



## PÉNZÜGYI SZERVEZETEK FELÜGYELETÉÉRT ÉS FOGYASZTÓVÉDELEMÉRT FELELŐS ALELNÖK

### A befektetési tanácsadás és befektetési elemzés tevékenységek jogértelmezése

#### I. TÉNYÁLLÁS

Az állásfoglalás iránti kérelem előterjesztője (**Kérelmező**) által röviden vázoltak szerint releváns képesítések birtokában – többek között közgazdasági alapképzés (BSc) és pénzügyi mesterképzés (MSc) – egyéni vállalkozás keretén belül pénzügyi és befektetési oktató blogot szeretne létrehozni, melyen pénzügyi és befektetési ismereteket tanító, ingyenesen elérhető cikkeket jelenítene meg. Az oktató jellegű, ingyenesen elérhető cikkek mellett digitális oktató termékeket, szolgáltatásokat is kifejlesztene, például pénzügyi és befektetési ismereteket oktató digitális e-Könyveket és online videóalapú oktató tanfolyamokat, továbbá egy havidíjas szolgáltatást is nyújtana, melynek keretében a feliratkozók hozzáférnek exkluzív, edukatív tartalmakhoz, mindezeket pedig ellenérték fejében kínálná az olvasóknak.

A tartalmak egyetlen célja az edukáció lenne befektetési és pénzügyi ismeretek oktatása által, kizárólag online formában lennének elérhetőek a nyilvánosság számára, személyre szabott befektetési tanácsadást nem nyújtana. Objektív formában kerülnének publikálásra, szubjektív véleménynyilvánítás csakis akkor képezné az oktató tartalmak részét, ha az nem minősül engedélyköteles befektetési szolgáltatási tevékenységnek. Az oktató tartalmak túlnyomó részt eszközkategóriákról szólnának, konkrét pénzügyi eszközök csak példaként kerülnének említésre.

A Kérelmező tevékenységét korábbi állásfoglalásokhoz képest is igyekszik meghatározni, illetve a hasonló tárgyú állásfoglalásokban rögzített tevékenységek egyes elemeinek kizárását is említette, amelyeket nem tervez végezni, például napi videók, éles tőkepiaci kereskedések, vagy olyan tartalmak közzététele, amelyek a jelenben zajlanak és a jövőbe mutatnak.

#### II. A JOGKÉRDÉSEK

A Kérelmező első kérdésében általánosságban érdeklődik a tervezett konstrukció vonatkozásában a befektetési szolgáltatási tevékenység, kiegészítő szolgáltatás megvalósulásáról. A további kérdéseinek alapjául konkrét példákat említ. A felvetett kérdések részben fedik egymást, továbbá több esetben hivatkozik a Kérelmező korábbi MNB állásfoglalások egy-egy fordulatra, ezekre is tekintettel kéri a tervezett tevékenység részelemeinek értékelését. Mindezeket az alábbi kérdéskörök szerint csoportosíthatjuk, így az MNB az állásfoglalását az alábbi kérdések sorrendjében haladva alakította ki:

1. A fentebb részletezett oktatói tevékenységek bármelyike a befektetési vállalkozásokról és az árutózsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény (**Bszt.**) 5. § (1) bekezdése szerinti befektetési szolgáltatási tevékenységek valamelyikének, különösen a Bszt. 5. § (2) bekezdés f) pontja szerinti befektetési elemzés és pénzügyi elemzésnek minősül-e, illetve engedélyköteles tevékenységnek tekinthető-e?
2. Mi számít a Bszt. 6. §-a szerinti pénzügyi eszköznek? A törvény 6. §-ának a) pontja szerinti átruházható értékpapír alatt pontosan mi értendő? A végezni kívánt oktatási tevékenység esetén megvalósul-e a Bszt. 6. §-a szerinti pénzügyi eszköz fogalma?
3. A befektetési ismereteket oktató tartalmak készítésével kapcsolatosan megvalósulnak-e a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (**Tpt.**) 5. § (1) bekezdés 9. pontja szerinti befektetési ajánlás „befolyásolhatóság” és „tőkepiac hatásaitól való függés” részelemei?

4. Konkrét pénzügyi eszközökre vonatkozó példák említése és tények közlése tekintetében megvalósul-e a Tpt. 5. § (1) bekezdés 9. pontja szerinti befektetési ajánlás és a Bszt. 5. § (2) bekezdés f) pontjában foglalt befektetési elemzés fogalma, illetve ezekből kifolyólag ezek engedélyköteles tevékenységnek tekinthetőek-e?
5. Oktatási tartalmak keretében pénzügyi eszközre vonatkozó véleménynyilvánítás esetén a Tpt. 5. § (1) bekezdés 9. pontja szerinti befektetési ajánlás részelemeinek mindegyike megvalósul-e, és a Bszt. 5. § (2) bekezdés f) pontjában foglalt befektetési elemzés és pénzügyi elemzésnek minősül-e?

### III. AZ MNB ÁLLÁSPONTJA

A Kérelmező beadványában több, hasonló tárgyú állásfoglalásra is hivatkozik, amelyek egy-egy fordulatát kiragadva kéri azok értelmezését az általa végezni kívánt tevékenység tükrében. Ezért előjáróban az MNB felhívja a figyelmet arra, hogy az egyes állásfoglalások az adott esetben a kérelmezők által előadott tényállások alapján foglalják magukba az MNB jogértelmezését. Azokat célszerű lehet hasonló tevékenységek értelmezése során irányadónak tekinteni, azonban nem indokolt kiragadva, külön-külön vizsgálni egy-egy fordulatot, mivel az állásfoglalások alapjául szolgáló tényállások jellemzően eltérőek.

#### 3.1. Befektetési szolgáltatási tevékenység feltételei, befektetési tanácsadás, befektetési elemzés, befektetési ajánlás egyes részelemei (1. kérdés, 3. kérdés)

A Bszt. 5. § (1) bekezdése meghatározza, hogy befektetési szolgáltatási tevékenységnek csak olyan tevékenység tekinthető, amelyet rendszeres gazdasági tevékenység keretében, pénzügyi eszközre vonatkozóan végeznek. A 8. § (1) bekezdése rögzíti, hogy befektetési szolgáltatási tevékenység és kiegészítő szolgáltatás - az (1a)-(4) bekezdésben foglaltak figyelembevételével - a Felügyelet engedélyével végezhető, illetve nyújtható.

##### 3.1.1. Rendszeres gazdasági tevékenység

A Bszt. rendelkezései nem tartalmazzák ezen fogalom konkrét meghatározását, azonban a törvényhez fűzött Kommentár<sup>1</sup> megállapítja, hogy a rendszeres gazdasági tevékenység az üzletszerűen végzett tevékenység egyik részelemének tekinthető, ugyanis az üzletszerűség megállapításához szükségszerű, hogy a gazdasági tevékenységet rendszeres időközönként, illetve díjazás vagy más gazdasági előny érdekében végezzék. A Bszt. által meghatározott fogalomban azonban expressis verbis nem szerepel az a kitétel, hogy az adott tevékenységet ellenérték fejében végezzék, így nem zárható ki, hogy befektetési szolgáltatási tevékenység ingyenesen nyújtott szolgáltatással is megvalósítható. Ezt rögzítette a Felügyelet egy korábbi állásfoglalása is, amelynek értelmében: „[...] a Felügyelet álláspontja szerint önmagában azon lehetőség esetleges fennállása, hogy a Társaság az ügyféltől kifejezetten a befektetési elemzésben szereplő információk közléséért nem kér ellenszolgáltatást, még nem zárja ki azt, hogy a Társaság az elemzési szolgáltatást üzleti tevékenységének részeként - quasi üzletszerűen - nyújtsa”.<sup>2</sup>

Mindezekon túl fontos elem a rendszeresség követelményének meghatározása is, amely az ismétlődést feltételezi.

A jogszabályi követelményt vizsgálva a Kérelmező által előadottak alapján valószínűleg megvalósul a befektetési szolgáltatás fentiekben vizsgált részeleme, mivel a vázolt konstrukció szerint egyéni vállalkozóként részben ingyenesen, részben ellenérték fejében nyújtaná jövőbeli szolgáltatását.

<sup>1</sup> Dakó Gábor / Farkas Yvette / Forrai Mihály / Gellén Klára / Pettkó-Szandtner Judit / Seregdi László / Sudár Gábor: Nagykommentár a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvényhez

<sup>2</sup> [https://alk.mnb.hu/data/cms2298184/allasfogl\\_toke\\_110321\\_2.pdf](https://alk.mnb.hu/data/cms2298184/allasfogl_toke_110321_2.pdf)

### 3.1.2. Pénzügyi eszköz

Befektetési szolgáltatási tevékenység csak abban az esetben valósul meg, ha a tevékenységet pénzügyi eszközre vonatkozóan végzik. A kiegészítő szolgáltatások esetében expressis verbis nem törvényi feltétel, hogy a szolgáltatást pénzügyi eszközre vonatkozóan végezzék, azonban mivel a befektetési szolgáltatástól a kiegészítő szolgáltatás, mint fogalom nem választható el, annak tárgya is csak pénzügyi eszköz lehet. A Bszt. 4. § (2) bekezdése alapján pénzügyi eszköznek minősül többek között az átruházható értékpapír, a pénzügyi eszköz, illetve a kollektív befektetési forma által kibocsátott értékpapír.

A Bszt. 4. § (2) bekezdés 5. pontja alapján átruházható értékpapír a tőkepiacon forgalomképes értékpapír a fizetőeszköz kivételével.

A Kérelmező röviden felvázolt tényállásában utalást tesz arra, hogy tevékenysége értékpapírokra is kiterjedne. Megállapíthatjuk, hogy e tevékenységét pénzügyi eszközre végezné, így a befektetési szolgáltatási tevékenység ezen eleme is megvalósulhat.

### 3.1.3. Befektetési tanácsadás, befektetési elemzés

Az MNB álláspontja szerint a bemutatott tényállás alapján a befektetési szolgáltatások közül nemcsak a Kérelmező által megjelölt befektetési elemzés, mint kiegészítő szolgáltatás, hanem a befektetési tanácsadás, mint befektetési szolgáltatási tevékenység vizsgálata is releváns lehet.

A Bszt. 5. § (1) bekezdés e) pontja a befektetési szolgáltatási tevékenységek közé sorolja a befektetési tanácsadást, amely tevékenység a Bszt. 4. § (2) bekezdésének 9. pontjában meghatározott definíció szerint a pénzügyi eszközre vonatkozó ügylethez kapcsolódó, személyre szóló ajánlás nyújtása, ide nem értve a nyilvánosság számára közölt tény, adat, körülmény, tanulmány, riport, elemzés és hirdetés közzétételét, továbbá a befektetési vállalkozás által az ügyfél részére adott, e törvény szerinti előzetes és utólagos tájékoztatást.

A befektetési tanácsadás egyik lényeges eleme tehát, hogy azt pénzügyi eszközre végezzék, mely feltétel megvalósulhat a tervezett szolgáltatás körében.

A befektetési tanácsadásnak további fontos részeleme a személyre szabott ajánlás, melynek során az ügyfél személyes körülményeinek, háttérének, befektetési céljainak, ismereteinek, tapasztalatainak, kockázati profiljának és pénzügyi háttérének vizsgálatával és mérlegelésével történik az ajánlás. E tevékenység során személyes kapcsolatfelvétel történik az ügyféllel, akinek egy alkalmassági tesztet kell kitöltenie, mely felméri a befektetési területen való jártasságát, és e teszt válaszai alapján levont következtetésekre figyelemmel kell kialakítani a konkrét, személyre szabott ajánlást.

A Kérelmező által vázolt tényállás arra utal, hogy egyedileg nem szólítaná meg célközönsége tagjait, csupán általános jellegű edukációs tartalmat nyújtana, így az általa felvázoltak alapján feltehetőleg nem valósulna meg személyes ajánlás, ezáltal befektetési tanácsadási tevékenység sem.

A Bszt. 4. § (2) bekezdés 8. pontja szerint befektetési elemzés a pénzügyi eszközre vagy annak kibocsátójára vonatkozó, a Tpt. szerinti befektetési ajánlás, ide nem értve a befektetési tanácsadást. A Tpt. 5. § (1) bekezdés 9. pontjában foglaltak szerint befektetési ajánlás a pénzügyi eszközre, tőzsdei termékre vagy annak kibocsátójára vonatkozó olyan elemzés, javaslat vagy más információ, amelynek nyilvánosságra hozatala vagy mások számára oly módon történő hozzáférhetővé tétele, amely alapján az nyilvánosságra kerülhet, befolyásolhatja, hogy a befektető saját vagy más pénzét, egyéb vagyontárgyát részben vagy egészben a tőkepiac hatásaitól tegye függővé.

A befektetési elemzési tevékenység során a befektetési tanácsadással ellentétben az ügyfél pénzügyi háttérének megismerése és vizsgálata nélküli, ezektől független ajánlás történik, melynek során csak a piaci folyamatok, körülmények figyelembevételére kerül sor. Az elemzés tehát nem személyre szabott, hanem általában, azaz

objektíve dolgoz ki befektetési stratégiára vonatkozó javaslatot vagy ajánlást, illetve foglalkozik a pénzügyi eszközök piaci helyzetének várható alakulásával.<sup>3</sup>

A befektetési elemzés és befektetési ajánlás elhatárolásában lényeges elem, hogy befektetési elemzés, mint kiegészítő szolgáltatás, kizárólag pénzügyi eszközre vagy annak kibocsátójára végezhető, míg befektetési ajánlás tőzsdei termékre vagy annak kibocsátójára is vonatkozhat.

A befektetési elemzés során az ügyfelek objektív, független információkat kapnak a piaci folyamatokról, illetve ehhez kapcsolódó tényekről, továbbá ezen tényekből levont következtetések birtokába is jutnak, ezáltal legalább közvetve ajánlásra vagy javaslattételre is sor kerül e szolgáltatás nyújtása során.

A definícióból látható, hogy több feltételnek együttesen kell teljesülnie ahhoz, hogy befektetési elemzési tevékenység végzése megállapítható legyen, így különösen:

- befektetési stratégiára vonatkozó javaslat vagy ajánlás,
- befektető döntésének befolyásolása,
- tőkepiac hatásaitól való függés.<sup>4</sup>

A Kérelmező által külön is nevesített „befolyásolhatóság” feltételével kapcsolatban az MNB felhívja a figyelmet a kérdés vonatkozásában iránymutató, korábbi állásfoglalására, mely szerint „*az ajánlásban lévő objektív adattartalom a potenciális befektető tudatában olyan szubjektív mérlegelési folyamatot indít el, amelynek eredménye lehet egy általa meghozott befektetői döntés, tehát az ajánlás tartalma és a befektetői döntés, illetve az ajánlás tartalma és már maga a befektetői mérlegelés is ok-okozati viszonyban állnak egymással. Hangsúlyozandó, hogy nem szükséges a befektetői döntés meghozatala, e tényálláselemet már a befolyásolás lehetőségének bizonyítható fennállása esetén is megvalósulnak kell tekinteni.*”<sup>5</sup>

A Kommentár alapján a befolyásolási feltétel vonatkozásában elegendő, ha az adott információ, javaslat alkalmas arra, hogy a pénzügyi eszközzel kapcsolatos befektetési döntést befolyásolja, azaz sugallja a befektetési stratégiát. (Például valamely beruházásra vonatkozó megállapodás megkötése várhatóan emelkedést hozhat az adott cég részvényeinek árfolyamában.)<sup>6</sup> Így az olyan orientáló jellegű konkrét példák, befektetési javaslatok ismertetése, miszerint a mai gazdasági környezetben melyek a kedvező befektetések, már alkalmas információk lehetnek arra, hogy befolyásolják a befektetőt a döntésében.

A „tőkepiac hatásaitól való függés” fogalmi elem tekintetében kiemelendők az MNB korábbi állásfoglalásaiban is rögzítettek, miszerint „*a potenciális befektető az esetleges döntését az ajánlás tartalma alapján a tőkepiac aktuális trendjeire tekintettel hozza meg. Amennyiben a befektető a közétett beclés alapján hozza meg döntését arról, hogy a tőkepiacon kíván befektetni, s ezáltal befektetését a tőkepiac alakulásától teszi függővé, a tényálláselem megvalósul.*”<sup>7</sup>

A befektető pénzének, egyéb vagyontárgyának a tőkepiac hatásaitól történő függővé tétele tehát különösen akkor valósul meg, ha a befektető kifejezetten a tőkepiacon kíván eredményt, hozamot realizálni.

Mindezek alapján összességben megállapítható, hogy nem zárható ki, hogy a Kérelmező tevékenysége keretén belül megvalósulna a befektetési elemzés, tekintettel arra, hogy pénzügyi eszközre vonatkozó információ bemutatottak

---

<sup>3</sup> Dakó Gábor / Farkas Yvette / Forrai Mihály / Gellén Klára / Pettkó-Szandtner Judit / Seregdi László / Sudár Gábor: Nagykommentár a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvényhez

<sup>4</sup> Dakó Gábor / Farkas Yvette / Forrai Mihály / Gellén Klára / Pettkó-Szandtner Judit / Seregdi László / Sudár Gábor: Nagykommentár a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvényhez

<sup>5</sup> [https://alk.mnb.hu/data/cms2298184/allasfogl\\_toke\\_110321\\_2.pdf](https://alk.mnb.hu/data/cms2298184/allasfogl_toke_110321_2.pdf)

<sup>6</sup> Nagykommentár a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvényhez

<sup>7</sup> [https://alk.mnb.hu/data/cms2434496/tmpF135.tmp\(11695969\).pdf](https://alk.mnb.hu/data/cms2434496/tmpF135.tmp(11695969).pdf)

szerint tervezett közzététele már alkalmas lehet a befolyásolásra, vagyis arra, hogy bizonyos mértékű ráhatást jelentsen a tartalmat befogadó személy befektetési döntéshozatalára.

A Kérelmező fenti általánosabb jellegű kérdéseit konkrét példák útján is részletezte, mellyel összefüggésben az MNB álláspontját a 3.3. pontban fejti ki, illetve bizonyos részelemekkel kapcsolatban is érdeklődött arra vonatkozóan, hogy az adott elem megvalósulhat-e a végezni kívánt tevékenység tekintetében.

### 3.2. A végezni kívánt tevékenység tárgya: pénzügyi eszközök (2. kérdés)

A 3.1.2. pontban kifejtettek szerint a Kérelmező értékpapírra végezni kívánt tevékenységét, tehát pénzügyi eszközre vonatkozóan, amelynek tekintetében az értékpapírok bemutatása konkrétságának megítélését kéri. Így abban is kéri az MNB állásfoglalását, hogy miként minősíthető az a tervezett aktivitása, amelynek során általában említene részvény-típusokat, illetve változtatna-e a jövőbeni szolgáltatás megítélésén, amennyiben konkrétan beazonosítható részvénysorozatokat vizsgálna.

Ezzel összefüggésben az MNB felhívja a figyelmet arra, hogy abban az esetben, ha általánosságban mutatná be a tevékenység végzése során például a részvények törvényi kellékeit, vagy a részvények tőzsdei bevezetésének folyamatát, a szolgáltatás az oktatás keretein belül maradna, viszont ha a részvényekről már nem csak általánosságban közölne ismereteket, hanem például konkrét részvények jelenlegi árfolyamainak összevetése történne, illetve arra mutatná rá, hogy befektetési szempontból hogyan teljesített egy adott részvény a közelmúltban, úgy már megvalósulhat a tervezett szolgáltatás során a pénzügyi eszközre végzett tevékenység, mint fogalmi elem.

### 3.3. További tevékenységelemek értékelése (4. kérdés)

A Kérelmező beadványában több példát is részletezett, melyeket konkrétan megemlítené a publikálni tervezett anyagokban a tevékenysége során, és ezek jogi minősítését kérte.

A Kérelmező olyan tényeket is közölne pénzügyi eszközökre vonatkozóan, amelyek az allampapir.hu oldalon már nyilvánosságra kerültek, és az előadottak szerint célközönségét arról tájékoztatná, hogy ezen információk alapján a jelenlegi inflációs környezetben a Prémium Magyar Állampapír (**PMÁP**) hozama magasabb, mint a Magyar Állampapír Plusz (**MÁP+**) hozama, valamint azt a következtetést lehet levonni, hogy hozam szempontjából a PMÁP a legvonzóbb magyar állampapír, melynek jövőbeli hozama az infláció alakulásától is függ.

Amennyiben a Kérelmező pusztán megismételné a forrás megjelölésével a hivatkozott honlapon közzétett információt, az önmagában még feltehetően nem valósítaná meg a befektetési elemzés törvényi tényállását.

### 3.4. Pénzügyi eszközre vonatkozó véleménynyilvánítás (5. kérdés)

A Kérelmező által előadottak szerint konkrét személyes véleményt is fűzne oktató tartalmihoz, melynek keretén belül például arról is beszélne, hogy véleménye szerint a legtöbb kisbefektető számára egy jól diversifikált, passzív indexkövető alap – például egy S&P 500 ETF – jelenti a legalkalmasabb részvénybefektetési eszközt hosszú távú vagyonepítés céljára. Ennek okaiként a piacon elérhető legalacsonyabb költségeket, a széleskörű diversifikációt, illetve a passzív stratégiát jelöli meg, mely nem igényel beavatkozást a befektető részéről. Meglátása szerint ezen stratégia felülteljesítette a profi alapkezelők által elért hozamokat, viszont egyúttal azt is kiemelné, hogy ez pusztán az ő véleménye, amely nem feltétlenül jelenti azt, hogy minden olvasó számára alkalmas lenne az említett eszköz, továbbá az S&P 500 múltbeli teljesítménye nem jelent garanciát a jövőre nézve.

Amennyiben akár egy befektetői körhöz, befektetési célhoz rendeltlen a legalkalmasabb, legjobb, legtöbb hozamot hozó befektetés ismertetése történik a véleménynyilvánítás keretében, az nem zárná ki a befektetési elemzés megvalósulását, mert alkalmas lehet arra, hogy a potenciális befektetőt a jelen állásfoglalásban részletesen elemzettek szerint befolyásolja befektetési döntése meghozatalában. Ha általánosságban mutatná be a kockázatokat, továbbá a befektetési termékeket, azokat értékesítő különböző intézmény-típusokat, a tevékenység valószínűleg nem lépne túl az oktatás kereteit.

### 3.5. Összefoglalás

Az állásfoglalás iránti kérelemben előadott tényállás alapján összességében az a megállapítás tehető, hogy a befektetési elemzés fogalmi elemei a végezni kívánt tevékenység során bizonyos esetekben megvalósulhatnak, így amennyiben a Kérelmező az általa leírt szolgáltatások végzése közben átlépi az általános jellegű oktató tartalmak kereteit az állásfoglalásban részletezettek szerint, úgy az adott szolgáltatás kizárólag a hivatkozott tevékenység végzésére jogosító MNB engedély birtokában nyújtható. Az MNB felhívja a figyelmet arra, hogy a Kérelmezőnek ezen tevékenységét előzetesen és a végzése során folyamatosan értékelnie kell a fenti jogszabályi keretekre figyelemmel abból a szempontból, hogy a tervezett konstrukció révén ne valósítson meg engedély nélküli, vagyis jogosulatlan pénzügyi tevékenységet.

2023. április 12.