

JOGI FÓRUM PUBLIKÁCIÓ

ETIKAI MEGFONTOLÁSOK A SHORT ÜGYLETEK VONATKOZÁSÁBAN

- KÜLÖNÖS TEKINTETTEL AZ ARANYSZABÁLY ÉS A IUSTITIA COMMUTATIVA KÖVETELMÉNYÉRE

*„Az üzérkedés szellemének központja a tőzsde,
ahol a spekuláció papiros értékeket vesz és elad,
eseményeket költ, rémhírekkel kürtöli tele a világot,
csak hogy emelhesse vagy leszállíthassa az árakat...”*

Tamás József

*„...kizárólag a kompetitív viszonyokhoz legközelebb álló
tőzsdei kereskedelem képes nemzetközileg elfogadható
árviszonyokat produkálni...”*

Kozár László

Első látásra talán bizarrnak tűnhet a fenti cím: mégis, mi köze lehet a iustitia-nak, vagy az aranyszabálynak a shortoláshoz? Egyáltalán, mit is jelentenek pontosan ezek a fogalmak? A legtöbb ember számára valószínűleg annyi világos, hogy egy tőzsdei ügyletről és az igazságosság egyik formájáról (iustitia commutativa), illetve egy morális indíttatású alapelvről (aranyszabály) van szó - látszólag nehezen összeillő témák, csakúgy, mint a fenti két idézet. Kicsit jobban átgondolva a dolgot érezzük, hogy az igazságosság, az erkölcsi követelmények érvényesülése a tőzsdei ügyletekkel kapcsolatban is vizsgálható és vizsgálandó követelmény;¹ annál is inkább, mivel a 2008-ban kirobbant pénzügyi válság kapcsán a tőzsdei spekuláció és annak hatásai ismét a figyelem

¹ Erre a megállapításra jut Kemény Gábor is, ld.: uő: Árendszert és igazságosság. Oswald von Nell-Breuning piacbarát nézetei az 1920-as évek Németországában. In: Kommentár 2008/2. 71-82. o.

Elérhető:

http://www.kommentar.info.hu/kemeny_gabor_arrendszer_es_igazsagossag.pdf (2011-07-19)

középpontjába kerültek, és olykor indulatoktól vezérelve vagy azokat meglovagolva, máskor tudatlanságból vagy egyéb okokból kifolyólag megalapozatlan kijelentések láttak napvilágot. A tőzsdei ügyletek közül különösen a shortolás került a támadások középpontjába, ezért vizsgálódásainkat a nagy számú tőzsdei tranzakciók közül igyekszünk erre korlátozni.

Mielőtt a szóba jöhető kapcsolódási pontokat elemeznénk, tekintsük át röviden a címben szereplő fogalmak lényegét annak előrebocsátása mellett, hogy önmagában mindegyik témáról könyvtárnyi szakirodalom áll rendelkezésre, így itt és most csak az összefüggések megértéséhez nélkülözhetetlennek tartott szempontok bemutatására törekszünk.

1. A shortolás

1.1 A shortolás mibenlétéről

A devizapiaci kereskedés alapvető szakmai nyelve az angol, ezért az eredeti szóhasználat gyakran megőrizte jelentését, sőt sok esetben honosodott. A nemzetközi szakzsargonból átvett szavakból egyre inkább kialakultak a magyartalan, de mégis gyakran használt kifejezések, így nagyon sokat hallhatjuk a „shortolás” és a „longolás” kifejezést is. A shortolás megjelölés a ’short selling’ magyarosított változata (a magyar írásokban rövidre eladásnak is szokták nevezni, így a továbbiakban felváltva használjuk a két megnevezést). A szókapcsolat némi leegyszerűsítéssel olyan ügyletet jelöl, melynek keretében a befektető elad olyan részvényt, melyek nincsenek a birtokában, azzal a szándékkal, hogy majd később olcsóbban visszaveszi azokat. Ily módon a befektető gyakorlatilag eladási pozícióba kerül, arra játszva, hogy az árak csökkenni fognak. Más szóval: a shortoló az árfolyamok esésére számítva az adott piacon eladási (short) pozíciót vesz fel.²

Ez első látásra talán érthetetlennek tűnhet, különösen a klasszikus jogászai gondolkodás számára: hogyan adhatunk el valamit, ami nem is a miénk, hiszen már Ulpianus is megfogalmazta a magánjogban ma is kiindulópontként szolgáló a nemo plus iuris³ elvet. A valóság persze ennél árnyaltabb, ezért szerencsésebb úgy fogalmazni, hogy a rövidre eladás olyan eladás, ahol a

² <http://www.blochamps.hu/kisokos.html> 2011-06-29

³ Nemo plus iuris ad alium transferre potest, quam ipse haberet. (Ulp. D. 50, 17, 54.)

szállítást kölcsönvett értékpapírokkal teljesítjük.⁴ Ilyenkor nincs szükség az eladott termékek/árak tényleges mozgatására (átadás-átvételére), hiszen ezeknél az ügyleteknél valójában az árfolyamok mozgásának irányára (shortolás esetén esésére, longolás esetén növekedésére) spekulál⁵ a befektető.

Az ügylet jogászi nézőpontból történő jobb megértéséhez, értelmezéséhez szeretnénk felhívni a figyelmet arra, hogy nem tiltott dolog, hogy az eladó olyan dologra kössön adásvételi szerződést, ami a szerződés időpontjában még nem áll a tulajdonában (például a jövő évi termésre); az a lényeg, hogy amikorra teljesítenie kell, megszerezze azt. Tőzsdei termékek esetében ez még egyszerűbb, mint fizikai dolgoknál; a leszállítandó dolog könnyebben megszerezhető, csupán az ára kérdéses...⁶

Véleményünk szerint fontos látni, hogy „a devizapiacokon a shortolás sohasem volt és sohasem lehet betiltott kereskedési forma, azon egyszerű oknál fogva, hogy mivel itt devizapárokról beszélünk, minden egyes ügylet egyszerre shortolás és longolás is,” tekintve, hogy amikor az egyik devizát vásároljuk, akkor a másikat eladjuk. Éppen ez az, ami miatt egy konkrét devizapár esetén bármikor felvehetünk vétel, vagy akár eladási pozíciót.⁷

Bár a vonatkozó irodalom a shortolás magyarázata során gyakran devizapárokkal, részvényekkel és hasonló, inkább a mai korra jellemző fogalmakkal operál, szeretnénk rámutatni, hogy a tőzsdei spekuláció és a short ügyletekhez hasonló tranzakciók ismereteink szerint több évszázados múltra tekintenek vissza. A történeti visszatekintés meghaladná jelen dolgozat kereteit, ezért itt csak utalnánk az első jól dokumentált spekulációra, a holland tulipánhagymák esetére (1634-37)⁸ annak rögzítése mellett, hogy a spekuláció előzményei az ókorig nyúlnak vissza.

⁴ Rini, William A.: Bevezetés a részvények, kötvények, opciók világába. Panem Kiadó, Budapest, 2002. 219. o.

⁵ A spekuláció kifejezés eredetileg elmékedést, filozófiai gondolkodást jelent elvont fogalmak terén, melynek fő feladata az ellentétek összeegyeztetése; de fogalmakkal való merő üres játékokra is szokás alkalmazni. Jelen dolgozatban egy másik jelentéstartalmát használjuk, miszerint a spekuláció „a kereskedelmi életben a kereskedőnek az a tervezgetése és számításai, amelynek segítségével a szakmájába vágó ügyletek esélyeit iparkodik kideríteni.”

Forrás: Pallas Nagylexikona, elérhető: http://www.kislexikon.hu/spekulacio_a.html (2011-07-23)

⁶ Osváth Piroska: A magyar EU-elnökségre vár a short selling rendelet. Magyar Bankszövetség E-Hírlevél, 2010. december. Elérhető: http://www.bankszovetseg.hu/2010_12/index.html (2011-08-13)

⁷ http://www.equilor.hu/devizapiac_sajatossagai.php 2011-06-29

⁸ Részletes leírását ld. Komáromi György: Részvénypiaci buborékok anatómiája c. PhD értekezésében (Veszprémi Egyetem, 2004.) 37-42. o.

1.2. A shortolás lebonyolítása

A gyakorlatban a rövidre eladás menete általában a következőképpen bonyolódik le. Ha egy befektető valamely részvény árfolyamának gyengülését várja, keresnie kell a brókerén keresztül egy olyan tőzsdei szereplőt, aki hajlandó neki kölcsönadni a kiválasztott részvényeket. Miután megegyezett a kölcsönadóval, utasítja a brókerét, hogy adjon el adott mennyiséget a részvényből (ezzel nyitott short pozíciót hozva létre). Miután így eladta a részvényeket, meghatározott időn belül (ez általában 3 nap) le kell szállítania azokat az elszámolóháznak.⁹

Fontos garanciális szabály, hogy amikor a befektető short pozíció nyitására utasítja brókerét, akkor - eltekintve az ún. fedezetlen (naked) short ügyletektől¹⁰ - az így eladott részvények piaci értékén felül, annak egy meghatározott hányadát letétbe kell helyezni a brókernél egy letéti számlán. Ez a hányad az USA-ban például jelenleg 50%, tehát összességében az adott részvény piaci értékének 150%-át kell letétbe helyezni. Ez az ún. kezdő letéti követelmény, melynek minimálisan rendelkezésre kell állni a short pozíció megnyitásakor. A pozíció lezárásáig pedig a bróker kötelessége biztosítani, hogy a részvények visszavásárlására mindig elegendő pénzmennyiség álljon rendelkezésre. Az aktuális piaci ármozgások függvényében aztán naponta meghatározzák a letéti számlán tartandó minimális összeget.¹¹

Ha a shortoló számításai szerint alakul az árfolyam, azaz csökkenés következik be, akkor a letéti számlán a nyitó és az aktuális árfolyam közötti különbözetet jóváírják, míg emelkedés esetén megterhelik a számláját. Ha a terhelésekkel csökkentett számlaegyenleg a minimálisan fenntartandó letéti követelmény és a részvény piaci értékének összege alá esik, akkor a shortoló letétfeltöltési felszólítást (bevett kifejezéssel: „margin call”) kap brókerétől, melynek köteles rövid határidőben eleget tenni; ellenkező esetben brókere zárja a pozíciót.¹² A veszteség nagysága,

⁹ Beri Dániel Ferenc: A short selling és a piaci hatékonyság - Egy válság szabályozásra vonatkozó tanulságai. (Budapesti Corvinus Egyetem, 2010.) 14-15. o. Elérhető: http://bet.hu/data/cms155309/BeriDaniel_Corvinus_ShortSelling_frissített.pdf (2011-07-23)

¹⁰ Fedezetlen short pozíciók esetén a befektetők nem kölcsönöznek részvényeket a brókerüktől, csupán ennek szándékát jelzik, így az sem garantálható, hogy a pozíció nyitásáig a részvények birtokába kerülnek. A legfőbb veszély, hogy a fedezetlen eladással a befektetők könnyen manipulálhatják az árakat azzal, hogy határtalan mértékű short pozíciókkal árasztják el a piacokat.

Forrás: http://index.hu/gazdasag/vilag/2009/07/28/nehezitik_a_shortolok_dolgot_amerikaban/ (2011-08-12) és http://www.tozsdeforum.hu/i/c-fedezetlen_short_es_cds_igy_regulazna_meg_a_derivativ_piacot_az_ep-menu-cimlap-submenu-onearticle-news_id-430318-red-latest.html (2011-08-12)

¹¹ Beri: i.m. 19. o.

¹² Beri: i.m. 19. o.

amennyiben a rövidre eladó az egyes letétfeltöltési felhívásoknak sorozatosan eleget kíván és tud tenni, akár korlátlanul magas is lehet, hiszen a részvények árfolyama bármilyen magasra emelkedhet. Ebben áll a rövidre eladás legnagyobb problémája, illetve kockázata: korlátozott a vele elérhető nyereség (legfeljebb az eladási ár és a nulla - azaz tulajdonképpen a csőd - különbsége), míg a veszteség elvileg korlátlan lehet.¹³

1.3. A tőzsdei spekuláció és a shortolás megítélése - vélemények pro és contra

A 2008-ban kirobbant pénzügyi válság következtében a shortolás ismét a figyelem középpontjába került, mi több, sokak szerint¹⁴ ez és a különböző egyéb spekulációs műveletek felelőssé tehető a krízis kirobbanásáért. Más vélemények szerint csupán súlyosbította a negatív folyamatokat,¹⁵ de léteznek olyan nézetek is, miszerint a tőzsdei spekuláció korlátozása inkább káros, mint hasznos, mivel egy ilyen beavatkozás nagy mértékben rontja a hatékonyságot.¹⁶ Noha vannak példák, amikor a shortolás valóban komoly károkat okozott (ld. többek között a Lehmann Brothers csődje 2008-ban¹⁷ vagy Soros György angol font elleni spekulációs támadása 1992-ben¹⁸), mégsem indokolt a teljes betiltása, hiszen a kockázatkezelés és a hatékonyabb eszközallokáció eszköze lehet, emellett adott esetben még a piac stabilizálásában is szerepet játszhat.¹⁹ Továbbá egy-egy válságos helyzetben gyakran nem is maga a short ügylet jelenti a legfőbb problémát, hanem az ahhoz kapcsolódó rémhírterjesztés, mint ahogy történt ez az OTP részvények elleni, Soros Fund Management LLC általi támadáskor 2008-ban. Ekkor ugyanis a következő történt: az a hír terjedt el e-mailben a pénzügyi szereplők között, hogy válságos helyzete miatt államosítani fogják az OTP-t, s hogy egy orosz nagyrészvényesét a bankpapirok eladására kényszerítették. Mindemellett olyan állítások is megjelentek, hogy az OTP sok hitelt vett fel az akkoriban épp államcsőddel küszködő szigetország, Izland bankjaitól. Közben az OTP-részvények 22 százalékot veszítettek értékükből a Budapesti Értéktőzsdén, „zárás előtt pár perccel ugyanis egy szokatlan nagyságrendű, több százezer

¹³ Kiss Andrea Éva - Lublóy Ágnes: Short selling a pénzügyi válság kapcsán. In: Hitelintézeti Szemle 2009/5., 418. o.

¹⁴ Különösen egyes egyházi körök képviselik ezt az álláspontot, ld. Samuel Gregg: Hitelválság és jellemválság c. cikkében írtakat. In: Kommentár 2008/6. 3. o.

¹⁵ Ezen a véleményen van pl. a belső piacért és a szolgáltatásokért felelős biztos, Michel Barnier is, ld.:

<http://www.jogiforum.hu/hirek/23798> (2011-07-16)

¹⁶ Pl.: Német Sándor: Ördögtől való-e a spekuláció? ld.: http://index.hu/gazdasag/penzbeszel/2011/06/20/ordogtol_valo_e_a_spekulacio/ (2011-07-21)

¹⁷ Soros György szerint például - többek között - a részvények shortolásának és a CDS termékek egyidejű vásárlásának együttes hatására omlott össze a Lehman Brothers. Ld. erről részletesen: Soros, G.: The Crash of 2008. Elérhető: <http://www.turkishweekly.net/news/64216/the-crash-of-2008-by-george-soros-.html> (2011-08-12)

¹⁸ Az ügylet részleteivel kapcsolatban ld. pl. Beri: i. m. 25. o.

¹⁹ Kiss A. - Lublóy Á.: i.m. 432-33. o.

darabos eladási megbízás öntötte el a börzét, így az aznap délelőtt még 4500-4900 forintos sávban mozgó árfolyam 3855 forinton zárta a napot.” Az ügylet kivizsgálására a PSZÁF is piacfelügyeleti eljárást indított. A vizsgálat megállapította, hogy a Soros Fund Management LLC shortolta az OTP részvényeit, de nem ez volt a probléma, hanem az, hogy „az alapkezelő a tőzsde zárására időzítve nagy mennyiségben öntött piacra OTP-papírokat, s ezzel félrevezette azokat a befektetőket, akik döntéseiket a záróárra tekintettel hozzák meg.”²⁰ Az ügylet miatt egyébként a Felügyelet 489 millió forintra bírságolta Soros cégét, elsősorban a piacbefolyásolásra vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt.²¹ A társaság azonban bíróságon támadta meg a döntést, de a Fővárosi Ítéletábla 2010. április 23-án jogerősen elutasította a Soros Found Management LLC keresetét.²²

Látható tehát, hogy sok esetben nem önmagában a shortolás jelenti a fő problémát, hanem a hozzá kapcsolódó etikátlan tevékenységek, így a rövidre eladás teljes tiltása nem indokolt. Abban viszont széleskörű konszenzus alakult ki, hogy a fedezetlen értékesítések nem megengedhetőek, és a „normál” short ügyletek is szabályozandóak. A vélemények skálájának bemutatását követően tekintsük át röviden a két szélső álláspont legfontosabb érveit!

A) Az ellentábor érvei

A spekulációt ellenzők érveit jól szemlélteti Leiter Lévi József esete, aki egy hónap alatt 20 millió dollárra tett szert a búzaár mesterséges felemelésével oly módon, hogy az ügyletekben szereplő 100.000 mázsa búza nem is volt a birtokában. Ezzel kapcsolatban arra mutatnak rá az ellenzők, hogy a történet főhőse *„se nem aratott, se nem vetett, csak üzérkedett és nyert (...), elvonva a hasznot a verejtékező emberi munkától. (...) Természetellenes állapot az, hogy a pénzkapitalista üzérkedéssel pénzt csinálhat anélkül, hogy a valóságos értékekbe munkát fektetne bele.”*²³

²⁰ http://hetivalasz.hu/uzlet/capatamadas-22066/?cikk_ertekel=1&ertekeles=1 (2011-08-12)

²¹ Ld. a PSZÁF III/PP-B-24/2009. számú határozatát felügyeleti bírság kiszabásáról a Soros Fund Management LLC-vel szemben, a piacbefolyásolás tilalmára vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt. Elérhető: http://www.pszaf.hu/bal_menu/hatarozatok/tokepiaci_hatarozatok/III-PP-B-24-2009.html (2011-08-12)

²² Ld. a Fővárosi Ítéletábla 4.Kf.27.049/2010/9. sz. ítéletét.

²³ Tamás József: Prohászka Ottokár társadalomszemlélete. Magyar Fiatalok Kiadása, Budapest, 1934. 20. o.

A katolikus erkölcssteológia is hangsúlyozza, hogy minél inkább egyoldalúvá válik a nyereség, annál inkább fölbillen az igazság mérlege.²⁴ A Katekizmus a hetedik parancsolat kapcsán érinti a spekuláció kérdését és rögzíti, hogy az erkölcsileg nem megengedett tevékenység. A Katekizmus értelmezése szerint ugyanakkor a fogalom a vételár szándékos növelését vagy csökkentését jelenti abból a célból, hogy abból mások kárára hasznot húzzanak.²⁵ A szövegkörnyezetből azonban nem tűnik ki pontosan, hogy a fenti leírást a spekuláció általános meghatározásának tekintik-e, vagy pedig csak az ilyen, fent írt értelemben vett spekuláció minősül erkölcsileg meg nem engedettnek.

Kétségtelen, hogy sok igazság van ezekben az érvekben, de a jelzett problémákra a megoldást álláspontunk szerint nem a tiltás, hanem a megfelelő szabályozás jelentheti, mely a short ügyletek előnyös tulajdonságainak megőrzésén alapul (ezeket a C) pontban egy példán keresztül igyekszünk bemutatni). Szeretnék rámutatni arra, hogy nem csupán a különböző vallási előírások alapján illetik kritikával a rövidre eladást, illetve a képet árnyalando, megemlítjük, hogy maga a Szentírás is tartalmazza egy spekulációs ügyletként felfogható történet leírását, méghozzá nem is negatív színben. André Kostolany mutat rá arra - kissé merésznek tűnő feltételezésekbe bocsátkozva ezzel -,²⁶ hogy a spekuláns, mint pozitív szereplő a Bibliában is megjelenik; egyiptomi József személyében, aki a bő esztendő alatt nagy gabonatartalékot halmozott fel, hogy aztán a hét szűk esztendő során piacra vigye azt (Kostolany szerint magas áron). Természetesen a Biblia nem szól József spekulációs céljairól, hanem a szentírási történetben a készletek felhalmozása az éhínség elkerülését célozza...

Végül szeretnénk röviden bemutatni, hogy világi szemmel milyen ellenvetéseket szoktak felhozni a short selling ügyletekkel szemben. J. Angel és M. McCabe²⁷ összegyűjtötték a leggyakoribb kritikai megjegyzéseket, ezek teljeskörű ismertetése helyett azonban csak néhány érv rövid bemutatására törekszünk és igyekszünk rámutatni, hogy az éremnek ebben az esetben is két oldala van.

²⁴ Veres András: Erkölcssteológia (jegyzet). Eger, 1993. 105. o. Elérhető: <http://www.kpszt.hu/h/erkolcssteologia%20jegyzet.pdf> (2011-07-15)

²⁵ A KATOLIKUS EGYHÁZ KATEKIZMUSA, 2409. pont. Elérhető: <http://www.katolikus.hu/kek/kek02331.html> (2011-07-21)

²⁶ André Kostolany: A pénz és a tőzsde csodavilága. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1990. 37-8. o.

²⁷ Angel, James J. & McCabe, Douglas M.: The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling. Journal of Business Ethics 85:239 - 249. o.

a) Sokak szerint 'a rövidre eladás etikátlan tevékenységre ösztönöz, hiszen a shortolók gyakran lejárató kampányokat indítanak a célvállalatok ellen, és ennek során hamis, megtévesztő információkat terjesztenek.' Ennek jó példája lehet akár a fent bemutatott, Soros Fund- féle támadás az OTP ellen. Ezzel szemben azonban azt is fontos látnunk, hogy a két dolgot nem szabad összemოსni: a short ügyletnek nem (kellene, hogy) eleme (legyen) a félrevezetés és a lejárató kampány. Ezért lényeges, hogy az ilyen „kapcsolódó tevékenységeket” a felügyeleti szervek keményen büntessék.

b) Vannak, akik szerint 'a rövidre eladók nem csak profitálnak mások szerencsétlenségéből, hanem egyenesen maguk okozzák azt.' Nehezen vitatható, hogy a shortoló mások szerencsétlenségéből profitál, de a félreárazást, mely leginkább lehetővé teszi, hogy nyerjenek az árfolyamesésen, nem ők okozták. Ha az adott részvény/árfolyam felülértékelt, rövid távon valóban kárt okoznak a shortolók az aktuális részvénytulajdonosoknak, de azt is megakadályozzák, hogy mások felülértékelt részvényt vásároljanak.

c) Nem csak a rövidre eladással, hanem az egész tőzsdével szemben gyakran hangoztatott érv, hogy mindez csak szerencsejáték. Amellett, hogy ez a kijelentés szinte bármelyik, nem csak kimondottan tőzsdei pénzügyi termékkel kapcsolatban elmondható (gondoljunk például a '90-es évek magyar bankválságaira, amelyek eredményeképpen gyakran az Országos Betétbiztosítási Alapnak kellett kártalanítani a betéteseket, pedig a bankbetét biztonságos megtakarítási formának tekinthető), a spekuláns a kockázatot nem játékból, hanem alapos kalkulációk alapján kiszámított kockázati prémium fejében vállalja.

B) A shortolás támogatóinak álláspontja

A támogatók szerint a shortolás azért nagyon hasznos, mert segít abban, hogy az ún. tőzsdei buborékok²⁸ korábban kipukkadjanak, ily módon ez egy alkalmas eszköz arra, hogy az

²⁸ A tőzsdei buborék legelfogadottabb meghatározását Kindleberger adja meg: „egy eszköz vagy eszközök árának határozott és folyamatos emelkedése, amelyet egy kezdeti emelkedést követő további áremelkedésre vonatkozó várakozások generálnak. Ez új vevőket (spekulánsokat) vonz, akiket az elérhető árfolyamnyereség érdekel (...). Az emelkedést általában ellentétes irányú várakozások követik, és az árfolyamok meredeken zuhanni kezdenek, és amely gyakran pénzügyi válságba torkollik.” Ld. uő: „Bubbles.” In: Eatwell, J. & al. (szerk.): The New Palgrave, The World of Economics. Macmillian Press Limited, UK, 1991. 20-22. o. A definíciót az eredetiből Komáromi György fordította.

áremelkedésben vakon bízó optimistákat fegyelmezni lehessen. Ezt a következő példával szemléltethetjük: adott egy tőzsdére bevezetett cég. A részvényeivel történő kereskedés megkezdésekor egyesek optimistán, mások pesszimistán ítélik meg a jövőbeli lehetőségeit. A pesszimista részvényesek ezért eladják, az optimisták pedig megveszik a cég részvényeit, így egy idő után a cég részvényei - ezen álláspont képviselői szerint - az optimisták kezébe kerülnek és ők adják-veszik egymás között a részvényeket. Az adásvételek révén az ár emelkedik, hiszen feltehetőleg egy optimistától egy még optimistább fogja megvenni a részvényt, így az árfolyam az egekbe szökik, a buborék egyre nagyobb lesz. Ezen irányzat szerint a többi piaci szereplő shortolás nélkül már nem tudna közbelépni, hiszen nincs a kezükben részvény. A shortolás révén viszont eladhatják a részvényeket az optimistáknak anélkül, hogy az a birtokukban lenne. Ha sokan shortolnak, akkor pontosan ezzel fogják kipukkasztani a buborékot, hiszen valószínűleg a sok shortolás láttán mindenki elkezd szabadulni a részvényeitől, így az ár lezuhan, azaz ebben az értelmezésben az áremelkedést korrekció követi. Ezen irányzat szerint a shortolás lényegében egy fogadás arra, hogy az ár csökkenni fog.²⁹

Látható, hogy ez az álláspont meglehetősen sok feltételezésre épít, így ebben a formában ez is vitatható. Mindazonáltal tény, hogy vannak olyan esetek, amikor a rövidre eladás előre kalkulálható eredménnyel, a kockázatkezelés megfelelő eszköze lehet. Ezt mutatjuk be a C) pontban.

C) A shortolás, mint a kockázatkezelés elfogadható módszere

Az alábbiakban egy konkrét példán³⁰ keresztül szeretnénk bemutatni, hogy igen is vannak olyan esetek, amikor a rövidre eladás erkölcsileg sem elítélhető módon, a szükségszerűen felmerülő piaci kockázatok kezelésének megfelelő módja lehet.

Tegyük fel, hogy adott egy magyarországi, exportra termelő autóalkatrészeket előállító vállalkozás. A szállítások időpontja és a várható árbevétel befolyása előre ütemezett, a gyártási költségek fixen kalkulálhatók. A probléma abban áll, hogy az árbevétel euróban realizálódik, a gyártási költségek

²⁹ A shortolás pedig jó dolog c. bejegyzés alapján. Elérhető:

http://konzervatorium.blog.hu/2009/04/09/a_shortolas_pedig_jo_dolog (2011-07-21)

³⁰ Az ismertetésre kerülő példa Kozár Lászlótól származik. Ld. uő: Nemzetközi áru- és tőzsdei kereskedelmi ügyletek. Szaktudás Kiadó Ház, Budapest, 2011. 103-108. o.

viszont forintban jelentkeznek (munkabér, rezszi, stb. Magyarországon fizetendők). Ily módon az egyedüli előre nem kalkulálható tényező a vállalkozás életében az EUR/HUF árfolyam, ami pedig alapvetően befolyásolja az üzlet nyereségességét, a következők szerint. Tétélezzük fel, hogy az exportálandó alkatrész gyártása októberben kezdődik, és ezzel egyidejűleg szerződést köt az exportra a külföldi autógyárral azzal, hogy az alkatrész szállítása következő év júliusában fog megtörténni, az árbevétel pedig augusztusban folyik be.

Októberben a napi árfolyam 275 HUF/EUR.

Az alkatrész előállításának önköltsége 41.250,- HUF/db (7 150 EUR).

Felek 164 EUR/db (azaz 45.100,- HUF/db) export árban állapodtak meg, így a fenti árfolyamon a profit darabonként 14,- EUR (3.850,- HUF) lenne. Ettől alacsonyabb árfolyamon azonban a profit elvárás nem teljesül, sőt a veszteség esélye is fennáll. Ugyanis, ha például az árfolyam 248,- HUF/EUR szintre leesik, akkor a cég eurónként 27,- forint árbevétel kieséssel kénytelen szembenézni. Ez annyit jelent, hogy a darabonkénti tervezett 3.850,- HUF összegű profit helyett $164 \times 27 = 4.428,-$ HUF árbevétel kiesést realizált, tehát összességében az üzlet ráfizetéses lett, darabonként 578,- HUF veszteséget eredményezve.

Az ún. deviza short hedge³¹ ügylet révén azonban kivédhető az árfolyamesés kockázata és biztosítható a fentiekben felvázolt 3.850,- HUF/db összegű profit. Ehhez az alábbi stratégiát kell vállalkozásunknak követnie:

1. Október: Az exportszerződéssel egyidejűleg jövő augusztusi határidőre eladási pozíciót kell nyitnia a HUF/EUR devizára 275 HUF/EUR árfolyamon.
2. Július: A vállalkozás teljesíti a szerződés szerint áruexportot a szerződés szerinti (164 EUR/db) áron.
3. Augusztus: Az árbevétel euróban megérkezik a vállalkozás számlájára 248 HUF/EUR árfolyamon. Ezzel egyidejűleg a vállalkozás likvidálja a nyitott tőzsdei pozícióját, azaz a tőzsdén a nyitott pozíciónak megfelelő értékben, azzal megegyező határidőre ellentétes

³¹ A hedge ügylet tulajdonképpen árbiztosítás; azért kötik, hogy a hedgelő az általa egy későbbi időpontban eladni vagy megvenni kívánt termék árát bebiztosítsa. Ennek megfelelően kétféle határidős hedge ügylet létezik: eladási (short) és vételi (long) hedge.

irányú üzletet köt. Így a tőzsdén 27 forint árfolyam-különbözetet realizál, hiszen a tényleges, 248 HUF/EUR árfolyam helyett 275 forintért adta el az euróját. Ily módon a tőzsdei árfolyam-nyereség kompenzálta a fizikai piacon elszenvedett árfolyamvesztéséget, ezzel teljesült a megadott profitelvárás.

Itt szeretnénk rámutatni arra, hogy ha ezzel ellentétes folyamat, tehát ugyanekkora mértékű árfolyam-emelkedés következne be, akkor pont fordított lenne a helyzet: a tőzsdei ügylet nélkül eurónként 27,- HUF extra árbevétel keletkezne, ebben az esetben tehát a fizikai piacon elért árfolyamnyereség fedezné a tőzsdei veszteséget. A short hedge azonban ekkor is elérné célját, hiszen biztosítaná, hogy az eredetileg eltervezett profitot az árfolyammozgásokra tekintet nélkül realizálja a vállalkozás.

1.4. A válság utáni szabályozási tendenciákról

A legutóbbi válság hatására számos ország vezetett be rendkívüli korlátozásokat a short selling ügyletekre vonatkozóan. Ezek közül a leggyakoribb a rövidre eladás teljes tiltása volt, de elterjedt a bejelentési kötelezettség előírása és a fedezetlen ügyletek betiltása is. Néhány államban (Franciaország, Olaszország, Spanyolország, Belgium) rövid, pár napos vagy hetes tilalmat vezettek be, melynek célja, hogy a piacok időt nyerjenek, megnyugodjanak a kedélyek, és ne folytatódjon a negatív árspirál.³²

Magyarországon a PSZÁF 2008. szeptemberében bejelentési kötelezettséghez kötötte a shortolást „*az elmúlt időszakban tapasztalható tőkepiaci fejleményekre, egyúttal a CESR kezdeményezésére tekintettel, valamint a piacok átláthatóságának további biztosítása és az esetleges piacbefolyásolás megelőzése érdekében.*”³³ Ez a rendelkezés a mai napig hatályban van hazánkban.

³² Csernátóny Csaba: Másol betiltották, Budapesten nem - mi az a shortolás?
Elérhető: <http://www.origo.hu/uzletinegyed/hirek/20110812-mi-az-a-shortolas-amit-betiltottak-a-shortolas-tobb-europai.html> (2011-08-15)

³³ 4/2008. sz. Vezetői körlevél - adatszolgáltatási kötelezettség elrendelése a short selling ügyletek bejelentésére

2. Az igazságosság formáiról röviden

Mielőtt a dolgozat címében is szereplő *iustitia commutativa* fogalmát vizsgálnánk, röviden tekintsük át az igazságosság különböző formáit annak előrebocsátásával, hogy nincs egységesen elfogadott rendszerezés. Jelen dolgozatnak nem feladata valamennyi csoportosítási szempont áttekintése, csupán néhány ismertebb megoldást mutatunk be vázlatosan azzal a céllal, hogy a *iustitia commutativa* könnyebben elhelyezhető legyen az igazságosság különböző aspektusainak rendszerében.

a) Arisztotelész *Nikomakhoszi Etikájában*³⁴ alapvetően az általános és partikuláris igazságosságot különbözteti meg egymástól. Ez utóbbinak két típusát ismeri: az osztó (disztributív) igazságosságot és a kiigazító igazságosságot, mely lehet akaratunktól függő és attól független.

Az osztó igazságosság arányosságot, egyúttal középértéket jelent; ennek értelmében mindenki kapja azt, ami „a természettől adott kiválósága szerint neki jár. Ennek kiegészítése - ha ezt valami sérelem éri, akkor következik a kiegyenlítő-kiigazító (korrektív) igazságosság; ez a szolgáltatás és ellenszolgáltatás, a károkozás és a kártérítés egyenlőségére irányul.”³⁵

b) A katolikus erkölcszociológiában bevett egyik megoldás³⁶ az alábbi rendszerezést alkalmazza:

- törvényhozó és törvénytisztelő igazságosság (*iustitia legalis*), mely a közjó elérésére irányul;
- osztó igazságosság (*iustitia distributiva*) az egyén és a közösség kapcsolatában bontakozik ki; az egyén részéről ez az önző érdekek feladását követeli meg a közösség felé, míg a közösség részéről az egyén igényeinek az adott lehetőségeken belüli figyelembevételét kívánja;
- kereskedelmi igazságosság (*iustitia commutativa*) a közösségen belül az egyének és csoportok egymás közötti jogi kapcsolata;
- szociális igazságosság, mely a közösségek kölcsönös kötelezettségeiről szól.

c) Végezetül megjegyezzük, hogy Aquinói Szent Tamás nem határolja el élesen egymástól a különböző aspektusokat, hiszen - mint írja - akkor uralkodik igazságosság egy államban, ha az

³⁴ Arisztotelész *Nikomakhoszi Etika*. Budapest, Európa Könyvkiadó 1997.

³⁵ Samu Mihály: *Az igazságosság és az alkotmányosság*. 6. o.

Elérhető: http://magtarsasag.files.wordpress.com/2011/02/az_igazsagossag.pdf (2011-08-12)

³⁶ Veres András: *Erkölcszociológia* 100. o.

egyének viszonyában a iustitia commutativa, a szociális egész - egyén relációban az osztó igazságosság (iustitia distributiva) és a közösség tagjainak a szociális egészhez való viszonyában pedig a törvényes, általános igazságosság (iustitia legalis, iustitia generalis) érvényesül.³⁷

3. Gondolatok a iustitia commutativa és az arany szabály kapcsolatáról

3.1. A iustitia commutativa fogalmáról

A kifejezést, mint az már a korábbi fejtegetéseinkből is kitűnik, többféleképpen is próbálják visszaadni magyarul: így találkozhatunk 'kölcsönös igazságosság'³⁸, 'csere igazságosság'³⁹, 'kiegyenlítő- kiigazító igazságosság'⁴⁰, vagy 'kereskedelmi igazságosság'⁴¹ megjelöléssel is. Az elnevezés sokfélesége is sejtetni engedi, hogy a meghatározások is meglehetősen színes képet mutatnak.

A legegyszerűbb talán a Katolikus Lexikon meghatározása, miszerint a csereigazságosság „*a közösségen belül az egyének és csoportok olyan egymás közti jogi kapcsolata, amely főként az adásvételben jut kifejezésre.*”⁴²

A fogalom egyébként - miként az igazságosság formáit tárgyalva is láthattuk - már az ókori görög bölcselek munkáiban is megjelenik, különösen Arisztotelész foglalkozott részletesen a csere igazságossága kérdésével, kiemelve, hogy a csere akkor igazságos, ha egyenértékűsége alapszik. Aquinói Szent Tamás Arisztotelész nyomdokain haladva rögzíti, hogy a iustitia commutativa szerint minden árucikket annak igazi értéke szerint kell eladni. Tamás szerint a csere-igazságosság azt jelenti, hogy megadjuk a Másiknak azt, ami őt illeti.⁴³

A iustitia commutativa értelmét a magánjogra vonatkoztatja Vékás Lajos professzor, amikor - Arisztotelész nyomán - úgy véli, hogy az nem más, mint „*a magánszemélyek között az egyenjogúság*

³⁷ Frivaldszky János: Klasszikus természetjog és jogfilozófia. Szent István Társulat, Budapest, 2007. 157. o.

³⁸ Ld. pl. A KATOLIKUS EGYHÁZ KATEKIZMUSA, 2411. pont

³⁹ Ld. a Magyar Katolikus Lexikon csereigazságosság szócikkét a <http://lexikon.katolikus.hu/C/csereigazs%C3%A1goss%C3%A1g.html> (2011-07-15) oldalon

⁴⁰ Többek között ld.: Vékás Lajos: Új irányok a magánjogtudományban. In: Magyar Tudomány, 2007/12. 1563. o.

⁴¹ Ld. Veres András: Erkölcszociológia, 100. o.

⁴² <http://lexikon.katolikus.hu/C/csereigazs%C3%A1goss%C3%A1g.html> (2011-07-15)

⁴³ Frivaldszky: Klasszikus természetjog 157. o.

és mellérendeltség helyzetében létrejövő cserekapcsolatok igazságossága.”⁴⁴ Vékás azon állítása, miszerint a iustitia commutativa a magánjogi igazságosság fő formája, néhány szemléletes példával, illetve magánjogi alapelvvel is igazolható. Elsőként hivatkozunk e körben a szolgáltatás-ellenszolgáltatás egyenértékűségének követelményére⁴⁵, mint a szerződési jog egyik princípiumára, de említhetnénk a kölcsönös együttműködési kötelezettség⁴⁶ alapelvét is.

A mai és az antik jog között azonban szembeűnő különbségek vannak a iustitia commutativa tartalmát, terjedelmét illetően. Ezek a különbségek főként arra vezethetők vissza, hogy a modern jogban nem az objektív igazságosság, hanem a tulajdonjog védelme került középpontba, azaz a fő társadalomszervezési elv „a Másik javainak meg nem károsítása” lett. Ez pedig oda vezetett, hogy ma a szerződések lényegi elemének a konszenzust tekintik, nem pedig azt az eltolódást a felek viszonyában, amit az ellentételezés korrigálni hivatott. A konszenzust meghatározónak tekintő felfogás problémái különösen akkor ütköznek ki, amikor a szerződéskötő felek olyan dologban egyeztek meg, amely ellenkezik az objektív igazságossággal, azaz amikor a felek egyike nem azt kapja, ami a természetes méltányosság szerint járna neki.⁴⁷ Az ilyen helyzetek feloldására, elkerülésére, illetve annak felismerésére, hogy egyáltalán mi is az, ami a dolog természete szerint az egyik vagy másik szerződő félnek kijár, lehet egy alkalmas eszköz az alábbiakban tárgyalásra kerülő elv, az ún. aranyszabály.

3.2. Az aranyszabály jelentése és kapcsolata a kommutatív igazságossággal

A Magyar Katolikus Lexikon rövid megfogalmazása szerint az aranyszabály kifejezés a Hegyi Beszéd mondatára utal, miszerint „amit akartok, hogy veletek tegyenek az emberek, ti is tegyétek velük”⁴⁸; illetve másik oldalról közelítve: „ne tedd azt mással, amiről nem akard, hogy veled tegyék” (quod tibi fieri non vis, alteri ne feceris). Ez a másodikként említett követelmény (vagyis tulajdonképpen az aranyszabály negatív megfogalmazása⁴⁹) az, amelyet a iustitia commutativa az egyének

⁴⁴ Vékás: i.m.

⁴⁵ E követelmény jogszabályi alapját a Ptk. 201.§ (1) bekezdés képezi, mely előírja, hogy a szerződéssel kikötött szolgáltatásért - ha a szerződésből vagy a körülményekből kifejezetten más nem következik - ellenszolgáltatás jár. Miként arra a Kommentár és az Alkotmánybíróság is rámutat, a „Ptk. 201. § (1) bekezdése az egyenértékűség elvét fogalmazza meg. Ez annyit jelent, hogy a szerződéssel kikötött szolgáltatásért egyenértékű ellenszolgáltatás jár, vagyis olyan, amelynek értéke a szolgáltatás értékéhez viszonyítva nem mutat feltűnően nagy különbséget” (ld. 55/1998. (XI. 27.) AB határozat).

⁴⁶ Ld. Ptk. 4.§ (1) bekezdés.

⁴⁷ Frivaldszky: i.m. 454-455. o.

⁴⁸ Mt. 7,12; Lk. 6,31

⁴⁹ Ez a formula is megtalálható a Szentírás ószövetségi részében, ld. Tób 4,15).

egymással szembeni viselkedésére előír.⁵⁰ A pozitív, krisztusi formula ugyanakkor ennél magasabb mércét állít fel: arra ösztönöz minket, hogy olyan helyzetekben is vállaljuk fel a jó cselekedeteket, amikor az (jogilag) nem volna kötelező.⁵¹

Érdekes módon mégis találhatunk tételes jogi példát az evangéliumi formula kötelezővé tételére. Talán egyik legszemléletesebb példája ennek a segítségnyújtás elmulasztásának pönalizálása.⁵² Ennél a büntetőjogi tényállásnál ugyanis a bűncselekmény elkövetője bárki lehet, mivel az általános segítségnyújtási kötelezettség mindenkit terhel (kivéve azt, aki maga is segítségre szorul) függetlenül attól, hogy nem az ő magatartásával okozati összefüggésben következett be a sértett ilyen állapota, tehát nem ő idézte elő a rosszat. Nem elég tehát a rossztól való tartózkodás, pozitív, tevőleges magatartásra is szükség van ahhoz, hogy a felelősségre vonás alól mentesülhessünk.

A magánjog területén is találhatunk példákat a pozitív formula megkövetelésére, bár itt sok esetben nem ilyen egyértelmű a helyzet. Polgári Törvénykönyvünk egyik alapelve a jóhiszeműség és tisztesség, valamint a kölcsönös együttműködés követelménye.⁵³ A Ptk. alapelvei ugyanakkor többnyire generálklauzulák, melyek értelmezése gyakran vitákat generál a jogirodalomban. Ezt mutatja be Lábady Tamás, amikor a fenti alapelv kapcsán rögzíti⁵⁴, hogy míg Vékás ezt etikai megalapozottságúnak tartja, addig Harmathy szerint az elv etikai megalapozása „ma még nem tisztázott”; e feladat elsősorban a bírói jogalkalmazásra vár. A Legfelsőbb Bíróság ugyanakkor egy konkrét ügyben⁵⁵ úgy tűnik, magáévá tette az etikai megalapozásra vonatkozó fejtegetéseket, mi több, az arany szabály pozitív formulájának alkalmazásával döntötte el az elé került jogesetet. Az alapul fekvő tényállás szerint egy nyugdíjas magánszemély egy pénzügyintézetnél takarékjegyeket vásárolt, melyek lejárat ideje 12 hónap volt, ám az idős magánszemély egy nappal a lejárat előtt kiváltotta a takarékjegyeket, és ezzel elesett a kamattól. A Legfelsőbb Bíróság szerint a megfelelő szakapparátussal rendelkező pénzügyintézet megsértette együttműködési kötelezettségét azzal, hogy az ügyfelet nem figyelmeztette a - nyilvánvalóan tévedésből eredő - korábbi felvételről. Emiatt a bíróság a teljes kamatnyereség kifizetésére kötelezte a pénzügyintézetet.

⁵⁰ http://www.uni-miskolc.hu/~wwwjuris/jogelm_rendszeres.pdf (2011-07-21) 46. o.

⁵¹ Horváth István Sándor. Elérhető: <http://www.evangelium365.hu/evangelium/2011-06-21> (2011-08-04)

⁵² 1978. évi IV. törvény a Büntető Törvénykönyvről (Btk.) 172.§

⁵³ 1959. évi IV. törvény a Polgári Törvénykönyvről (Ptk.) 4.§ (1)

⁵⁴ Lábady Tamás: A magyar magánjog (polgári jog) általános része. Dialóg Campus Kiadó, Budapest-Pécs 2002. 142 - 143. o.

⁵⁵ BH 1996/7. 364.

4. Az aranszabály és a iustitia commutativa szellemiségének megjelenése a shortolás hazai szabályozásában

4.1. Általános megfontolások és terminológiai problémák

A iustitia commutativa és az aranszabály joggal való lehetséges kapcsolódási pontjait már a 3.2. cím alatt elkezdtük felderíteni néhány példán keresztül, most azonban az általánosabb összefüggések elemzésének folytatása helyett vizsgálódásainkat a shortolásra vonatkozó magyar szabályozásra igyekszünk korlátozni a továbbiakban. Ez irányú törekvéseinket nehezíti, hogy a short selling vagy rövidre eladás kifejezéseket a magyar jogszabályok nem használják, így a kérdéskört rendező előírások beazonosítása, feltárása jelenti az első problémát. Következetlenséget mutat ugyanakkor, hogy a PSZÁF használja a short selling kifejezést különböző aktusainak címében (ld. pl. a már említett 4/2008. sz. Vezetői körlevelet, mely „Adatszolgáltatási kötelezettség elrendelése a short selling ügyletek bejelentésére” címet viseli).

A pénzügyi területre vonatkozó joganyagot vizsgálva arra a következtetésre jutottunk, hogy a rövidre eladás folyamatának az értékpapír-kölcsönzéseként leírt jogintézmény nélkülözhetetlen eleme, így az erre vonatkozó rendelkezéseken keresztül érthetjük meg legpontosabban a shortolásra vonatkozó jogalkotói szándékot. Sőt olyan forrásokkal is találkoztunk melyek gyakorlatilag szinonimaként használják a shortolás és az értékpapír-kölcsönzés fogalmát⁵⁶, bár ezzel kapcsolatban fenntartásainkat szeretnénk hangsúlyozni, tekintettel arra, hogy rövidre eladni nem csak értékpapírokat lehet, hanem, mint a korábban (ld. 1.3. C) pontot) láttuk, devizát is, így az értékpapír kölcsönzésre vonatkozó rendelkezések nem fedik le teljes körűen a shortolás témakörét. Annál is inkább így van ez, mivel az értékpapír-kölcsönzés álláspontunk szerint nem csupán short, hanem long ügyletek alapjául is szolgálhat. Mindezek ellenére terjedelmi okokból most csak az értékpapír-kölcsönzésre vonatkozó szabályokat tárgyaljuk a iustitia commutativa és az aranszabály érvényesülésének szemszögéből.

⁵⁶ Ebben az alábbi magyarázatot olvashatjuk: „Short Sale, avagy értékpapír-kölcsönzés, lehetőséget nyújt a részvényárfolyam csökkenésére spekulálni.” Ld.: <http://www.fio.hu/reszvenyek-befektetesek/egyeb-szolgáltatások/ertekpapir-kolcsonzes> (2011-08-12).

4.2. A jogszabályi keretéről általában

Magát az értékpapír-kölcsönzést a Tőkepiaci törvény⁵⁷ (továbbiakban Tpt.) definiálja. Eszerint a fogalom alatt értékpapír tulajdonjogának olyan átruházása értendő, amelynek keretében a kölcsönbe adó a kölcsönbe vevő részére azzal a kötelezettséggel ruház át értékpapírt, hogy a kölcsönbe vevő köteles azonos darabszámú és azonos sorozatú értékpapírt egy, a szerződésben vagy a kölcsönbe adó által meghatározott jövőbeni időpontban visszaadni a kölcsönbe adó vagy az általa megjelölt harmadik személy részére. A Tpt. értelmében az értékpapír-kölcsönzést csak meghatározott szervezeti keretek között lehet végezni azt követően, hogy a tevékenység megkezdése előtt az erre irányuló szándékot bejelentették a Felügyelet felé.⁵⁸ Néhány további, főként az értékpapír-kölcsönzési szerződésre vonatkozó előírást tartalmaz még a Tpt., mely azt is rögzíti, hogy az általa nem szabályozott kérdésekben a Ptk. pénzkölcsönre vonatkozó rendelkezései alkalmazandók.

E két jogszabály mellett fontos előírásokat tartalmaz - különösen a befektetővédelem terén - a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény (továbbiakban Bszt.) is.

4.3. Az arany szabályban foglalt követelmények megjelenése a vonatkozó jogszabályokban

Első látásra meglepő lehet, hogy az arany szabály még a „kapitalizmus farkastörvényei” szerint működő tőzsdei ügyletekben, illetve a rájuk vonatkozó szabályozásban is megjelenik. Az alábbiakban azon jogszabályhelyek bemutatására törekszünk, melyekben mindez tetten érhető. Előrebocsátjuk, hogy az alábbiakban tárgyalásra kerülő rendelkezések, bár nem az értékpapír-kölcsönzés meglehetősen rövid szabályai között nyertek szabályozást, de álláspontunk szerint - figyelemmel az elemzett jogszabályok hatályára is - az értékpapír-kölcsönzésre, és a shortolásra is irányadók.

A) Belföldes kereskedelem és piacbefolyásolás tilalma

⁵⁷ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról, 5.§ (1) bekezdés 44. pont

⁵⁸ Tpt. 168.§ (1)

Elsőként a bennfentes kereskedelem és piacbefolyásolás tilalmát⁵⁹ említhetjük e körben. A kérdésnek azért van nagy jelentősége, mert - miként az EU 1989-ben megfogalmazott vonatkozó irányelve⁶⁰ is hangsúlyozza - a bennfentes kereskedelem ('insider trade') „aláássa a befektetők esélyegyenlőségét, a piacba vetett bizalmát, és veszélyes a tagországok gazdaságára, valamint a részvénytőzsdéik megfelelő működésére.”⁶¹ A Tpt. ezért igyekszik tágan megvonni a fogalom határait, melynek lényege, hogy a törvényben meghatározott bennfentes személy - saját nevében vagy képviselőként eljárva - saját vagy harmadik személy javára történő előnyszerzés céljából megvalósítja a törvényben felsorolt magatartások valamelyikét.⁶² Az ilyen magatartások veszélyességét jelzi, hogy a bennfentes kereskedelmet a Btk. is tiltja, ráadásul az általa felsorolt elkövetési magatartások közül csak egynek eleme az előnyszerzés, mint cél.⁶³

Röviden tehát azt is mondhatnánk, hogy a bennfentes kereskedelem olyan információk birtokában történő kereskedést jelent, melyek nincsenek mindenki birtokában. És itt már érezhetően megjelennek az etikai problémák, mint például az információkhoz való egyenlő hozzáférés joga, ami a tamási csere-igazságosság fogalmából („mindenkinek megadni az őt illetőt”) is levezethető. Emellett nyilvánvalóan sérti a jóhiszeműség és tisztesség, valamint a korrekt tájékoztatáshoz való jogot is.

A piacbefolyásolás, mint tiltott tevékenység alatt az alábbiakat érti a Tpt.: olyan ügylet kötése, amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad/adhat az adott pénzügyi eszköz keresleti vagy kínálati viszonyairól, árfolyamáról, vagy amely az adott pénzügyi eszköz árfolyamát mesterséges vagy rendellenes szinten rögzíti. Ide tartozik továbbá olyan ügylet kötése is, amely színlelt, illetve amelyben bármilyen más formájú megtévesztéshez, manipulációhoz folyamodnak, vagy megalapozatlan, félrevezető, hamis információkat közölnek, híresztelnek, nyilvánosságra hoznak. A tényállás megállapíthatóságához az is szükséges, hogy az információt terjesztő személy az információ hamis vagy félrevezető mivoltának tudatában van, vagy az adott helyzetben elvárható gondossággal eljárva tudatában kellett volna lennie.⁶⁴ A tilalmazott magatartás

⁵⁹ Tpt. 200.§, majd 201-205.§

⁶⁰ ETS (1989)

⁶¹ Vajda István: Bennfentes kereskedelem. In: Közgazdasági Szemle, Közgazdasági Szemle, L. évf., 2003. március, 235. o.

⁶² Tpt. 201.§

⁶³ Btk. 299/A.§

⁶⁴ Tpt. 202.§

megállapíthatóságához viszont - miként a PSZÁF Soros ügyben hozott határozata hangsúlyozza - nincs szükség az eredmény bekövetkezésére, a piacbefolyásolás tényleges megvalósulására.⁶⁵

Az erkölcsi probléma tehát a piacbefolyásolás esetén abban ragadható meg, hogy a tiltott cselekmény megvalósítója - tudatosan vagy gondatlanul - hamis és/vagy félrevezető információkat terjeszt, melyek alkalmasak mások félrevezetésére. Ez pedig a „ne tedd mással, amit nem akarsz, hogy veled tegyenek” követelményébe (arany szabály negatív formulája) ütközik.

B) A befektetési szolgáltatók tájékoztatási kötelezettsége

Bár az értékpapír-kölcsönzést a Bszt. tételesen nem nevesíti, mint befektetési vagy kiegészítő befektetési szolgáltatást, álláspontunk szerint ebben az esetben is alkalmazandók a Bszt. széles tájékoztatási kötelezettséget előíró rendelkezései; annyiban mindenképpen, amennyiben azt befektetési szolgáltató végzi (végezheti, hiszen a törvény kifejezetten megengedi),⁶⁶ hiszen a tájékoztatási kötelezettség a befektetési vállalkozást terheli.

A törvény általános követelményként előírja, hogy a szolgáltató köteles az ügyfél vagy leendő ügyfél részére világos, egyértelmű, kiegyensúlyozott és pontos tájékoztatást adni, egyúttal rögzíti, hogy tilos az ügyfelek megtévesztése.⁶⁷ Az általános követelményeket a jogalkotó igyekszik konkretizálni⁶⁸: részletesen előírja, hogy a tájékoztatásnak mire kell kiterjednie, illetve milyen formában, módon kell annak eleget tenni. Pozitívumként értékelhetjük, hogy a lakossági ügyfelek részére nyújtandó tájékoztatással kapcsolatban fokozott követelményeket támaszt a törvény, kifejezésre juttatva ezzel a kiigazító igazságosság követelményét, hiszen a lakossági ügyfél-pénzügyi intézet kapcsolatban nagyobb fokú az ügyfelek kiszolgáltatottsága. A magunk részéről ugyancsak üdvözljük, hogy a törvény kifejezetten is előírja, hogy a szolgáltató nem hangsúlyozhatja a (kiegészítő) befektetési szolgáltatási tevékenység, vagy a pénzügyi eszköz előnyös tulajdonságait, jellemzőit anélkül, hogy ezzel egyidejűleg a hátrányos tulajdonságok vagy jellemzők, illetőleg a kockázatok tárgyilagos és pontos bemutatására sor ne kerülne.⁶⁹ Ugyanakkor e

⁶⁵ PSZÁF II/PP-B-24/2009. számú határozat

⁶⁶ Ld. Bszt. 8.§ (5) bek. f)

⁶⁷ Bszt. 40.§ (1)

⁶⁸ Ld. Bszt. 40.§ (2) - (10), 41-43.§

⁶⁹ Bszt. 40.§ (2) bek. c)

követelmény betartásának ellenőrzése különösen szóbeli tájékoztatás esetén nehézségekbe ütközik, de írásbeli tájékoztatás esetén is megvannak a „technikái”, hogy a lényeg a sorok között, vagy az általánosság magas szintjén maradjon.⁷⁰

C) Előzetes tájékoztatói kötelezettség és ügyfélminősítés

A Bszt. a fenti címei alatt található rendelkezések⁷¹ mögött ugyancsak észrevehetjük a *iustitia commutativa* gondolatát, hiszen e szabályok értelmében a befektetési vállalkozás a szerződéskötést megelőzően köteles tájékozódni az ügyfél ismereteiről, majd ezek alapján minősítenie kell a befektetőt. A továbbiakban az így kapott minősítéshez fog igazodni a tájékoztatás kiterjedtsége és a befektetővédelem mértéke, a vállalkozás ennek megfelelően ajánlhat pénzügyi eszközöket és befektetési szolgáltatásokat az ügyfélnek.⁷²

5. Záró gondolatok

Dolgozatunkban tulajdonképpen egy gazdasági ügylet és az igazságosság viszonyát próbáltuk elemezni, egy morális alapelvre figyelemmel. Kockázatos vállalkozás, hiszen többnyire elfogadottnak tekinthetjük, hogy az értékek általában nem tárgyai a közgazdasági elemzésnek.⁷³ Valójában itt nem is erről van szó, sokkal inkább egy gazdasági ügylet etikai és jogi nézőpontból történő vizsgálatáról, melynek során végső soron arra keressük a választ, hogy mi módon lehetne az igazságosságnak és az arany szabálynak leginkább megfelelő szabályokat alkotni a shortolásra vonatkozóan. Kérdésfeltevésünkben implicite egyfajta állásfoglalás is található, hiszen az ideálshoz közelítő szabályozás keresésével jelezzük, hogy nem értünk egyet azzal a felfogással, mely a rövide eladással kapcsolatos problémákat egyszerűen az ilyen ügyletek teljes körű betiltásával kívánja

⁷⁰ Példaként említhetnénk a néhány évvel ezelőtt megkötött devizahitel szerződéseket. A példa nyilván sántít, hiszen azokra nem a Bszt., hanem a Hpt. előírásai vonatkoznak, de ugyanazok a technikák alkalmazhatók a jogszabályi követelményeknek való formális megfelelés teljesítésére oly módon, hogy az átlag ügyfél számára a valódi kockázat mértéke ne tűnjön ki. Egy konkrét hitelszerződés CHF klauzulája például az alábbiakat rögzíti: „Adós kifejezetten nyilatkozik, hogy a banki felvilágosítást, mely szerint a jelen kölcsön vonatkozásában jelentős árfolyamkockázata keletkezhet abban az esetben, ha az árfolyam jelentősen változik, a kölcsön fedezete pedig nem CHF forrás, megértette és ezen információ birtokában is igénybe kívánja venni az e szerződésben meghatározott kölcsönösszeget, illetve igényli a CHF nyilvántartást.” Ezzel kapcsolatban első probléma, hogy a mondat szerkesztése az átlag ember számára bonyolult, többszörösen összetett. Második észrevétel: szemléltetni kellett volna, mit jelent a 'jelentős árfolyamkockázat'.

⁷¹ Bszt. 44-51.§

⁷² A befektetővédelmet szolgáló jogszabályi rendelkezések. (ÁKK Zrt. tájékoztató anyag)

Elérhető: <http://www.akk.hu/object.d5dfcd6d-ebc1-4647-ae5b-dba101a29e35.ivy> (2011-08-13)

⁷³ Pete Péter: Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről. In: Közgazdasági Szemle, XLVI. évf., 1999. május, 390. o.

orvosolni. A teljes körű tiltás helyett - mely véleményünk szerint már csak a fogalmi bizonytalanságok⁷⁴ miatt sem kivitelezhető - e tevékenység megfelelő keretek közé szorítását tartjuk tehát a járható útnak. Az ideális szabályozás kérdését ezúttal nem vizsgáltuk, csupán a vonatkozó magyar szabályozás köréből igyekeztünk kiemelni néhány rendelkezést, melyet áthat a kiigazító igazságosság szellemisége.

A vonatkozó hazai rendelkezések áttekintését követően megállapítható, hogy a jogalkotó több alkalommal is teret kíván adni a *iustitia commutativa* követelményének, hiszen több esetben is megfigyelhető a kiszolgáltatottabb fél védelme. Mégis, sokszor az az érzésünk, hogy a gyakorlatban mindez ritkán érvényesül, ezért is igyekeztünk az elméleti jellegű dolgozat kereteit túllépve konkrét esetekkel is szemléltetni, hogy a jogalkalmazástól sem teljesen idegen ezen elvek alkalmazása (Soros György PSZÁF büntetése és az ezt követő bírósági eljárások, valamint a LB ítélete az idős ügyfelet nem tájékoztató pénzügyi intézménnyel szemben).

Ugyanakkor azzal is tisztában vagyunk, hogy még a lehető legjobb szabályozás mellett sem lehet elkerülni, hogy adott esetben - például egy joghézagon, vagy kiskapun keresztül - egyesek komoly károkat okozzanak, akár jogkövetkezmények nélkül is, a többi szereplőnek. Egy ponton túl tehát a jog tehetetlen. Az adott esetben igazságos, helyes, a másik fél érdekére is tekintő magatartás megállapításához szükség van erkölcsi érzékre, kapaszkodókra is, mind a piaci szereplők, mind a felügyeleti és jogalkalmazó szervek számára. Egy ilyen kapaszkodó szerepét tölti be az aranyszabály, mely alapvetően morális gyökerei ellenére helyet kell, hogy kapjon - és mint láttuk, időnként helyet is kap - a jogalkotási, de különösen a jogalkalmazási tevékenység során.

Dr. Veres Zoltán

⁷⁴ Nagyon nehéz ugyanis meghúzni, hogy meddig terjednek a spekuláció határai. Ezzel kapcsolatban ismételtlen utalunk André Kosztolányi felvetésére a bibliai József történetével kapcsolatban, ahol a tőzsdeguru spekulációnak minősítette a készletek felhalmozását, majd „piacra öntését” a szűk esztendők idején.