szükséges fedezetet biztosítaniuk kell.

Azon klíringtagok amelyeknek nettó értékpapír-eladó pozíciójuk adódik (saját vagy megbízói), az SD nap reggelén (8.15 és 11.30 között) kell a Keler rendelkezésére bocsátaniuk a szükséges értékpapír-fedezetet - a Keler ugyanis ekkor vizsgálja ennek meglétét. Az értékpapír-fedezet vizsgálat keretében a Keler terhelési transzfer instrukciókat indít a T napi kötésekben érintett papírok tekintetében a nettó eladók értéktőzsdei elszámolási értékpapírszámlái terhére. Amennyiben a nettó eladó klíringtag rendelkezik a megfelelő alszámláján szükséges értékpapír-fedezettel, akkor a papírok terhelés útján lekerülnek a számlájáról és jóváírás formájában megjelennek egy úgynevezett központi tőzsdei elszámolási számlán.

A tényleges elszámolás napjának reggelén, az értékpapír-terhelési transzferekkel egyidejűleg, a Keler pénzbeszedési megbízásokat is indít a nettó értékpapír-vásárlók forintszámlái terhére saját/ügyfél

megbontásban. A jóváírás céljára ezúttal is egy központi számla - a tőzsdei elszámolási pénzszámla - szolgál. A tőzsdei ügyletekhez kapcsolódó pénzügyi teljesítés a brókercégek vonatkozásában a Keler-nél vezetett tőzsdéforgalmi számlákon és a biztosíték-alszámlákon, a banki szekciótagok viszonylatában a jegybanknál (MNB) vezetett pénzforgalmi számlákon zajlik. A jegybank által vezetett pénzforgalmi számlákat a Keler az 1999 szeptemberében üzembe állított valós idejű bruttó elszámolási rendszeren - VIBER - keresztül éri el. Az SD nap reggelén 8 órakor, a VIBER indulásakor, elektronikus úton átadja az MNB-nek a terhelendő, illetve jóváírandó banki pénzforgalmi számlákra vonatkozó adatokat, majd az MNB-től a sikeres átvezetésekről kapott visszaigazolás alapján megtörténik a pénzügyi könyvelés a központi számla javára.

Az elszámolás DVP (delivery versus payment - szállítás fizetés ellenében) elvére tekintettel az érdekelt klíringtagok csak akkor férhetnek hozzá a nekik járó értékpapírhoz vagy a jóváírt pénzhez, ha az ügylet ellentételezése (pénzügyi, illetve értékpapírbeli teljesítése) megtörtént. Ennek ellenőrzése a Keler rendszerében a tőzsdei elszámolások lebonyolítását támogató központi értékpapír- és pénzszámlák egyenlegének említett vizsgálatával valósul meg. Amikor a központi számla javára megtörténik a nettó eladók értékpapírjainak és a nettó vevők pénzének maradéktalan jóváírása, akkor a Keler haladéktalanul értékpapír- és forintjóváírásokat kezdeményez a központi számla terhére, eljuttatva a papírokat a vevőknek és a pénzt az eladóknak. Az értékpapírbeli és a pénzügyi teljesítések véglegesek és visszavonhatatlanok.

A fentiekből következően a DVP elszámolás végső határideje 11.30 óra, azonban ha ennél korábban már minden tagnak a technikai számláin rendelkezésre áll a szükséges értékpapír- és/vagy pénzmennyiség, úgy az elszámolás hamarabb is megtörténhet, tekintettel arra, hogy a Keler a fedezet meglétét az SD napon folyamatosan vizsgálja.

Felvetődhet a kérdés, hogy mikor tekinthető az azonnali tőzsdei ügylet teljesítettnek. A teljesítő feleknek ugyanis a teljesítéssel kapcsolatban csak az a kötelezettségük, hogy a megfelelő számlájukon rendelkezzenek az adott értékpapírokkal illetve pénzüsszeggel. Tekintettel arra, hogy a multilaterális nettósítást követően a Keler már központi szerződő félnek minősül, a teljesítésről a Keler viszonylatában kell beszélni. A szabályzat rendelkezései a Keler jogává és kötelezettségévé teszik a számlák terhelését, ezért a klíringtagok azzal, hogy az SD napon a megfelelő pénzeszközt vagy értékpapírt a számlájukon rendelkezésre bocsátják, a teljesítés feltételeinek a Keler mint központi szerződő fél irányában megfelelnek.

4. A derivatív ügyletek teljesítése

A korábbiakban ismertetett sajátosság szerint a határidős és opciós ügyletet kötő klíringtagok az ügylet teljesítésével kapcsolatos jogok és kötelezettségek tekintetében az ügylet létrejöttét követően nem egymással, hanem a Kelerrel állnak jogviszonyban. Az elszámolóház az ügylet visszaigazolásával az ügyletben résztvevő mindkét klíringtaggal szemben álló kötelezett illetve jogosult féllé válik a teljesítés tekintetében.

A klíringtagoknak a közvetlen elszámolási szolgáltatás érdekében számos előírásnak kell megfelelnie, amelyek között a legfontosabb a biztosítékadási és a pénzügyi fedezet nyújtási kötelezettség. Az elszámolás lebonyolításához az elszámolóháznak a derivatív ügyletek esetén is szüksége van a határidős és opciós

kereskedés meghatározott alapadataira, valamint az elszámolóárakra, ezeket a tőzsde a vonatkozó együttműködési megállapodás szerinti időben és módon adja át. Az átadott kereskedési adatokért az adatot szolgáltató tőzsdét terheli felelősség, bármely alapadat hiánya, vagy hibája esetén ugyanis a Keler az ügyletet nem fogadja be, tehát addig az ügylet nem jön létre.

A Keler a határidős és opciós pozíciókat *pozícióvezetési számlákon* tartja nyilván. Minden pozícióvezetési számla egyrészt utal a klíringtagsági hierarchiában elfoglalt helyre, egyediségre (klíringtag, alklíringtag, megbízó) másrészt a pozíciós számlához rendelt szegregációs jelleg (saját, megbízásos) lehetővé teszi a saját és a megbízói pozíciók elkülönített kezelését. A pozíciók kezelésére megbízónként csak egy pozícióvezetési számla nyitható, amelyen a megbízó valamennyi határidős és opciós pozícióját vezeti a Keler.

A határidős és opciós pozíciók elszámolásához minden klíringtagnak természetesen rendelkeznie kell tőzsdeforgalmi számlával, amelyen a klíringtag által valamennyi saját számlára kötött határidős és opciós pozíciók pénzügyi rendezése történik. A klíringtag valamennyi megbízói összevont árkülönbözetének rendezésére a megbízói *árkülönbözet alszámla* szolgál. A biztosítékok elhelyezésére minden klíringtagnak valamennyi határidős és opciós ügyleteire egy saját számlás és egy megbízói *összevont biztosítékszám*la használata kötelező.

4.1. A napi elszámolás

Az elszámolás első lépéseként a tőzsdei napzárást (T nap) követően a Keler átveszi a tőzsdétől az aznapi kötelezettségeket, majd az általa befogadott ügyleteket visszaigazolja, amellyel létrejön az elszámolóház garanciavállalása.

A *határidős ügyletek* esetében az elszámolás egyik legfontosabb eleme az *árkülönbözet* elszámolása, amely tulajdonképpen a teljesítési biztosíték egy elemének meghatározását és levonását jelenti a veszteségelhalmozódás és a nemteljesítés valószínűségének csökkentése érdekében. A biztosítékszámítás során az elszámolóház, a későbbi teljesítési kockázat csökkentése érdekében azt vizsgálja, hogy egy nyitott határidős pozíciónak mekkora az értéke, vagyis egy feltételezett napi pozíciózárás esetén, mekkora lenne a szerződéses fél kötelezettségének, illetve jogosultságának nagysága. A kiszámított kötelezettség mértéke szerint alakul a nyújtandó biztosíték nagysága, amely nem más, mint egy változó összegű letét, amelynek nagyságát az elszámolóház akár naponta is változtatja, terheléseket és jóváírásokat végrehajtva a klíringtagok számláin.

Az árkülönbözet elszámolásának alapja a minden termékre és lejáratra a tőzsdétől kapott - az aznapi határidős kereskedés árait alapul véve, meglehetősen bonyolult módon kiszámított - elszámolóár, amely alapján Keler a klíringtag pozícióit figyelembe véve, az előző napi elszámolóár, és az adott napi elszámolóár közötti különbséget kiszámítja, tehát naponta újraértékeli a pozíciókat.

Amennyiben a kiszámított árkülönbözet negatív, úgy a különbözetet a klíringtag vagy annak megbízói számlájáról a Keler a következő nap reggelén beszedi, illetve amennyiben a különbözet pozitív, az elszámolást követő nap reggelén jóváírja.

Az előző napi elszámolóárhoz képest történő változás alapján tehát a felek nemcsak megtudják, hogy egy adott határidős pozíción nyereségük vagy veszteségük keletkezett –e és érdemes –e a pozíciót zárni, de a Keler az esetleges pozíciózárás esetén felmerülő teljesítésnek megfelelő összeget el is vonja és jóvá is írja. Ezeket a terheléseket és jóváírásokat az elszámolóház a később esetlegesen keletkező fizetési kötelezettség elősegítése céljából, biztosíték gyanánt vonja el.

Az *opció jogosultja* az opciós ügylet létesítését követően, a napi árkülönbözet pénzügyi rendezésének keretében köteles kifizetni az általa vásárolt opció díját (prémiumát) attól függetlenül, hogy ezzel egy új jogosulti pozíciót nyitott, vagy egy korábbi pozíciót zárt. Új jogosulti pozíció létesítése esetén az opció jogosultjának ezt követően az opció lezárásáig, vagy lejáratáig illetve lehívásáig ezzel kapcsolatos fizetési kötelezettsége nincs. Ezzel szemben az opció kötelezettje a pozíció megnyitásától kezdve köteles eleget tenni a Keler Rt. által a nyitott pozíciókra meghatározott biztosíték-fizetési kötelezettségnek.

A határidős ügyletek esetén az *elszámolás módja* a klíringtag választása alapján *bruttó vagy nettó lehet*, és a klíringtagnak előre meghatározott időpontig lehetősége van megadni, hogy hány ellentétes irányú kontraktust kér összezární, azaz nyitott pozíciót megszüntetni. Az időpont elmulasztása esetén a Keler a bruttó nyitott határidős pozíciókat tekinti a klíringtag által elfogadott *napvégi végleges nyitott állománynak*. Mindazokra a pozícióvezetési számlákra, amelyekre nettó pozícióvezetés van előírva a Keler természetesen nem kér a pozícióváltozásokra vonatkozó információt.

A tőzsdei szabályzatok alapján egyazon vagy különböző klíringtagok pozícióvezetési számlái közötti *pozíciók átadhatóak* a megfelelő biztosítékokkal és a megbízók hozzájárulása alapján. A pozíció átadást a Keler azonban csak abban az esetben teljesíti, ha a pozíciót átvevő klíringtag rendelkezik a szükséges pénzügyi eszközökkel. A pozíció átadás a létrehozott derivatív ügyletekből eredő jogok és kötelezettségek átruházását jelenti. A Keler az átadott pozíció mennyiségével az érintett pozícióvezetési számla nyitott kötésállományát csökkenti, ezzel párhuzamosan az átvevő pozícióvezetési számlatulajdonos nyitott pozíciójának mennyiségét az átvett mennyiséggel megnöveli.

4.2. A teljesítés

A Keler *határidős ügyletet* a lejáratkor a tőzsde által a kontraktuslistában meghirdetett módon, pénzben történő elszámolással vagy fizikai szállítással teljesít, de a klíringtag a *vételi, illetve eladási kötelezettségét megszüntetheti a határidő lejáratá* előtt bármikor, ha azonos pozíció vezetési számlán a nyitott pozíciójával azonos termékre/lejáratra és mennyiségre *ellentétes irányú pozícióval rendelkezik*, és előzetesen a pozíciós számla megnyitásánál a számla *vezetési módjaként nettót jelölt* meg, vagy bruttó pozíció vezetési mód esetén a napi lezárandó pozíciók mennyiségének megadásával a *zárásról rendelkezik*.

Az opció jogosultja csak az *opció lehívásával* érvényesítheti opcióval kapcsolatos jogait. A Keler az opció lehívásából vagy annak elmulasztásából adódó kárért, elmaradt haszonért felelősséget nem vállal. A lehívások nem módosíthatók és visszavonhatatlanok. A lehívási értesítő beérkezésének - adott napi elszámolásra vonatkozóan - legkésőbbi időpontja a kereskedés zárásának időpontja. Amerikai jellegű opciót

a jogosult az ügylet Keler általi visszaigazolása és az opció lejáratá közötti időszakban bármely kereskedési napon lehívhatja. Európai jellegű opció jogosultja csak az opció lejáratakor teheti ezt meg.

Határidős alapú opciók lehívása esetén az opció jogosultjának és kötelezettjének pozíciós számláján megnyitásra kerülnek az opció mögöttes termékének megfelelő határidős pozíciók. Határidős alapú opciók esetén ekkor történik meg az opciós prémium megfizetése is.

Minden lehívott opciós kontraktus esetén az érintett sorozatban kötelezettséggel bíró klíringtagok közül a nap végi elszámolás során *véletlen számgeneráláson alapuló módszerrel kerül kiválasztásra a teljesítő klíringtag/megbízó fél*. A Keler kioszthat lehívást olyan klíringtagra/alklíringtagra/megbízóra is, aki a lehívás elfogadásának napján nyitotta az opciós kötelezettségét, azonban nem oszt ki lehívást olyan nyitott kötelezettséggel rendelkező klíringtagra, aki az adott tőzsdenapon pozíció zárási szándékkal kötött opciós ügyletet, és a Keler azt befogadta. Az opció teljesítésére kijelölt klíringtagok a kijelölést magukra nézve kötelezőnek ismerik el.

Ugyanakkor az opció jogosultjának az opció lejáratáig lehetősége van *likvidálni az opciós pozíciót* azonos mennyiségű ugyanazon sorozatú opció eladásával. Az opció kötelezettje azonos mennyiségű és sorozatú opció vásárlásával likvidálhatja a pozícióját.⁸⁰

4.2.1. Lejáratkori pénzben történő teljesítés

Pénzben történő elszámolásnál az adott hónapra nyitva maradt valamennyi nyitott *határidős pozíciót* a Keler automatikusan lezárja. A lejáratkori végső elszámolóárát a tőzsde szabályzatában meghatározott időpontban és előírt algoritmus szerint képezve a tőzsde adja meg az elszámolóháznak. Az elszámolóár meghatározására azért van szükség, mert ehhez képest számítják ki a felek kötelezettségeit (pl. az index alapú ügyletek esetében). Ezt követően hajtja végre az elszámolóház a terheléseket és a jóváírásokat.

Pénzben történő elszámolású *opciós kontraktusok* lehívása esetén a Keler a tőzsdenapi klíring során az opció sorozatától függően az opciót lehívó klíringtag és a teljesítésre kijelölt klíringtag számláján pénzben történő elszámolást végez oly módon, hogy kimutatja, és rendezi az opció lehívási ára és az utolsó kereskedési napon az opció azonnali termékére vonatkozó lejáratkori elszámolóár közötti különbséget. Ezzel párhuzamosan automatikusan törli az opciós pozíciót az érintett klíringtagok opciós ügyletei közül.

4.2.2. Teljesítés fizikai értékpapír szállítással

Fizikai szállítással, vagyis értékpapírok átadásával teljesíthetők a BÉT által fizikai teljesítéssel meghirdetett kontraktusok esetén a lejárat hónap utolsó kereskedési napjának zárásáig le nem zárt határidős ügyletek, és a lehívott opciók. A lehívott opciókból és lejárt határidős pozíciókból az elszámolóház azonnali

⁸⁰ Ha a klíringtag ügyletet köt olyan számláján és olyan sorozatokban, amelyeken az ügylet kötésekor nem rendelkezik legalább akkora számú ellentétes pozícióval az érintett számlán és sorozatban akkor a legkisebb közös mennyiséget zárja a KELER és a fennmaradó kontraktus mennyiség nyitó ügyletként kerül regisztrálásra.

fizikai szállítású ügyleteket képez, amelyek teljesítése az adott opció lehívási árán illetve a kötési áron történik.

Határidős ügyletek esetén a Keler a napi elszámolást követően a klíringtag valamennyi szállításra (fizikai teljesítésre) nyitva maradt pozíciójából kimutatja a klíringtag nettó egyirányú pozícióinak mennyiségét, értékét, amelyről a tagnak értesítést küld.

Fontos rendelkezés, amely szerint az *opció jogosultja* csak az opció lehívásával érvényesítheti opcióval kapcsolatos jogait, tehát a vételi vagy eladási jogot nem automatikusan gyakorolja az elszámolóház, ehhez a jogosult kifejezett nyilatkozata is szükséges.⁸¹ A Keler éppen ezért az opció lehívásából vagy annak elmulasztásából adódó kárért, elmaradt haszonért felelősséget nem vállal, a lehívások visszavonhatatlanok és nem is módosíthatók. A lejáratig le nem hívott opciókat az elszámolóház elvetettnek tekinti és a lejárat napot követő elszámolási napon törli a pozícióvezetési számláról, miközben az opcióval kapcsolatosan beszedett biztosítékokat az érintett klíringtag számláján jóváírja.

A lehívott *opció határidős ügylettel történő teljesítése esetén* a Keler az opciót lehívó klíringtag és a teljesítésre jelölt klíringtag számláján *határidős pozíció nyitásként regisztrálja a vonatkozó ügyletet* az adott azonnali termékre és lejáratra, a meghatározott lehívási áron, miközben automatikusan törli az opciós pozíciót az érintett klíringtagok opciós ügyletei közül. Ebben az esetben az elszámolás a továbbiakban a határidős termék piacán érvényesülő szabályozás szerint, az ott érvényesülő garancia-rendszer elemeinek felhasználásával történik.

Az elszámolási ciklus utolsó napja a részvény-szekcióban kereskedett értékpapírok esetén az utolsó kereskedési napot követő harmadik elszámolási nap (T+3), hitelpapír szekcióban kereskedett értékpapírok esetén az utolsó kereskedési napot követő második elszámolási nap (T+2). Az eladói pozícióban lévő klíringtag köteles az elszámolási napon 10.00 óráig a szükséges értékpapírt - a pozíció szegregálásnak megfelelően - az értékpapírra vonatkozó számláján biztosítani. Hasonlóképpen a vételi pozícióban lévő klíringtag köteles 10.00 óráig az átvételre kötelezett mennyiség ellenértékét - a pozíció szegregálásnak megfelelően - a Kelernél vezetett értékpapír vételár letéti számlákon elhelyezni. A Keler 10.00 órát követően elvégzi a rendelkezésre álló értékpapírok és vételárak erejéig a fizikai teljesítés elszámolását. A nap végi elszámolás során a határidős nyitott pozíciókat a lejáratkori elszámolóáron (hitelpapír esetében felhalmozott kamattal), az opció lehívás eredményeként keletkezett azonnali pozíciókat az ügylet eredeti lehívási árán kivezeti.

⁸¹ Az opció lejáratáig az opció jogosultjának lehetősége van likvidálni (megszüntetni) a pozíciót azonos mennyiségű ugyanazon sorozatú opció eladásával. Az opció kötelezettje azonos mennyiségű és sorozatú opció vásárlásával likvidálhatja a pozícióját. Az ügyletek likvidálása a pozíció nyilvántartásba vétele után, az opciós díj pénzben történő elszámolásával történik.

5. A szerződési biztosítékok, és azok felhasználása nem teljesítés esetén

5.1. A biztosítékok rendszere

A Tpt. 346. §-ának felhatalmazása alapján a Keler a garantált tőzsdei ügyletek (azonnali és derivatív ügyletek) teljesítésének biztosítása érdekében garancia rendszert működtet, amely a számszerűsíthető kockázatok ún. kollateralizálásán (biztosítékkal történő fedezése) alapul.

A Keler az alábbi elemekből álló garanciarendszert működteti:

- egyéni / klíringtagi biztosítékok (alapszintű és kiegészítő pénzügyi fedezet, árkülönbözet, alapbiztosíték, likviditási deviza óvadék);
- kollektív biztosítékok (garancia alapok);
- Kelet vagyona.

A garantált tőzsdei ügyletek elszámolásához a klíringtagnak *alapszintű pénzügyi fedezetet* kell folyamatosan biztosítania. Az alapszintű pénzügyi fedezet visszavonására csak az adott szekcióra/ügyletkörre vonatkozó klíringjog saját kérésére történő felfüggesztése, vagy a klíringtagsági jogviszony megszűntetése esetén kerülhet sor. Az alapszintű pénzügyi fedezet mértékét a Keler a T+2, T+3 elszámolású ügyleteknél szekciónként, derivatív ügyletek esetén ügyletkörönként, szekciónként határozza meg.

A Keler jogosult *kiegészítő pénzügyi fedezetet* előírni valamely klíringtag, alklíringtag vagy megbízó részére amennyiben a klíringtag az Általános Üzletszabályzatban rögzített kötelezettségét megszegi vagy bármely egyéb észlelt kockázatonövekedés esetén. A kiegészítő pénzügyi fedezet mértéke a nyitott pozíciókra elhelyezett alapbiztosítékok összegének maximum ötszöröse lehet.

A fentiekben említettek szerint a Keler a klíringtag által megkötött garantált tőzsdei ügyletekből fakadó pozícióinak *árkülönbözetét* az elszámolási ciklus alatt naponta számítja oly módon, hogy az első napi árkülönbözetet a kötési ár és a T napi elszámolóár/záróár különbözete adja. Az ezt követő elszámolási napok árkülönbözetét a napi záróár/elszámolóár és a megelőző elszámolási nap záróárának/elszámolóárának különbözete adja meg. Multinet elszámolású (azonnali) pozíciók esetén, amennyiben a kiszámított árkülönbözet negatív, úgy a különbözetre a klíringtagnak biztosítékokat kell nyújtania. Derivatív pozícióknál a pozitív és negatív árkülönbözet egyaránt a klíringtag szegregált számláin rendezésre (elszámolásra) kerülnek.

A Keler a garantált tőzsdei ügyletek nyitott pozíciói után *alapbiztosítékokat* határoz meg a SPAN® alapbiztosíték számítási szoftver segítségével. Az alapbiztosíték számítás alapja derivatív pozíciók esetén az egyes pozícióvezetési számlákon nyitva lévő portfólió kockázata.

Azoknak a derivatív ügyletköröknek, szekcióknak, amelyek deviza elszámolású termékeket is tartalmaznak, az alapszintű pénzügyi fedezete kiegészül a *Likviditási Deviza Óvadékkal (LiDÓ)*. A LiDÓ-t - devizaátutalással kell képezni, illetve elhelyezni a klíringtag devizaszámláján, a Keler kedvezményezetttségű zárolás formájában. A LiDÓ nemteljesítését vagy részteljesítését a Keler az alapszintű pénzügyi fedezettel azonos módon, nemteljesítésként kezeli, és a klíringtag klíringjogát az adott ügyletkörben, szekcióban

felfüggeszti. A LiDÓ meghatározását és módosítását a Keler a hatályba lépést megelőzően legalább tíz elszámolási nappal Elszámolóházi Leirat formájában teszi közzé.

A tőzsdei ügyletek elszámolása biztonságának növelése, a tőzsdei ügyletei teljesítésének késedelméből, vagy elmaradásából eredő kockázatot csökkentése érdekében a klíringtagok piaconként *kollektív garancia alapot* hoznak létre, amelynek célja, hogy a klíringtagok készfizető kezességet vállaljanak az egyazon piacon kötött ügyletek elszámolásából eredő fizetési kötelezettségek késedelméből vagy elmaradásából eredő veszteség csökkentére. A kollektív garancia formája csak készpénz lehet annak érdekében, hogy adott esetben azonnal felhasználható legyen. A részvény és a hitelpapír szekciók vonatkozásában a Tőzsdei Elszámolási Alap (TEA) került létrehozásra, a származékos és áruszekciók közös garancia alapja a Kollektív Garancia Alap (KGA).

Jogi státuszát tekintve a garancia alap a klíringtagok és a Keler (tagok) *közös tulajdonát képező elkülönített olyan pénzalap*, amely a tagok a *készfizető kezességvállalása biztosítékául szolgáló óvadék*. A garancia alap révén a tagok kizárólag az általuk az alapon *elhelyezett összeg* és a garancia alappal szemben fennálló *befizetési kötelezettség erejéig készfizető kezességet vállalnak egymással szemben*, a garantált tőzsdei ügyletek elszámolásával kapcsolatos nemteljesítésekért, a Keler szabályzatában meghatározott mértékben és esetekben.

A tagoknak a biztosíték felhasználhatóságát mindvégig garantálnia kell, a garancia alapba befizetett összegeket a tulajdonközösség fennállása alatt főszabályként nem követelhetik vissza, azt el nem idegeníthetik, és az óvadékjog kivételével meg nem terhelhetik, felhasználását harmadik személyek bármely jogosultsága nem gátolhatja (per-, teher-, és igénymentesség).

A garancia alap képzéséről, a Keler Igazgatósága határoz, és azt a Keler a klíringtag nem megfelelő teljesítése esetén korlátozás nélkül jogosult felhasználni. A garancia alapba történő befizetés minimális és maximális összegét, és százalékos mértékét a Keler határozza meg. A klíringtag és a Keler a garancia alapba történő befizetéssel válik a garancia alap tagjává. A tagot befizetése után meghatározott mértékű kamat illeti meg.

Amennyiben valamelyik tag hitelezője a tulajdonostársak garancia alapon lévő tulajdonrészére végrehajtást kezdeményez, vagy ezen a vagyonrészen más módon szerez bármilyen jogot, a harmadik személy kizárólag a tulajdonrész pénzbeli kiadására tarthat igényt, más jog nem illeti meg.

A garancia alap a tőzsdei ügyletek végső garanciájaként alapvető fontosságú, ezért a garancia alap *befizetésének és feltöltésének elmulasztása esetén a Keler a klíringtag klíringjogát felfüggeszti* az adott szekcióban. A Keler ebben az esetben elvonja a klíringtag biztosítékainak szabad egyenlegét és az értékpapírra vonatkozó számláján lévő saját tulajdonú értékpapírok szabad egyenlegét a tartozás mértékéig. *A hiány fennállásáig* az alap javára a Keler *folyamatosan inkasszálja a klíringtag Keler által vezetett pénzforgalmi számlán lévő szabad pénzeszközait*, hitelintézet esetén MNB-nél vezetett pénzforgalmi számláját a hiányzó fedezet mértékéig a VIBER-en keresztül megterheli. Amennyiben 15 napig a beszedési megbízás nem teljesül, a Keler, a klíringtagtól elvont értékpapírokat a kényszerintézkedésekre vonatkozó leírt szabályok szerint értékesíti és a befizetési kötelezettséget a befolyt összegből teljesíti.

Amennyiben a garancia alap igénybevételére kerül sor, úgy a Keler először a nemteljesítő tag garancia alapba befizetett hozzájárulását veszi igénybe, és felszólítja a nemteljesítő tagot a feltöltésre. Amennyiben a tag tartozása a saját garancia alap hozzájárulásából és annak fentiek szerinti kamatából, valamint a jóváírt nemteljesítési alapdíjakból sem térül meg, úgy Keler a garancia alap fennmaradó összegét veszi igénybe. Amennyiben erre sor kerül, úgy a Keler megállapítja, hogy az így kialakult hiány az egyes garancia alap tagokat – a garancia alaphoz való hozzájárulási kötelezettségük arányában - milyen összeggel terheli, és erről haladéktalanul értesíti a garancia alap tagjait.

5.2. Teljesítés elmaradása azonnali ügyletek esetén

Amint korábban ismertetésre került az azonnali tőzsdei ügyletek teljesítésének teljeskörű végrehajtására csak abban az esetben kerül sor, amennyiben valamennyi érintett klíringtag a teljesítési napi (SD) elszámoláshoz szükséges értékpapír és pénzmennyiséggel hiánytalanul rendelkezik. Amennyiben a Keler technikai értékpapír, valamint a pénzforgalmi számláin a szükséges pénz, illetve értékpapír mennyiség 11.30 óráig nem áll rendelkezésre úgy a Keler az értékpapíroldali vagy a pénzügyi nemteljesítés – meglehetősen összetett, az alábbiakban szimplifikált módon összefoglalt – szabályait alkalmazza.

Értékpapíroldali nemteljesítés esetén amennyiben a klíringtag megbízója részéről történ nemteljesítés, a Keler az adott klíringtag tőzsdei elszámolási értékpapír számlája *saját alszámlájáról* a szükséges értékpapírt automatikusan átvezeti a *megbízói alszámla javára*, és a teljesítéshez felhasználja. Ha ez nem vagy csak részben lehetséges, a Keler megkísérli *automatikus értékpapír kölcsönzéssel* a szükséges értékpapír mennyiséget beszerezni. Ez utóbbi sikertelensége esetén a Keler *a nemteljesítő taggal korrekciós pénzforgalmi ügyletet hoz létre*, és a tag pénzforgalmi számláját megterheli a nemteljesített értékpapír-tételek – meghatározott metódus szerinti számított – értékével, amelyet jóváír a Keler technikai pénzforgalmi számláján. Ezt követően a Keler *korrekciós értékpapír ügyletet hoz létre* a nemteljesítő taggal a nemteljesítő tag elszámolási értékpapír számlája terhére, és a Keler technikai értékpapír számlája javára. Az ügylet tárgya az adott nemteljesített értékpapír mennyiség, az értékpapírok ellenértéke a korrekciós pénzforgalmi ügylet alapján elvont pénzösszeg.

Tekintettel arra, hogy a hiányzó értékpapírok ekkorra a Keler technikai értékpapírszámláján rendelkezésre állnak, *a nemteljesítés tekintetében vétlen taggal a Keler korrekciós ügyletet hoz létre*, amelynek keretében értékpapír transzfer megbízást indít a kiválasztott tag értékpapír alszámlája javára és a Keler technikai értékpapír számlája terhére.

Amennyiben SD nap 15.00 óráig nem történik meg az értékpapír teljesítése, a Keler a korábban kiválasztott vétlen vevő(k)nek a nemteljesített értékpapír T napi záró áron számított vételárat visszafizeti.

Abban az esetben, ha a fenti *korrekciós pénzforgalmi ügylet létrehozása sem lehetséges* a Keler saját pénzeszközei terhére megelölegezi a nemteljesítő tag tartozását, és a hitel fedezetétől biztosítékot von el a nemteljesítő tagtól és végső esetben az elvont biztosítékokat *kényszerértékesíti*, deviza esetén kényszerkonverziót végez.

Amennyiben az *értékpapír korrekciós ügylet nem megy teljesedésbe* a Keler *kényszerbeszerzési eljárást* alkalmaz.⁸² Amennyiben az értékpapír hiány rendezési eljárás során a nemteljesítő tag által nem fedezett költség merül fel, azt a Keler a TEA igénybe vételével pótolja.

Pénzügyi nemteljesítés esetén amennyiben a klíringtag megbízója részéről történt nemteljesítés a Keler a klíringtag pénzforgalmi számlájáról a szükséges fedezetet automatikusan átvezeti a megbízói számla javára, de lehetőség van elszámolási hitelügylet igénybevételére is, ezzel megteremtve a szükséges likviditást az elszámoláshoz. Amennyiben a T napi ügylet teljesítésének elszámolása során valamely terhelés nem, vagy csak részben teljesült, akkor a Keler a TEA-ból teljesíti a fizetést a tőzsdei eladók javára.

Amíg a nemteljesítés fennáll, a Keler *folyamatosan inkasszálja a pénzforgalmi számlán jóváírt összegeket*, ezzel csökkentve a tényleges tartozás mértékét, továbbá meghatározott sorrendben értékpapírt von el a klíringtag számlájáról, és jogosult az e célra megnyitott értékpapír számla javára elvont értékpapírok kényszerértékesítését megkezdeni.

5.4. Teljesítés elmaradása származékos ügyletek esetén

Amennyiben a megadott határidőre a klíringtag értékpapírra vonatkozó számláján nem áll rendelkezésre a megfelelő mennyiségű és sorozatú értékpapír, a Keler kényszerbeszerzést rendel el, de csak olyan mennyiségű értékpapírra, amelynek ellenértéke a Kelernél vezetett értékpapír vételár letéti számlákon rendelkezésre áll.

Amennyiben a megadott határidőre a vevő nem biztosította a vételárat az elszámolóház a klíringtag eszközeinek kényszerértékesítését rendel el. Nemteljesítés esetén, végső esetben a határidős és opciós pozíciókra elhelyezett garanciarendszer elemeit használja fel.⁸³

⁸² A kényszerbeszerzés és a kényszerértékesítés úgynevezett kényszerintézkedések, amelyeket a klíringtag Kelerrel szembeni, vagy tőzsdei elszámolásból fakadó kötelezettsége elmulasztása esetén alkalmaz a Keler a klíringtaggal szemben speciális szabályok szerint. Előbbi esetén megkísérli a hiányzó értékpapírok beszerzését, utóbbi esetben pénzügyi fedezetlenség esetén megkísérli a klíringtag rendelkezésére álló értékpapírok értékesítését. A kényszerintézkedések során meghatározott sorrend szerint felhasználásra kerülnek a garanciarendszer egyes elemei.

⁸³ Sorrendben: árkülönbözeti alszámla egyenlege, a klíringtag pénzforgalmi számlájának egyenlege, a klíringtag saját alapbiztosítéka és pénzügyi fedezetei, a megbízók alapbiztosítéka és kiegészítő pénzügyi fedezetei, a klíringtag saját tulajdonú, szabad rendeltetésű értékpapír/és vagy bankgaranciája, saját devizaszámla szabad egyenlege, KGA klíringtag általi saját hozzájárulása, LiDÓ, a klíringtag azonnali részvény és hitelpapír szekciójában elhelyezett biztosítéka, a klíringtag TEA hozzájárulása, kollektív garancia alap, a Keler saját eszközei.

Bibliográfia

Pénzügytan, szerk.: Bácskai Tamás, Sulyok-Pap Márta (Tanszék Kft. Budapest, 1999.)

Bárdos Péter: A kereskedelmi jog alapjairól in: Gazdaság és Jog 1996./9. 13-17. oldal

Szerződési alaptípusok szerk.: Bíró György (Novotni Kiadó Miskolc, 1999.)

Engel Emil, Bartha László: A Budapesti Tőzsde története 1864 – 1914, Első kötet (A Budapesti Áru- és Értéktőzsde kiadása Budapest 1914)

Grill-féle Döntvénytár (Grill Károly cs. és kir. Udvari Könyvkereskedése Budapest, 1905.)

Harsányi Gyöngyi: A bennfentes kereskedelem szabályozása hatályos jogunkban a vonatkozó közösségi irányelv tükrében in: Gazdaság és Jog 1998./2. 13-18. oldal

Magyar pénzügyi és tőzsdei almanach 1998-1999, főszerk.: Kerekes György (TAS-11 1999.)

Kertész Márta: Tőzsdeismeretek (Saldo Budapest, 1999.)

Kisfaludy András: Az adásvétel (Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó Budapest, 1997.)

Kolosváry Bálint: A magyar magánjog tankönyve (Grill Károly Könyvkiadóvállalata Budapest, 1911.)

Dr. Klupaty Antal: A magyar kereskedelmi jog kézikönyve II. kötet (Athenaeum Budapest, 1901.)

Mark Powers – Davis Vogel: A határidős deviza- és értéktőzsdék működése (Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó Budapest, 1992.)

Tőzsdei Szakvizsga Felkészítő, szerk.: Martin Hajdu György - May Réka (Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest 2000.)

Menyhárd Attila: Kereskedelmi jogi szerződés – polgári jogi szerződés (Polgári jogi dolgozatok 1993. – MTA Állam- és Jogtudományi Intézet, ELTE Állam- és Jogtudományi Kar, Budapest)

Dr. Nagy Ferencz A magyar kereskedelmi jog kézikönyve I. kötet (Athenaeum Budapest, 1904.)

Raffay Ferenc: A magyar magánjog kézikönyve (Benkő Gyula cs. és kir. Udvari Könyvkereskedése Budapest, 1909.)

Rotyis József: Amit a tőzsdéről és a kockázatokról tudni kell (ETK-füzetek Budapest, 1999.)

Szabó Gábor Zoltán: Az értékpapír-kereskedelem és az értékpapírtőzsdék szabályozásának fejlesztése in: Gazdaság és Jog 2001./2.

Szászy István: A kötelmi jog általános tanai (Grill Kiadó Budapest 1943.)

Szende Péter Pál: Magyar hiteljog (Grill Károly Könyvkiadóvállalata Budapest, 1929.)

Szécsényi László: Papír nélküli értékpapírok és társasági jog in: Gazdaság és Jog 1997/1. 6-9. oldal

Szladits Károly: A magyar magánjog vázlata (Grill Károly Könyvkiadóvállalata, Budapest, 1935.)

A magyar bírói gyakorlat - Magánjog II. kötet, összeállította Dr. Szladits Károly (Grill Károly Könyvkiadóvállalata Budapest, 1935.)

Zlinszky Imre: A magyar magánjog (Franklin Társulat Budapest, 1883.)

Felhasznált jogszabályok:

A Polgári Törvénykönyvről szóló 1959. évi IV. törvény

A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény

A fizetési, illetve értékpapír-elszámolási rendszerekben történő teljesítés véglegességéről szóló 2003. évi XXIII. törvény

Egyéb felhasznált források:

A Budapesti Értéktőzsde Szabályzata – Kereskedési Kódex

A Budapesti Értéktőzsde Bevezetési és Forgalmantartási Szabályzata

A Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt. Általános Üzletszabályzata

A Budapesti Értéktőzsde Terméklistája

TARTALOMJEGYZÉK

I. A ÉRTÉKTŐZSDE MINT PIAC ÁLTALÁNOS JELLEMZŐI.....	2
1. Pénzügyi rendszer, pénzügyi piacok.....	2
2. A pénzügyi eszközök.....	3
3. Az értéktőzsde mint piac.....	4
4. A tőzsde jogi státusza.....	5
5. A Kereskedési Kódex, és a kereskedés keretei.....	6
II. AZ ÉRTÉKTŐZSDEI ÜGYLETEK ÁLTALÁNOS JELLEMZŐI.....	8
1. Az ügyletek típusai.....	8
2. A derivatív ügyletek de lege ferenda.....	12
III. A TŐZSDEI ÜGYLETEK LÉTREHOZÁSA.....	13
1. Az ügylet alanyai és a kereskedési jog.....	13
2. A szerződés tartalma.....	14
2.1. Szerződési szabadság és a szerződés tartalma.....	14
2.2. Az értéktőzsdei ügyletek közvetlen tárgya.....	14
2.3. Az értéktőzsdei ügyletek közvetett tárgya.....	15
2.3.1. Értékpapírok.....	15
2.3.2. Származékos termékek.....	16
2.3.2.1. Általános fogalmak.....	16
2.3.2.2. A származékos szekció két piaca.....	17
2.3.2.3. A tőzsdei ügyletek és a fogadás elhatárolása.....	21
3. A szerződés formája.....	24
4. A szerződéses nyilatkozatok.....	25
4.1. A szerződési akarat kifejezése elektronikus úton.....	25
4.2. A szerződési szabadság korlátai – szerződéskötésre irányuló akarat és a partnerválasztás szabadsága.....	25
4.2.1. Relatív és abszolút korlátok.....	25
4.3. A szerződés létrehozása, a konszenzus.....	26
4.3.1. Az ajánlatra vonatkozó általános szabályok.....	27
4.3.2. Az ajánlati típusok - az ajánlatok ár szerinti csoportosítása.....	28
4.3.3. Az ajánlati fajták - az ajánlatok mennyiség szerinti csoportosítása.....	29
4.3.4. Az ajánlatok időbeli hatály szerinti csoportosítása.....	29
4.3.5. Az ajánlattétel korlátai.....	30
4.3.6. Az ügylet létrejötte, ügyletkötési algoritmusok használata.....	31
4.3.7. A kereskedés szakaszai, a kereskedési idő, a kereskedés szüneteltetése, felfüggesztése.....	32
5. A tőzsdei ügyletek érvénytelensége.....	34
IV. A TŐZSDEI ÜGYLETEK TELJESÍTÉSE.....	35
1. A Keler szerepe.....	35
2. Elszámolási módok.....	35
3. Az azonnali ügyletek teljesítése.....	36
4. A derivatív ügyletek teljesítése.....	37
4.1. A napi elszámolás.....	38
4.2. A teljesítés.....	39
4.2.1. Lejáratkori pénzben történő teljesítés.....	40
4.2.2. Teljesítés fizikai értékpapír szállítással.....	40
5. A szerződési biztosítékok, és azok felhasználása nem teljesítés esetén.....	42
5.1. A biztosítékok rendszere.....	42
5.2. Teljesítés elmaradása azonnali ügyletek esetén.....	44
5.4. Teljesítés elmaradása származékos ügyletek esetén.....	45
BIBLIOGRÁFIA.....	46
TARTALOMJEGYZÉK.....	49