

Dr. Oszli Pálma Judit*:
Termékirányítás: GPS a befektetőkhoz

Az uniós MiFID II irányelv és az annak nyomán felépült szabályozás termékirányítási előírásai olyanok, mint egy befektetői GPS: segítenek abban, hogy a termékek valóban azokhoz jussanak el, akiknek szánták őket.

A pénzügyi eszközöket kialakító és forgalmazó befektetési vállalkozásokra, befektetési szolgáltatási tevékenységet végző hitelintézetekre és befektetési alapkezelőkre vonatkozó termékirányítási kötelezettség szabályai a MiFID II európai irányelv megalkotásával, illetve annak magyarországi átültetésével 2018 elején léptek életbe.

Az uniós szabályok alkalmazását segítő az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) kiadta a termékirányításra vonatkozó iránymutatását, amelyet az MNB [egy ajánlásával](#) ültetett át a hazai szabályozásba. A fenntarthatósági szempontokat figyelembe vevő új uniós szabályok megjelenése ezután az eredeti előírások módosítását tette szükségessé, így azok termékirányítási kötelezettségekbe történt beépülése, valamint a közös felügyeleti fellépés tapasztalatainak integrálása miatt az ESMA felülvizsgálta eredeti iránymutatásait. Így egy újabb ESMA iránymutatás és [MNB ajánlás](#) született.

A terméktől az eladásig

A szabályozás célja, hogy a befektetési termékek valóban a megfelelő ügyfelekhez jussanak el és megfeleljenek azok igényeinek, befektetési céljainak, ismereteinek és tapasztalatainak. Nem pusztán felesleges papírmunkáról van tehát szó. Ez egy komplex rendszer, amely a termékfejlesztéstől a forgalmazáson át a folyamatos felülvizsgálatig terjed. A termékirányítási szabályok mind a termék előállítójára (például az alapkezelőre), mind a terméket az ügyfél számára ténylegesen értékesítő forgalmazóra (például a bankra és befektetési vállalkozásra) is kiterjednek.

A célpiac azonosítása: „Kinek szánják a terméket?”

A termék előállítójának vagy forgalmazójának a célpiac azonosítása során mennyiségi kritériumok mellett minőségi szempontokat is figyelembe kell vennie. Az intézményeknek a pozitív célpiac azonosítására kell törekedniük, fontos azonban, hogy nem csak azt a célcsoportot kell meghatározni, akiknek megfelelő a termék, de azt is, akiknek az nem alkalmas. A negatív célpiac meghatározását jogszabály írja elő, amelynek során azonosítani kell azt az ügyfélcsoportot, amelynek igényei, jellemzői és céljai nem összeegyeztethetőek a termékkel. Utóbbi előírás alól csak a fenntarthatósági tényezőket figyelembe vevő termékek mentesülnek, de kizárólag a fenntarthatósággal kapcsolatos célkitűzések tekintetében. Esetükben tehát a pozitív fenntarthatósági célpiacon kívül eső ügyfelek részére is lehetséges a termékek forgalmazása.

A potenciális célpiaci meghatározást a jogszabály alapján a termék kialakítója, míg a tényleges célpiaci azonosítást a forgalmazó végzi el. A kialakító elméleti ismeretei és hasonló termékekre vonatkozó tapasztalatai alapján határozza meg a potenciális célpiacot, míg a forgalmazónak a tényleges célpiac azonosítását kell meghatároznia. Ezt saját vagy potenciális ügyfeleiről

rendelkezésre álló ismeretei, ügyfélbázis-elemzései, valamint a kialakítótól kapott információk alapján végzi.

A tényleges célpiac meghatározását az MNB ajánlás szerint a forgalmazó a forgalmazandó termékek körére vonatkozó döntéshozatali folyamat részeként már előzetesen elvégzi. Ennek keretében biztosítja, hogy a kínált termék és nyújtott szolgáltatás összhangban legyen a célpiac igényeivel, jellemzőivel és céljaival. A tényleges célpiac meghatározása során a forgalmazónak a kialakító által használt kategórialistát kell alapul vennie, ugyanakkor annál konkrétabban kell meghatároznia azt.

A termékek jellege és az általa nyújtott befektetési szolgáltatás típusa és az érintett ügyféltípusok mellett a forgalmazónak figyelembe kell vennie az ügyfelekről rendelkezésre álló információkat is. Elvárt például, hogy a kialakító által megjelölt „ismeretek és tapasztalatok” szerinti kategóriánál részletesebb osztályozást alkalmazzon, amely összhangban áll az alkalmasságra vagy a megfelelőségre vonatkozó saját előírásaival, illetve adott esetben tekintettel van a termék jellemzőire is.

„A MNB felügyelési gyakorlatában előfordult olyan eset, amikor az intézmény a célpiac azonosításához az ügyfélkategória, a termékismeret és tapasztalat, a pénzügyi helyzet, a veszteségviselő képesség, továbbá a kockázati mutató, illetve az ügyfél céljai, igényei kritériumokat figyelembe vette. E szempontokat azonban nem a megfelelően megképzett termékcsoporthoz rendelte. Ez nem teszi lehetővé a célpiac mélyreható elemzését, mivel nem veszi figyelembe a termékcsoporthoz belül a különböző termékek jellemzőit, összetettségét, azok esetlegesen eltérő célpiaci jellemzőit.”

Az intézmény dönthet a „klaszterezési megközelítés” mellett. Ez alapján bizonyos termékekre vonatkozóan egységes megközelítést alkalmaz a célpiac meghatározásához, amennyiben azok kellően összehasonlítható termékjellemzőkkel rendelkeznek. Ilyenkor azonban olyan részletességgel kell meghatározni a célpiacot, hogy csak a megfelelően összehasonlítható jellemzőkkel rendelkező termékeket csoportosítsa össze.

Minél összetettebbek tehát a klaszter alapjául szolgáló termékek, annál részletesebbnek kell lenni a csoportosításnak. Az intézménynek minden termék esetében dokumentálnia szükséges, hogy a termék egy adott klaszterhez tartozik-e, és így az ahhoz meghatározott célpiac hozzárendelhető-e a termékhez.

Termékjóváhagyás és felülvizsgálat: „Megérteni, nem csak értékesíteni”

A termék piacra kerülésének kötelező jóváhagyási folyamatát jogszabály írja elő, melynek során ellenőrizni kell annak összeegyeztethetőségét a célpiaccal, mérlegelni a kockázatok és költségek arányosságát, és kezelni kell a potenciális összeférhetetlenségeket. Ilyen lehet az ügyfélhátrányt okozó ellentétes irányú kitettségvállalás.

A pénzügyi termék teljes életciklusában szükséges a rendszeres felülvizsgálat elvégzése és az ennek eredményére vonatkozó információk elérhetővé tétele a forgalmazók számára. A felülvizsgálat során értékelni kell azt is, hogy az ajánlott termék vagy szolgáltatás mennyire felel meg az

azonosított célpiac igényeinek, jellemzőinek és céljainak, kitérve a forgalmazási stratégia megfelelőségére is. A forgalmazási stratégiában észlelt hiányosságok esetén az előállító megváltoztathatja a termék értékesítési csatornáit.

Az előállítónak a termék felülvizsgálata során azonosítania kell azokat az eseményeket is, amelyek befolyásolhatják a termék potenciális kockázatát vagy a hozamával kapcsolatos várakozásokat. Amennyiben az előállító azonosított ilyen eseményt, úgy a jogszabály alapján meg kell tennie a szükséges intézkedéseket. Ilyenek lehetnek például az ügyfél (vagy a forgalmazó) tájékoztatása a terméket érintő esemény következményeiről, valamint a termékjövőahagyási folyamat dokumentációjának módosítása, vagy adott esetben a termék további kibocsátásának leállítása, illetve a termékjövőahagyási folyamat megváltoztatása.

A kínált vagy ajánlott pénzügyi termékek kapcsán a forgalmazót is terheli felülvizsgálati kötelezettség. Meg kell határozni azokat az információkat, amelyek birtokában képes megítélni, hogy a termékeket az azonosított célpiac számára forgalmazza-e. A kötelezettség teljesítéséhez szükséges információkat a forgalmazó gyűjti be ügyfeleiről. Neki csak addig szükséges felülvizsgálnia a termékeket, amíg azokat kínálja, értékesíti vagy ajánlja. A felülvizsgálat eredményéről és az értékesítési tapasztalatokról értesítenie kell a termékkialakítót is, hiszen ezen információk hozzájárulnak az előállító által elvégzett felülvizsgálathoz. A MNB felügyelési gyakorlata során tapasztalt már olyan hiányosságot, hogy a forgalmazó ezt nem tette meg.

A jogszabály előírja a termékek kialakítójának vezető testülete részére a termékjövőahagyási folyamat ellenőrzését, valamint felülvizsgálatát. A forgalmazók számára ugyancsak kötelező felülvizsgálat során pedig a vezető testület ellenőrzi az adott célpiacnak kínált vagy ajánlott termékek és szolgáltatások körének meghatározását. Mind a kialakító, mind a forgalmazó esetében a vezető testület munkáját a részükre összeállított megfelelési jelentések segítik, amelyek a kialakító esetében a kialakított pénzügyi eszközökről és a forgalmazási stratégiáról szóló információkat, míg forgalmazó esetén a kínált vagy ajánlott termékekre és nyújtott szolgáltatásokra vonatkozó információkat tartalmaznak.

A befektetési szolgáltatóknak egy megfelelési vezetőt vagy safeguarding officert kell kinevezniük a termékjövőahagyási folyamatok kidolgozásának és felülvizsgálatának ellenőrzésére. Az MNB ajánlás alapján a rendszeres felülvizsgálatra legalább évente sort kell keríteni.

„A felügyeleti tapasztalatok alapján előfordul, hogy az intézmények belső szabályzataira vonatkozó felülvizsgálat rendszerességét meghatározó előírások hiánya jelent problémát, míg más esetben a belső szabályzatok megfelelő rendelkezései ellenére marad el a rendszeres felülvizsgálat. Hiányosságot okozhat az is, ha a kialakító megfelelési vezetője a megfelelési jelentésben nem tünteti fel legalább azokat a forgalmazási stratégiára vonatkozó információkat, melyek a termékjövőahagyási folyamatban is szerepelnek. Mindhárom típusú hiányosság esetén határozatban intézkedik az MNB.”

Az MNB ajánlás elvárja, hogy a felülvizsgálat során az előállító olyan mennyiségi és minőségi kritériumokat is alkalmazzon a termék jellemzőinek értékelésekor, mint a termék kockázatának,

költségeinek vagy a piaci feltételeknek a megváltozása, illetve a forgalmazási tapasztalatok vizsgálata.

Forgalmazói stratégia: „Megfelelő helyre kerüljön a termék”

A forgalmazóknak is biztosítani kell, hogy a terméket csak az azonosított célpiac számára értékesítsék. Ehhez olyan értékesítési csatornákat kell választaniuk, amelyek megfelelnek a különböző ügyfelek jellemzőinek. A forgalmazóknak ugyanakkor nemcsak a termék előállítójától kapott információkat, hanem saját elemzéseiket is figyelembe kell venniük, amelyekre támaszkodva dönthetnek úgy, hogy eltérnek a meghatározott célpiactól, azonban ezt minden esetben jelezniük kell az előállító számára is.

Összességében a MiFID II termékirányítási szabályai olyan védőhálót alkotnak, amely megakadályozza, hogy bárkinek bármit eladhassanak a tőkepiacon. Ugyanakkor e védőháló nem jelent teljes védelmet. Ezért fontos, hogy a befektetők befektetési döntésük előtt körültekintően tájékozódjanak és óvakodjanak a túl szép ajánlatoktól. Nézzenek utána mind a kiválasztott szolgáltatóknak, mind a terméknek. Ehhez megbízható forrás az MNB honlapján található [Intézménykereső](#) és [Figyelmeztetések](#) menüpont jelenthet.

**A szerző a Magyar Nemzeti Bank tőkepiaci jogérvényesítési jogásza*

„Szerkesztett formában megjelent 2025. október 20-án a Portfólió.hu oldalon.”