

凯赤凯什·安德拉什 (*Kecskés András*)

匈牙利资本市场监管，特别强调新投资形式的出现



该研究简要回顾了匈牙利资本市场监管的一些主要部分。介绍了股票市场的规则和影响的过程。此外，新的投资类型是以更有趣的形式来描述的，例如被认为是已知的对冲基金，以及受监管的房地产投资公司，这些公司是匈牙利法律中相对较新的要素。研究的主要发现是，匈牙利法律中资本市场法的发展符合国际趋势。

《经济文献杂志》(JEL) 编码: K20, K29, K22

关键词: 资本市场、匈牙利、另类投资基金、受监管的房地产投资公司

序言

本研究的目的是简要概述匈牙利资本市场法的监管框架，并提供一些关于证券交易所和资本市场的基本信息。在这种情况下，我们也不能忘记收购公司的法律监管环境，这在匈牙利法律中是比较新的课题。如果不采用根据国际商业实践公布的新的投资形式及其监管，就不可能完成这项工作。研究报告的第二部分审议了匈牙利对替代投资基金的监管问题，以及对对冲基金作为最广泛的另类投资形式之一。此外，我们还提出了受监管的房地产投资公司，它已经出现在匈牙利法律中，并作为我们商业活动的规范。匈牙利资本市场法的制定受到国际经济发展和欧盟监管环境的影响（Lentner, 2017; Lentner、Zéman, 2017），因此这项研究也提供了一个国际范例的前景。

凯赤凯什·安德拉什博士（Dr. habil. Kecskés András PhD），佩奇大学法学系系主任（kecskes.andras@ajk.pte.hu）

资本市场的立法

匈牙利资本市场规则的一个重要部分是由2001年第120号法规决定的。该法的规定为(资本市场法)。然而，其他立法也包括与资本市场运作有关的规则,例如2013年《民法》第五号中关于法人的相关规定，尤其是在第3卷中可以找到适用于公共控股有限责任公司的规则,如关于合同法的第6卷中所述，以及证券的背景规则。

股票市场与证券交易所的活动

证券交易所是一个集中和有组织的市场,证券以受管制形式进行交易。《资本市场法》根据第二章的定义,“证券交易所是指交易股票产品供求的公共汇率,重点是交易所交易货物的供应,以便分享有效的资本流动”。根据《资本市场法》的定义,股票市场活动是“证券交易所产品有组织、标准化交易的商业行为”。根据匈牙利立法,股市活动只能由A证券交易所进行。2003年,《民法》中关于证券交易所和证券交易所法人分支机构的规定于2003年第54号法规确立。对外国企业匈牙利分支,该法的规定适用于资本市场法规定的相互区别。证券交易所的成立必须得到国家金融机构监管局(以下简称“监管机构”)的许可,并以非物质股份或外汇分支机构持股的形式成立。对商品贸易而言,货币和远期利率至少为1.5亿,其他股票交易所产品可至少交易5亿福林以利用货币(注册资本)可以成立。在法律规定的范围内,在股票市场上确定了关于经销商和发行人的业务和信息交流的规则(Kecskés, 2016b)。

股票交易规则

证券交易所交易者可以是1、至少拥有一个监督或其他官方许可证进行在该市场上交易和上市产品的交易人;2、复合证券交易所规定的条件;3、与证券交易所订立合同,承诺遵守市场规定中的条件;4、与中央合同方订立结算合约、或与有清算业务的单位订立合约,可透过该合约结算,以结算证券交易所的交易。行使交易权的内容和条件在交易所规则中已规定。交易所所有权应证券商的要求,向其收集与交易活动有关或影响其交易活动的信息。有关终止股票交易权包括:(终止上市交易者、死亡、终止股票交易合同等)的规则受资本市场法第316号的规定管辖 (Kecskés, 2016b)。

证券交易所交易的类型

证券交易所交易是指股票市场交易者在证券交易所,以上市规定允许的范围和方式在股票市场上订立的合同。证券交易所交易可以是即时的期货和期权交易,也可以是它们的组合。

— 即时交易: 如果在交易所交易中需要转移交易目标的义务时, 没有具体说明交付的方法和时间, 则应按照列名条例规定的方式和时间确定赔偿责任。例如, 立即购买或出售股票、债券。

— 期货: 缔约各方可以约定在上市规则的以后日期履行证券交易所交易规定的义务。衍生交易是期货合约的典型例子。

— 期权: 基本上, 我们界定两种不同类型的期权交易, 如果债务人给予以证券交易所产品购买人的权利, 持有人有权购买并以单方面声明的形式(购买期权)。承诺购买与出售证券交易所产品的人, 可以通过持有人的单方面声明出售(出售期权)。然而, 与美国不同的是, 匈牙利的期权市场无法保持与其可比的流动性和资本化水平(Kecskés, 2016b)。

透明资本市场的基本要求是在广泛的范围内减少内幕交易和市场操纵问题。

资本市场法和欧盟法律中的内幕交易和市场操纵监管

《资本市场法》关于内幕交易和市场操纵的规定从2016年7月1日起实行, 其直接提及关于市场上滥用的第596/号欧盟条例规则。条例第14条禁止内幕交易和试图向他人提供内幕交易或从事内幕交易, 从而禁止非法披露内幕信息。此条例的第8条内幕交易的概念定义如下:

— 内幕交易是指拥有内部信息的人利用这些信息, 直接或间接地获得与信息有关的金融工具, 以此为自己或为第三方谋福利或处置。

— 当该人被委托提供内幕信息时, 通过撤销或修改与信息有关的金融工具订单来使用内幕信息, 也被视为内幕交易。

— 根据欧盟2010年第1031号条例, 在某人对自己有利或者对第三方有利的情况下, 拍卖排放配额或其他拍卖产品的, 一起修改和撤消要约的, 都应视为使用内部信息。

欧盟2014年第596号条例也将一个实体归类为中间行业, 其中一个人建议他人从事内幕交易或诱使他人参与内幕交易。这方面的一个重要条件是, 提供咨询或参与的人拥有内部信息, 1、建议对方根据这些信息获取或处置金融工具, 与该等资料有关或诱使他人取得或处置该等资料; 或2、根据此资料, 建议另一人撤回或修改与该等资料有关的金融工具的命令, 或诱使另一人撤回或修订该等工具。如果提供建议和使用的人一起转让信息的人都知道, 他们所得到的信息是内部信息, 转让此信息的行为也是构成内部交易。

该条例第15条禁止操纵市场, 同时也禁止试图操作。与《资本市场法》以前关于操纵市场的规则相比, 该条例第12条提供了更多细节。根据第1款构成市场操纵是:

— 完成交易、下订单进行交易或任何其他行为, 1、以金融工具、相关现货商品合同或排放津贴发放或可能发出虚假或误导信号的拍卖产品的供应、需求或价格。2、根据排放限额记录, 或者可能在不正常或者人为水平上记录一种或多种金融工具、相关现货商品合同或者拍卖产品的价格。除此之外, 缔结交易、下令进行交易

或任何其他行为的人证明这种交易、命令或行为的理由是合法的，并符合此条例第13条的规定。并采用符合市场的惯例；

— 传播信息，包括互联网或任何其他金融工具、相关现货商品合同、根据排放限额提供拍卖产品、需求或者就其价格而言，提供或可能发出虚假或误导性信号，或在异常或人为层面上记录一种或多种金融工具、相关现货商品合同或排放限额拍卖产品的价格，包括谣言的传播，如果经销商知道或应该知道信息是虚假的或误导的；

— 在基准上传递虚假或误导性信息和数据，如果传播该信息或披露信息的人知道或应该知道该信息或数据，则传播虚假或误导性信息，以及任何旨在操纵参考值计算的行为。

为了便利法律的适用性，《条例》列出了构成市场操纵的做法，如人员串通，目的是确保在金融工具中的支配地位，与之有关的需求方面，根据排放限额提供即时商品合同或拍卖产品，但可包括利用大众媒体的信息操纵市场利率。该规则附件一中还包括使用其他形式的欺骗及虚假陈述的指示，以及虚假或误导的迹象及操纵汇率价格的迹象。

在公共控股有限公司的收购

资本市场参与者在资本集中的情况下的崛起，不仅可能引起投资者的保护，也可能引起国家战略问题的导向，因此，应大力强调资本自由流动的一致性和投资者的长远利益的调节。

关于自愿投标的规定

根据《资本市场法》，如果购买要约不是强制性的，也可以通过收购要约进行收购。换句话说，实现自愿竞购是可行的。关于通过强制购买要约获得影响力的规则，但有所减损，即目标公司董事会没有义务对收购要约发表评论，或获得财务对于公共控股有限公司的所有投票权的股份，顾问和购买要约并不是强制性的。另外，在自愿投标的情况下，不能提出还盘。招标人，根据招标人资格持有的承诺，以及任何与招标人协同行动的人¹，或者代表其中一方的第三方，应当作出新的自愿招标，争取结束自愿投标自通知之日起到六个月内。如果接受声明中提供的股份数量超过购买要约中规定的比率，则股份的转让只能与股份的名义价值成比例（Kecskés、Halász，2013）。

强制收购投标

根据《资本市场法》获得对目标公司² 25%的影响力的义务（如果没有人对获得影响力的股东10%的表决权有影响力），或为了获得33%以上的影响力，应进行此前经监事机构批准的收购招标。

1996年第111号, 关于证券、投资服务和证券交易所市场的法规, 在这方面规定了33%的限制, 在这方面, 资本市场法没有带来实质性的变化 (Sándor, 2002:139)。在确定影响的程度时, 直接和间接影响的程度、协同行动的人的程度以及近亲属的影响程度应当一致。在确定影响程度时, 第三方以自己的名义行使表决权, 但应有利于股东, 应当以股东的表决权份额为基础, 作为合同的附带责任, 股东的表决权应作为担保持有人的表决权加以考虑。投标义务不应适用于在股东普通大会上无权投票的证券的购置, 因此也不应适用于第2004/25EK号指令序言部分第11条。第2款(1)(e)条, 适用于匈牙利资本市场条例。购买要约应向公共控股有限公司的所有股份和所有拥有表决权的股东提出 (Kecskés, Halász, 2013)。

根据《资本市场法》, 如果不是由于上述门槛限制的直接影响, 或购买、执行回购权利或转发权利在履行购买协议或由公共资产管理组织合作、受法律管辖, 或以协调方式行事的情况下, 购买要约应在公布后十五天内完成。在这些情况下, 匈牙利立法也与欧盟指令保持一致, 因此, 应尽早招标 (Kecskés, Halász, 2013)。

匈牙利和欧洲立法之间的一个重要差异是, 指指令第5条第1款规定强制购买要约须针对先前取得的允许管理公司的证券而作出, 根据资本市场法, 须事先作出投标。换言之, 根据欧盟立法, 投标义务是影响力的结果, 而根据匈牙利的立法, 这一义务是作为购置的先决条件而产生的 (Gadó, 2000:16)。在这方面, 匈牙利立法为少数股东提供了更有效的保护, 但并没有对投标者施加比共同体立法更不利的条件。与之前收购要约的情况类似, 因为该指令只是规定应尽早提出要约, 而《资本市场法》规定了15天的最后期限 (Kecskés, Halász, 2013)。

在协调人的影响下, 每一缔约方有义务共同投标, 除非当事各方就购买人达成协议。被要求提出购买要约的人的协议并不免除双方对购买要约的责任。投资服务提供者必须受托通过收购要约进行收购。招标人有义务购买所提供的所有股份, 除非根据承兑声明, 招标人在目标公司没有获得超过百分之五十的影响的情况下, 其中也包括其对要约的取消权力。在行使接受投标的权利时, 禁止违反股东之间平等待遇的规定 (Kecskés, Halász, 2013)。

接受购买要约的截止日期

法律为目标公司的股东提供了必要的时间, 使其能够作出适当的深思熟虑的决定。《资本市场法》规定, 接受购买要约的时限至少为30天, 最长为六十五天。最后期限是欧盟立法规定的最后期限的两倍, 而最多65天将确保在合理的时间范围内作出接受或拒绝报价的决定。接受声明的开始日期不得早于公布之日起的第二天, 也不得迟于公布后的第五天。行政当局可将购买要约中规定的时限延长至接受申请人向提出要求的投标者提出的合理要求, 但最多可延长15天。申请人最迟应在原定截止日期到期前公布其延期日期 (Kecskés, Halász, 2011)。

在接受声明的开始日期之后，作为投标的所有股东均可声明其股份或接受声明中规定的部分作为报价的条款根据。接受声明可以亲自或通过代理人作出。代表或中间人（如邮局）接受声明的责任应由接受声明的持有人承担。也不能撤回接受声明。招标人或者委托的投资服务提供者应当在接受要约截止日期的最后一天起，在2日个历日内将招标结果通知监事机构，或者同时有义务按照公布收购要约的规则予以公布（Kecskés、Halász，2013）。

投标价格的定义

与第2004/25/EK号指令的有关规定相比，《资本市场法》对最低投标价格的定义更为复杂。该法是对市场准入和不持有股份价值的详细定义，则欧盟指令不适用。在确定获准上市或未在市场上交易的股票的价值时，《资本市场法》适用于欧盟法律的“公平价格”的原则，其中包括一些替代定价选项，应按欧盟指令的“公平价格”要求。在确定考虑因素时，购买要约。招标人和要约人在提交收购要约前一百八十天内，应向目标公司提交检验材料前一百八十天的平均价格³，考虑股份以换取股份的转让合同的最高价，即从第一个交易日到向监事机构提交购买要约之间的时间不能少于一百八十天，但可以超过九十天，同时也要考虑到最高价格。

如果有的话，在向主管提机构交购买报价之前，市场上加权的营业额的平均价格也应在360天之内考虑到⁴。根据该法，招标人可就投标修改，直至接受期限的截止日期，但修改后的考虑金额必须超过投标书中规定的金额，而修正案则由招标人公布。审议的修正还应包括在修正案公布之前作出的接受声明（Kecskés、Halász，2011）。

中立规则

中立规则（2004/25/EK指令第9（2）条规定，自目标公司了解要约之日起，目标公司的行政或管理机构有义务组织股东大会，并获得同意，除了为寻求其他投标而采取的任何措施外，任何措施的事先授权，可能会导致投标过程的中断（Kecskés、Halász，2013）。

匈牙利资本市场条例也在《资本市场法》第73/A.（1）条中确认了此项法规。这意味着，如果目标公司的章程有此要求，目标公司的董事会、管理者或监督委员会应当了解，和收到收购要约或投标意向的日期。在接受收购要约的期限内，不得作出扰乱收购程序的决定（不决定增加股本、收购公司自有股份）等。目标公司董事会按照民法关于法人方面的规定召开的大会，作出决定之后，必须按照此决定执行。

这并不妨碍目标公司的决策机构进行可能导致反要约的活动。根据法律，任何人都有权接受新的报价（还盘），应在直至接受发出声明的截止日期前第15

天。还盘应遵守与收购要约有关的规定进行。如果对股东的利益比投标或以前的还盘更有利, 则通过监督的批准才可以公布。如果该报价包含至少高出5%的福林考虑, 则被认为是有利的。如果提出了新的还盘, 如果该还盘在福林中至少比以前的还盘高于5%, 则该还盘被认为更为有利。中立规则并不排除目标公司在第75号《资本市场法》中的规定。为了鼓励还盘, 或者在收到投标书之日前就应执行大会通过的判决作出的决定, 条件是目标公司是以一贯的业务活动来执行。在这一过程中, 目标公司的董事会必须根据目标公司的长期业务和战略目标采取行动 (Kecskés、Halász, 2013)。

突破的规则

突破的规则在以资本市场法第76/A.⁵和76/B.⁶的规则中可找到。根据该法, 目标公司的章程可规定有利于投标者职位的某些条件 (Kecskés、Halász, 2013)。该条款的实质是, 如果股东获得特定的所有权份额 (75% 的高股东股份), 它将自动获得其管理权利, 而不论公司内部现行的内部规则如何 (Kecskés, 2010)。为此, 招标人有权在短期内召开股东大会。招标人可以修改目标公司的章程, 并在决定的情况下, 指定新的管理层, 使招标人能够形成目标公司未来或当前的业务政策。为了弥补突破的使用, 目标公司的股东有权享有出售权, 自公布由谁得到75%以上的股份起, 其他股东90天内可以执行收购。收购价格按照“公平价格”原则确定。法律规定, 行使出售权的股东提供的股份的收购价格, 应当与收购要约中规定的价格相等, 或者召开股东大会时, 在过去的期限内, 以更高的购买价格收购股权这个较高的价值就等于收购价格。此外, 匈牙利立法规定了对其股东大会决定是否有可能被破坏投票权的公司的进一步保护机制。它还要求, 如果有表决权的优先权股东无法获得有关股份, 或无法意识到可能存在对该股份行使表决权的限制, 则应由被限制引起的, 给予招标人或者实施违纪的人或者其他组织予以赔偿。目标公司的章程应规定最低补偿规定, 不得超过与表决权密切相关的目标公司普通股的价值。因此, 匈牙利立法显然保留了决定公司 (更具体地说是股东大会) 手中的赔偿水平的权利 (Kecskés、Halász, 2013)。

买卖权的行使

通过行使购买权, 投标者将有机会收购不受收购影响的股份, 而收购股份不是股东的财产, 从而避免对少数股东构成的风险。行使购买权是收购目标公司100%股份和“买断”少数股东股份的有力工具。相反, 少数股东有权对影响力提交人进行出售 (Kecskés、Halász, 2011)。

匈牙利立法机构规定了行使购买权的三个条件: 第一, 投标者必须向监督机构声明, 他决定利用购买权。第二, 招标人应当在收购要约成功或者自愿投标结束后三个月内, 对目标公司产生90%以上的影响。第三, 投标者必须证明他有足

够的抵押品来获得有购买权约束的股份。在这方面，该指令只对投标书规定了证据要求。如果符合《资本市场法》规定的三个条件，投标者可在投标或自愿投标结束后三个月内，就目标公司未拥有的股份行使购买权。

招标人随后应当向监督机构公布其行使购买权的意向。通知应包括转让股份的地点、时间和方法、付款时间和方式。招标人应当在行使购买权的同时，将款项存入目标公司股东在欧盟设立的信贷机构开立的账户中。

对因行使购买权而获得的股份的金额，由于买入投标或自愿购买要约中规定的收购价格较高，则按每股股权价值较高的来计算⁷。该条款还规定了与欧盟指令有关的额外保障措施。

匈牙利新的投资形式

金融创新使立法者面临重大挑战。新的金融产品和法律机构可能历史较短，但也可能存在重大的风险。因此，有必要在立法中既考虑创新的支持，也考虑到投资者保护的方面。

匈牙利法律的另类投资形式

早在2010年，欧盟立法者就已经意识到，对投资基金多元化的监管是一项不可能完成的任务，只能通过执行投资基金管理规则来监管。为此，设立了另类投资基金经理，并根据2003/41/EK和2009/65/EK条例，以及第1060/2009和第1095/2010号欧盟条例修订的第2011/61/欧盟指令(关于另类投资基金经理的指令，AIFM)，同时也提供了一个豁免规则机会。另类投资基金⁸可免受管理资产低于1亿欧元的更严格规则的约束。基金虽然管理着5亿的资产，但不被杠杆化，也不会开出不提供5年以下赎回所选择的投资券持有者，和被他们发行的投资基金股份。根据2011年AIFM指令，有两种可能的操作模式。一是基金管理人是关于协调与可转让证券集体投资承诺有关的法律、条例和行政规定的2009/65/EK/指令的一个传统实体投资基金。另一种选择是按照AIFM指令定义的规则操作。

2009年3月，AIFM指令制定了另类投资基金管理行业的保证目标⁹。首先也是最重要的宏观审慎风险的管理。宏观审慎风险表明，另类投资基金行业存在的系统性风险，在这种风险中，有利于宏观风险发展的数据收集工作得到了协调。此外，数据的处理是按照立法者的意图，应在保证当局之间的跨界合作框架内进行¹⁰。另一方面，微观审慎风险的管理至关重要，这意味着在个别服务提供者和服务一级可能出现的风险。由于对替代投资基金的风险管理做法和程序的监督期望不足，欧洲联盟对其进行管理是必要的。然而，风险管理做法的弱点投资者、承包商和整个市场构成威胁。更一致的监管可以降低投资者和承包商之间的风险，跨界监管的减少可利用监管机构之间差异的可能性（监管套利）¹¹（Bujtár、Kecskés，2015）。

2008至2009年的金融危机支持了为保护投资者而进行干预的必要性。尽管另类投资基金客户通常是专业投资者,但即使是他们也被要求提供可靠和完整的信息服务。国家条例在欧盟立法之前采用了不同的方式和公司治理办法,因此无法为替代投资基金的可预测运作提供一致的法律依据。在管理替代投资基金方面将市场监管标准化,不仅可以提高金融稳定,而且可以提高市场的效率和完整性,无论市场在哪里运作。

对冲基金的立法条例

匈牙利于2014年第16号(关于集体投资形式及其管理人员)法规中,并在会员国一级执行了这些指令规定,和78/2014。(3月14日)政府规定的(关于集体投资企业的投资和借款规则)。匈牙利立法接管了该指令的框架条件,并将主要经销商和使用超级基金一词等作为基本概念¹²,而不认为是投资的基金,以及作为投资主题的另类基金是由目标基金的名称而定义的(Bujtár、Kecskés, 2015)。

类似于AIFM指令,2014年,第16号法规。管理资产低于1亿或资产处理为5亿欧元的但不利用和发行,也不利用杠杆化,和不放行投资票据的另类投资基金,给持有单位的人发行的期限不超过5年。然而,匈牙利立法不同于欧盟的监管框架,将这些资金置于法律的范围之内,只允许在四个方面对具有这些参数的基金进行例外监管:如薪酬、管理、流动性管理和赎回政策以及这两个系统之间的一致性问题。匈牙利立法还接管了欧盟制定的推迟薪酬制度标准。至少40%的基于绩效的薪酬只能延迟3-5年支付。

但匈牙利的立法似乎仍在扩大对冲基金运作的可能性。78/2014号(3月14日)政府规定第23条(2)允许与法律规定的严格限制有重大偏差。在这种情况下,公共投资基金的名称称为“衍生投资基金”,至少应属于以下两个条件之一:投资者投资的最低初始投资为1000万福林,只能在专业投资者中销售。如果满足上述条件,衍生合约中投资的总体风险敞口水平可在基金的管理政策中单独界定。这将创建一个替代基金,实现对冲基金的两个关键特征:投资者拥有高水平的财富,或是专业投资者,并具有高度的杠杆率。基金经理和同一基金投资者的资本投资和联合管理只能由一个单独的法律实体实现(Bujtár、Kecskés, 2015)。

受监管的房地产投资公司

房地产基金是一个有趣的房地产信托类型的不动产基金,一个固定的投资组合基金(Real Estate Investment Trust)。这种形式在匈牙利被称为房地产投资公司。今天的形式是长期发展进程的结果(Sharpe等, 1994)。在美国,该立法已经创造了一个机会,从1960年代到1960年的《房地产投资信托法》,使散户投资者和大型机构投资者一样,能够从房地产市场的增长中受益。它成为了普遍性,进而在1980年代

的后半期开始，在上世纪80年代的抵押问题和二个有利的税物变动以后。在上世纪70和80年代，养老金和寿险公司不断增加在房地产市场的存在。封闭端的普通房地产基金获得空间也就不足为奇了。在他们的案例中，联合房地产分析是针对特定的成熟度而创建的。投资者可能被允许以认购率来购买投资股。与最初的房地产和流动资产投资组合总额价值相比，这一利率是溢价率，但与证券基金的收费（几个百分点）相对应。在这样一个基金的生命周期内，不可能吸引新的投资者，在到期结束之前，也不可能出售任何投资。对于由此产生的流动性问题，投资者有几种可能的反应。一是将投资股重新归类为长期投资资产。另一个是，该股份在二级市场中出售给类似的投资者或物业管理公司。然而，前一种情况可能在不确定的时期内得到投资资本，而在后一种情况下，这种二级市场尚未出现（Kecskés, 2016a）。

受监管的房地产投资公司报告了流动性和资产估值问题的实际解决方案。在美国，1976年的税制改革允许创建受监管的房地产公司（U.S. Government, 1976:77）。为了免除公司缴纳公司税的义务，满足了其以下条件：公司至少将95%的收入支付给所有者，其资产和收入的至少75%是以财产为基础的股份，或以它来自对房地产的直接投资，至少有百名股东，拥有高达30%的多元化房地产投资组合，其中可能在4年内出售。后者意味着，这种形式的投资不能成为短期房地产投机的工具（Sharpe等，1994）。

在上述情况下，以财产为基础的股权概念已经存在，而股权是受监管的房地产投资公司的一个基本特征。这样的基金类似于封闭式投资基金，但投资于不动产而不是金融资产，以不同的法律形式运作。因此，与其组建和资本（股票发行）有关的公共有限责任公司和证券化程序构成了投资基金相连接的替代方案（Lentner, 2015）。证券化是通过让房地产经理人通常购买35-40种房产，并通过发行自由转让股份收集融资所需的资源来完成的（Sharpe等，1994）。因此，公司成为财产的所有者和租金的持有人。此外，股票的汇率也紧跟着房地产的价格。这将为投资者解决这两个问题，因为受监管的房地产投资公司的股票可以被允许在受监管的市场上进行交易。因此，流动性和销售都是根据公开的信息提供的。由此公众减少了评价的偏见性，因为市场可以在估值过高和低估的情况下做出反应。因此，精确评估成为基金管理者的基本利益。此外，通过虚假估值操纵汇率引起了市场干预问题（Kecskés, 2016a）。

投资房地产基金的好处对于投资证券基金，是房地产基金自己经营房地产。可以使其在建立，出租和出售房地产的基础上，以专业的决策进行。就证券基金而言，投资组合公司的运作一般不参与基金的管理，最多不涉及专门激进的对冲基金。受监管的房地产投资公司和在财产投资之间的重要性增加，在美国的这类投资的总数量为456个，到2014年的总市值为1.7万亿美元（Cohen & Steers, 2014）。

2011年，第102号关于受监管房地产投资公司法，于7月27日生效。时机几乎是完美的，因为在2008-2009年次贷危机之后，楼市恐慌有所下降，但市场增长尚未开始。现在是准备和寻找新机会的时候了。因此，市场参与者预计，至少有3-5家公司应在法律生效的2-3年后进入市场。

然而在匈牙利, 则失败了。造成这种情况的原因是资本要求太高, 限制了所有权。这些问题绝大多数是在2016年和税法一起通过的法律修改(2016, 第66号法规有关关税, 以及匈牙利国家税务和海关局之前的法律修正)。除了一项之外。这一例外是最低资本要求问题。100亿福林的资本要求在匈牙利法律体系中是独一无二的, 因为以商业行为为基础的最低资本要求远远低于这一数额¹³。类似于金融机构的资本要求、适当确定受益所有人的范围和不知名的所有人, 为外行和小投资者提供了充分的保障。然而, 受监管的房地产公司的竞争对手不是金融机构, 而是房地产投资基金。多瑙房地产公共控股有限公司(Duna House Holding Nyrt)就说明了这一点。另外, 在2016年2月受监管的房地产投资公司基本可以以十倍的资本要求来启动(Kecskés, 2016a)。

资本雄厚的金融机构和保险公司按照: 2011年102号法律规定对10%的限制也减少了, 并对投资者对金融投资的信任和资本化也降低了。在匈牙利, 以前过于严格的监管是在2016年。立法(2016年第六十六法律)。保留了10%的门槛, 但只限于限制表决权。同时, 取消了对金融机构和保险公司所有权的限制。

从税收的角度来看, 不动产转让的2%的负担大大降低了公司的吸引力, 尽管与一般人(4%)相比已包含了特定于产品的折扣。2016年的法律(2016年第六十六法律)没有提到2%的费用, 由此值得考虑最终或以过渡福利的形式废除该法案, 例如, 过渡期为五年, 以确保这种投资形式(Kecskés, 2016a)。

总结

得出的结论是, 匈牙利资本市场法试图追溯国际经济环境中发生的变化。《资本市场法》中的规定和关于另类投资基金的规定符合欧盟现行的监管制度, 这表明国内资本市场的统一是成功的。然而, 匈牙利立法机构的重点不仅是欧盟, 因为受监管的房地产投资公司的成立一直受到美国监管模式的制约。

备注

- ¹ 以协调方式行事的人: 在获得目标公司影响力、收购目标公司管理或投标失败的情况下, 在以达成目标协议的基础上合作的自然人、法人或其他组织。
- ² 目标公司: 在匈牙利成立或获准在匈牙利受监管市场交易的上市公司, 其股份须遵守收购投标程序。
- ³ 在类似情况下, 如果在有关时限内进行的交易少于36笔, 则不应予以考虑营业额加权平均价格。
- ⁴ 如果目标公司的股份已被几个受监管的市场接纳, 则应考虑到每个受监管市场单独计算的平均价格的最高价, 在转换为福林时, 交易日期适用的官方汇率为匈牙利国家银行公布的汇率。
- ⁵ 根据2001年第120号法规第76/A(1)和(2)条的规定, 招标人在购买招标程序中取得至少75%有表决权股份的, 目标公司的股东可以规定召开大会, 启动章程的修改, 并罢免或任命

- 管理团队、董事会和监事会成员。2. 在第1款项所述的大会上，（a）不应行使第76/A（1）和（2）款规定的限制以及任命和罢免管理团、董事会和监督委员会成员的特殊权利；（b）拥有多重表决权的股份，如果多重表决权不补偿任何其他权利的撤销，则为一个表决权。
- ⁶ 根据2001年第120号法规第76/A（1）和（2）条的规定，目标公司的章程可以规定，招标人不得用于接受投标（A）目标公司章程所载的股份转让规则限制（b）在对章程作出修订后，对目标公司与其股东之间或目标公司股东之间的协议所载股份转让的限制。（二）目标公司的章程可以规定，目标公司股东大会，根据第73/A条的规定决定保护措施，（a）不适用于其章程所载的表决权限制不是对股东利益的补偿；（b）在对章程作出这种修改后，目标公司与其股东之间或目标公司股东之间的协议所载对表决权的限制，如果不适用，则不适用于股东；（c）多表决权，如果多重表决权不补偿任何其他权利的撤销，则为一个表决权。根据2001年第120号法规第76/A（1）和（2）据条的规定，招标人在购买招标程序中取得至少75%有表决权股份的，目标公司的股东可以规定召开大会，启动章程的修改，并罢免或任命董事会、管理团队，和监事会成员。2. 在第1款（a）项所述的大会上，不应行使第76/A（1）和（2）款规定的限制以及任命和罢免董事会、管理团队和监督委员会成员的特殊权利；（b）拥有多重表决权的股份，如果多重表决权不补偿任何其他权利的撤销，则为一个表决权。
- ⁷ 作为股本，如公司有义务根据会计法例编制合并帐目，则应考虑到上一份经审计师核证的周年帐目所显示的价值。及合并资本。
- ⁸ 另类投资基金：传统投资基金以外的资本募集实体，不属于监管范围，与其他投资基金不同，这些实体不强调多样化的投资组合，和大量的执行杠杆和衍生交易。
- ⁹ http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/20121219-directive/ia_en.pdf.
- ¹⁰ 审慎的权威：资本市场监管机构的范围。
- ¹¹ 个别服务提供者利用监管套利来选择一个提供更有利，或更宽松监管环境的国家作为其业务总部，这可能具有成本效益，但主要关切的是更简单、及减少承担。
- ¹² 优质经销商：一家金融服务提供商，不仅为投资基金提供账户管理，还为服务提供资金。由于服务的性质，这种解决方案通常由美国的投资银行实施，而在欧洲，商业银行往往也会这样做。
- ¹³ 根据2013年第237号法律法规：信贷机构和金融事业（商业银行）和金融控股的资金总额为20亿福林。

参考文献

- Bujtár Zsolt – Kecskés András (2015): Felfedezni a fedezetlent? Körkép a hedge fundokban rejlő lehetőségekről és kockázatokról. *Debreceni Jogi Műhely*, 12. évf., 3–4. sz., <https://doi.org/10.24169/djm/2015/3-4/1>. 布伊塔尔·卓尔特、凯赤凯什·安德拉什（2015年）《发现裸贷？对冲基金的潜力和风险的评论》匈牙利《德布雷森法律行》12(3-4)
- Cohen & Steers (2014): *Introduction to Real Estate Securities*. www.cohenandsteers.com/assets/content/resources/insight/Introduction_Real_Estate_Securities.pdf. 科恩与舵手（2014年）《房地产证券简介》
- Gadó Gábor (2000): A társasági és cégjogi szabályozás továbbfejlesztésének irányai. *Gazdaság és Jog*, 8. évf., 7–8. sz., 3–19. 嘎多·卡波尔（2000年）《公司立法进一步发展的方向》匈牙利《经济与法律》8(7-8): 3-19
- Kecskés András (2010): *A felelős társaságirányítás fejlődési tendenciái. Szabályozási koncepciók Európában és az Egyesült Államokban*. PhD-értekezés, Pécsi Tudományegyetem, <http://ajk.pte>.

- hu/files/file/doktori-iskola/kecskes-andras/kecskes-andras-vedes-tezisek.pdf. 凯赤凯什·安德拉什 (2010年)《负责任的公司治理的趋势。欧洲和美国的监管概念》佩奇大学
- Kecskés András – Halász Vendel (2011): *Társaságok a tőzsdén*. HVG-ORAC, Budapest. 凯赤凯什·安德拉什、哈拉斯·旺德尔 (2011年)《证券交易所的公司》HVG-ORAC, 布达佩斯
- Kecskés, András – Halász, Vendel (2013): *Stock Corporations. A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest–Wien. 凯赤凯什·安德拉什、哈拉斯·旺德尔 (2013)《股份公司。首次公开发行、公司治理和敌意收购指南》HVG-ORAC、LexisNexis, 布达佩斯、维也纳
- Kecskés András (2016a): A szabályozott ingatlanbefektetési társaságok Magyarországon. *Controller Info*, 4. évf., 4. sz., 20–24. 凯赤凯什·安德拉什 (2016a)《匈牙利受监管的房地产投资公司》控制信息 4(4): 20-24
- Kecskés, András (2016b): Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.): *Business Law in Hungary*. Patrocinium, Budapest, 463–481. 凯赤凯什·安德拉什 (2016b)《匈牙利资本市场监管》发表于山多尔·伊什特万 (编辑)《匈牙利的商业法》帕罗西尼姆出版社, 布达佩斯, 463-481
- Lentner, Csaba (2015): The Structural Outline of the Development and Consolidation of Retail Foreign Currency Lending. *Public Finance Quarterly*, Vol. 60, No. 3, 297–311. 伦特奈尔·乔巴 (2015)《零售外汇贷款开发与整合结构纲要》《公共财政季刊》60(3): 297-311
- Lentner, Csaba (2017): Scientific Taxonomy of Hungarian Public Finances After 2010. *Polgári Szemle /Civic Review*, Vol. 13, Special Issue, 21–38, <https://doi.org/10.24307/psz.2017.0303>. 伦特奈尔·乔巴 (2017年)《2010年后匈牙利公共财政的科学分类》匈牙利《公民评论》杂志 13(特刊): 21-38
- Lentner Csaba – Zéman Zoltán (2017): A pénzügyi válság bankszabályozási kontroll elveinek meghatározóbb történeti elemei. *Európai Jog*, 17. évf., 1. sz., 8–13. 伦特奈尔·乔巴、泽曼·佐尔丹 (2017年)《金融危机的银行业监管控制原则的决定性历史因素》匈牙利《欧洲法律》, 17(1):8-13
- Sándor Tamás (2002): Vállalatfelvásárlás a magyar jogban. In: Sárközy Tamás – Vékás Lajos (szerk.): *Eörsi Gyula emlékkönyv*. HVG-ORAC, Budapest. 山多尔·托马什 (2002年)《匈牙利法律中的公司收购》发表于萨科齐·托马什·维嘉什·劳尤什编辑的《厄尔希·久拉纪念书》HVG-ORAC布达佩斯
- Sharpe, William F. – Alexander, Gordon – Bailey, Jeffrey V. (1994): *Investments*. Prentice Hall Professional. 夏普·威廉 F.、亚历山大·戈登、贝利·杰弗里 V. (1994)《投资》普伦蒂斯·霍尔专业出版社
- Tomori, Erika (2016): *Értékpapírijog és a tőkepiac szabályozása*. Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest. 托莫里·埃里卡 (2016年)《证券法》和资本市场监管。中欧经纪人培训基金会, 布达佩斯
- U.S. Government (1976): *Summary of the Tax Reform Act of 1976*. U.S. Government, Washington, www.jct.gov/s-31-76.pdf. 美国政府 (1976年) 1976年《税制改革法》摘要。美国政府, 华盛顿
- Visegrády Antal (1995): A jog hatékonyságának problémái. *Magyar Jog*, 42. évf., 1. sz., 6–16. 维谢格拉迪·安塔尔 (1995年)《法律效力的问题》《匈牙利法律》42(1): 6-16