

egyenrangúvá teszi a polgárokat, de a *személytelen kapcsolatokat szervező piac intézménye* révén. A felek közötti ‘csere’, ami így létrejön, a pénz és a piac jellege folytán *formalizált* és személytelen, és éppen ez a *közvetítettség* biztosítja a modern polgár *személyes függetlenségét*. Senki nem függ a modern piaci viszonyok között konkrét személyek jóindulatától, ami a feudális kornak volt a jellemzője. Annál inkább van így, minél inkább a piac által közvetített a csere. A személytelenség modern „vívmánya” megszüntette a feudális személyközi függést, de nagy árat kellett ezért fizetni: ez a piacgazdaság a *szándékolt személyközi eredményeket* (pl. jószándékúság, jóakarát, áldozathozatalra kész jóindulatúság, jótékonyosság) iktatta ki.² Ami maradt és központivá lett, azaz a korrekt piaci magatartás. A modern felfogásban a *piac szándékolatlan* – azaz az arra való *törekvés nélkül* létrejövő – *következménye a közjó*, ami a ‘láthatatlan kéz’ vezetése által történik.³ A modernitás az autonómiát és a szabadságot tette az első helyre, s ezt a rendet a piac szabályozza a maga személytelen, mert közvetített, és *funkcionális*, azaz a *gazdasági rendszert* szabályozó logikájával. A liberális piacelvű gondolatiság szerint maga a piaci verseny az új etika, ami önfegyelemre és racionális tervezésre nevel, ami által javakat hoz

² Vö. FRIVALDSZKY János: Jó kormányzás a neokonzervatív/neoliberális korszak után: a közjóra irányuló szubszidiárius-relacionális kormányzás felé. *Iustum Aequum Salutare*, IX., 2013/2. 58–60. Ld. Luigino Bruni érvelését: Luigino BRUNI: *L'ethos del mercato. Un'introduzione ai fondamenti antropologici e relazionali dell'economia*. Milano–Torino, Bruno Mondadori, 2010. 115–122. Természetesen e két munkában Adam Smith „Az erkölcsi érzelmek elmélete.” („*The Theory of Moral Sentiments.*”) című műve is elemzésre kerül, ami összességében csak árnyalja a főművében foglaltakat. Soros György így nyilatkozik meg a piacot mozgató „láthatatlan kézről”: „Ez a láthatatlan kéz attól olyan hatékony, hogy nem kell erkölcsi megfontolásokat tekintetbe vennie. Az értékek csakis pénzben kifejezhetőek, a pénz pedig helyettesíthető.” SOROS György: *Soros-előadások a Közép-európai Egyetemen*. Budapest, Scolar Kiadó, 2013. 94.

³ „Csak a nyereség érdekében fektet be bárki is tőkét valamely tevékenységbe, és ezért igyekszik ezt mindig olyan tevékenység fenntartására használni, melynek eredménye valószínűleg a legnagyobb értékű lesz, illetőleg amelyet pénz vagy más javak lehető legnagyobb mennyiségére lehet becsérelni. [...] Azzal tehát, hogy minden egyén töle telhetően igyekszik tőkéjét a hazai tevékenység fenntartására használni, és ezt a tevékenységet úgy irányítani, hogy *termelése a lehető legnagyobb értékű legyen, szükségszerűen azon dolgozik, hogy a társadalom évi jövedelme a lehető legnagyobb legyen, bár általában nem a közösség érdekét akarja előmozdítani, és nem is tudja, mennyire mozdítja azt elő*. Ő csak saját biztonsága miatt támogatja a hazai tevékenységét inkább, mint az idegent, és *csak saját nyereségét keresi*, mikor azt úgy irányítja, hogy annak termelése a legnagyobb értékű legyen. Ebben is, mint sok más esetben, *láthatatlan kéz vezeti őt egy cél felé, melyet ő nem is keresett*. A társadalomnak pedig nem is éppen baj, hogy ő ezt a célt nem ismeri. Azzal, hogy *ő saját érdekét követi, gyakran a társadalomét eredményesebben mozdítja elő, mint ha annak előmozdítása lett volna valóságos célja*. Sohasem láttam még, hogy sok jót okoztak volna azok, akik úgy mutatták, hogy a közösség javáért kereskednek. Ez a tetszélges valóban nem is igen szokásos a kereskedőknél, és igen kevés szóval el lehet őket ettől téríteni. (kiemelések tőlem: F. J.)” SMITH (2011) i. m. 488–489.

létre.⁴ A piacot a Max Weber által leírt ‘kapitalizmus szelleme’ vezérli, amelyet a puritán, szinte már aszketikus protestáns etika jellemzett, s ahol a pénzkereset – és a takarékoskodás – valódi nemes, kötelességtudat által fémjelzett hivatást és a munka méltán megérdemelt gyümölcsét jelentette, előbb mint az isteni áldás jelét, utóbb, szekularizált formájában pedig, mint a polgári gyarapodás természetes folyományát.⁵ Az így szaporított, keletkező javak mértéke, mennyisége, azaz az ily módon keletkező egyéni és társadalmi jóllét *anyagi mértéke* jelenti immáron az új erkölcs mércéjét. Időben előre haladva az utilitarizmus morálfilozófiája kiteljesíti ezt, miközben az alapul fekvő erényesség mind jobban elsikkad.

A piac személytelen, közvetített és funkcionális működése egyre inkább *autoreferenciálissá* vált a pénz újfajta, *kifizetéseken* nyugvó működésmechanizmusa (Niklas Luhmann) révén, egyre jobban és jobban elszakadva a közvetlenebb személyközi kapcsolatoktól és azok természetétől, erényeitől. Sőt, maguk az emberi kapcsolatok is jobbára a piacon keresztül közvetítődtek, mediatizálódtak még a magánjellegű relációkban is. A ‘piaci csere’ modellje továbbá némely meghatározó szociológus gondolatiságában *más* társadalmi rendszereket is egyrészt a csere logikája révén alakított át, másrészt behatolt ezekbe a pénzben mérhető *gazdasági anyagelvűség*.⁶ A politika rendszerétől kezdve az egészségügyön és az oktatáson át a sport világáig a csere, valamint a *pénzben mérhetőség* uralja korunkat, különösen a neoliberális paradigmában.

⁴ Vö. Max WEBER: *A protestáns etika és a kapitalizmus szelleme. Vallásszociológiai írások.* Budapest, Gondolat, 1982.

⁵ Vö. WEBER (1982) i. m. 76–77., 254., 270–272., 278–279., 287.

⁶ Az egyre inkább terjedő piaci logika kétféle, szubsztantív és formális értelmezéséhez ld. Pokol Béla tanulmányát: „A piaci logika kiterjesztése két eltérő irányban is megfigyelhető volt az elmúlt évtizedek társadalomelméleti irodalmában, ám a két irány eltérő jellege nem áll tisztán sok szerzőnél, és megítélésem szerint a jog gazdasági elméletének egyes írásainál is fennáll ez a probléma. Röviden összefoglalva azt lehet mondani, hogy egyrészt megindult az elmúlt évtizedekben egy olyan elméleti irány, amely a *gazdasági szférában talált piaci logikát kiterjeszteni* igyekezett és a fokozatos kiterjesztés után, mint társadalomelméleti paradigma áll előttünk, másrészt találhatunk olyan elemzéseket is, amelyek az *eredeti szűk értelemben felfogott rentábilis/nem rentábilis szerinti piaci logikát kutatják a termelési-gazdasági szférán túli társadalmi alrendszerekben.*” POKOL Béla: *Jogbölcseleti vizsgálódások.* Budapest, Nemzeti Tankönyvkiadó, 1994. 60–61.

2. Modern kor: a társadalmi viszonyok a ‘*status*’-tól a ‘*contractus*’ felé haladtak

A piac fő jogviszonya a polgárok által kötött ‘*szerződés*’, ami a polgári jog – a ‘tulajdon’ mellett – legfontosabb területévé válik, mint a *tulajdonnal való rendelkezés*, azaz a tulajdon *dinamikus* oldala. Ennek következtében a tulajdon *statikus* oldala, azaz a *magántulajdon védelme*, s annak dinamikus oldala, vagyis a tulajdonnal való rendelkezés (szerzés, elidegenítés, megterhelése stb.) a központi a modern polgári társadalomban, s így annak *polgári jogában*. Mindezek legfőbb fóruma a piac. Így a *piacszabályozás* és a *piacvédelem* a polgári jog talán legfőbb feladata, mégpedig az előbb elmondottak céljából.

A modern korban kialakul a piacon *gazdaságilag célracionális* módon cselekvő polgár ideája. Max Weber a formális gondolkodást és a *kiszámíthatóságot* teszi meg a piaci gazdasági tevékenység alapjául. Ezeknek nélkülözhetetlen feltétele a jog, mint az emberek között formális és kiszámítható módon, általános normák által szabályozott kapcsolat. A *jog kiszámíthatósága* elsősorban azt jelenti, hogy a gazdaság alanyai *kalkulálni* tudnak a *jövőre* vonatkozóan, hogy milyen esélyeik vannak a gazdasági javak fölötti rendelkezés megszerzésére és annak megtartására.⁷ Az individuumok közötti kapcsolatokat az állami tárgyi jog által *kikényszeríthető* szerződések szabályozzák. A *szerződés* válik e modern piaci kapcsolatok, sőt, a polgári társadalom kiváltképpeni lényegévé, ami a magánjog jellegét is meghatározza:

„Szemben a korábbi idősakkal, a modern jogéletnek – kivált a magánjogban – mindenekelőtt az a leglényegesebb materiális sajátossága, hogy erősen megnövekszik a jogi *ügyletnek*, különösen a *szerződésnek* mint a jogi kényszerrel szavatolt igények forrásának a jelentősége. A magánjog szférájára ez annyira jellemző, hogy a magánjog körén belül a közösség mai formáját a potiori egyenest »szerződéses társaságnak« lehet nevezni.”⁸

Henry Sumner Maine némileg hasonlatosan a családi függőség feloldódásában és az *egyén*, mint a polgári jog által figyelembe vett egység előtérbe kerülé-

⁷ Max WEBER: *Gazdaság és társadalom* 2/1. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1992. 11.

⁸ Max WEBER: *Gazdaság és társadalom* 2/2. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1995. 25.

sében látja a modern társadalmak haladó mozgását.⁹ Híressé vált megállapítása szerint az emberek és az azok közötti kapcsolatok jogi megítélése a *státustól* a *szerződés* felé való – haladást kifejező – mozgást mutatja:

„A státus minden formája, melyet a személyi jog tekintetbe vesz, az ősidőkben a családban lakozó hatalmaktól és előjogokból származik [...]. Ha tehát mi a státust [...] csak az ilyen személyi viszonyok megjelölésére foglaljuk le, és elkerüljük a fogalom alkalmazását az olyan viszonyokat illetően, amelyek megegyezés közvetlen vagy távlati eredményei, akkor azt mondhatjuk, hogy a haladó társadalmak mozgása eddig a státustól a szerződés felé tartó mozgás volt.”¹⁰

Émile Durkheim a ‘mechanikus szolidaritás’-ról az ‘organikus szolidaritás’-ra való áttérésben látja a modern kor sajátosságát. Az előbbihez a ‘represszív’ jellegű, az utóbbihoz a ‘restitutív’ jellegű jog tartozik. A mechanikus szolidaritás sajátja, hogy közvetlenül kapcsolja az egyént a társadalomhoz és ennek megfelelően ezt a típusú szolidaritást az elnyomó jog kényszeríti ki. Az organikus szolidaritásra ezzel szemben – többek között – az jellemző, hogy *közvetve* kapcsolja az individuumot a társadalmi testhez.¹¹ A restitutív jog csak a megzavart viszonyok helyreállítását célozza a – szerződéses – emberi viszonyokban.

Láthatjuk tehát, hogy a szociológiai jellegű megközelítésekben a modern kor sajátja az, hogy a személyközi viszonyok szerződésekké válnak, de a feudális korhoz képest ez már közvetett, mégpedig főként a piac által közvetített. Úgy is fogalmazhatnánk, hogy a piaci csere személytelen, közvetített intézményes szerződéses mechanizmusai fémjelzik a modern korban megjelenő változást. Ezáltal a *piaci kifizetések rendszere* sajátos logikája által *funkcionálisan lehatárolja* és egyben *el is különíti* a gazdasági-pénzügyi rendszert a társadalom többi rendszerétől.

⁹ Henry Sumner MAINE: *Az ősi jog*. Budapest, Gondolat, 1988. 126.

¹⁰ MAINE i. m. 127. Maine, F. Tönnies és Max Weber gondolatainak összevetésére a ‘contractus’ és a ‘status’ viszonyát illetően a közösség és társadalom dichotómiájában ld. POLÁNYI Károly: *Az archaikus társadalom és a gazdasági szemlélet*. Budapest, Gondolat, 1976. 153–155.

¹¹ A két szolidaritás-típus és a kollektív tudat összefüggéseinek elemzéséhez ld. NÉMEDI Dénes: *Durkheim. Tudás és társadalom*. Budapest, Áron Kiadó, 1996. 45–77.

3. Egyre inkább a tőzsde válik közvetített és személytelen jellegében a piaci működés prototípusává

A XX. század elejére közepére a ‘piaci csere’ alapvető mintája manapság már nem az *árúk* személyközi viszonyokban lezajló piaci *adásvétele*, hanem a még *közvetítettebb*, s így még *személytelenebb tőzsdei adásvételek*. Emblematikus, hogy például a Nobel-díjas közgazdász, Paul A. Samuelson, akinek nézetei közel állnak a neoklasszikus közgazdaságtanhoz, s akinek tankönyvét majd negyven nyelvre fordították le (társszerzője: William D. Nordhaus), a piac működésének példaként rögtön a Chicagói Árutőzsde és a New York-i Értéktőzsde példáját hozza.¹² Már az is figyelemre méltó, hogy nála a piac fő funkciójában nem egy olyan helyet jelent, ahol kölcsönös igények kielégítése történik a kereslet és kínálat találkozása révén, hanem egy olyan *eljárást*, ahol az *ármeghatározás* folyik: „*a piac olyan eljárás, amelynek révén a vevők és az eladók kölcsönhatásba lépnek egymással, hogy meghatározzák az illető jószág árát és mennyiségét.*”¹³ Tehát nem az *emberi igények* kielégítésén van a hangsúly, így még kevésbé lehet szó *valóban* emberi interakciókról. Továbbá nem esik szó természetesen ‘igazságos ár’-ról sem. Márpedig a piac lényegi természete az lenne, mutat rá a ‘civil gazdaság’ közgazdaságtanának két nagy kortárs klasszikusa, Luigino Bruni és Stefano Zamagni, hogy a polgári, az a civil érintkezés ezen terepe, amely a *polgári humanitás* erényeit igényli, valóban az legyen, ami a lényegi célja, hivatása.¹⁴ Ha elszakad a polgári humanizmus elveitől, akkor *patológiás* helyzetbe kerül – írja az olasz szerzőpáros. Azt kell megvizsgálnunk, hogy mikor szakadt el attól. Az kétségen kívül áll, hogy patológiás a jelenlegi gazdasági és pénzügyi működés, egyrészt mert e mechanizmus *effektíve pénzügyi-gazdasági világválságot* okozott, másrészt *erkölcsi* tekintetben is, mert (meghatározó) pénzintézetek és más pénzügyi szereplők számos *pénzügyi visszaélése*, illetve *bűncselekménye* is övezi e válságot. Nézetünk szerint a jelen gazdasági világválság nem a *rendes pénzügyi működés* „*természetes velejárója*”, mint amilyen – mondjuk – a téli megfázás vagy influenza az egyébként egészséges embereknél, hanem *alapvető rendszerproblémákról*, jelentős *felfo-gásbeli torzulásokról* van szó a gazdasági csere eredeti és helyes, azaz humánus (embert szolgáló) koncepciójához képest. A pénzügyi műveletek szerepe torzult

¹² Paul A. SAMUELSON – William D. NORDHAUS: *Közgazdaságtan I. Alapfogalmak és makroökönómia*. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1987. 82.

¹³ Uo.

¹⁴ Luigino BRUNI – Stefano ZAMAGNI: *Civil gazdaság. Hatékonyság, méltányosság, köz-jóllét*. Budapest, L’Harmattan, 2013. 189.

el, miközben nemzetközi *spekulatív* formájukban *hihetetlen mértékben túlburjánzottak*¹⁵ *elszakadva a reálgazdaságtól*, és a jelen pénzügyi világválságban magukkal rántották a (reál)gazdaság jelentős részét. Tehát maga a nemzetközi *pénzügyi rendszer*, a bankrendszer a válságot okozó *fertőzés oka*, mégpedig a *legfejlettebb* országokkal, a *nemzetközi pénzügyi központokkal* az élen, így ez a válság *jelentősen különbözik* a korábbi (globális) válságoktól.¹⁶ Így nem is lehet a korábbi globális válságokhoz hasonlóan a *piaci rendszer logikáján* belül kezelni a válságot. A pénzügyi rendszer következképpen *egész jellegében* „romlott el”, vált diszfunkcionálissá. Ezért feltétlenül szükséges végiggondolni a (nemzetközi) gazdaság *többszörösen áttételezett spekulatív tőke-központúságának* kérdését, ami e válság fő oka. De nemcsak gazdasági-pénzügyi, hanem *morális* szempontból is. A spekulatív pénzügyi tranzakciók rendkívüli mértékben való elszaporodásának nyilvánvaló oka az, hogy az jóval több *profitot, hozamot, hasznot* termel, ígér¹⁷ mint a reálgazdaság, azaz az *anyag termelői* szféra. Ezen csábítás okozta *mérhetetlen* és *telhetetlen profithajhászás* és az általa eredményezett *pénzügyi felelőtlenség* okozta a világválságot. Fel kell tennünk a kérdést: hova jutottunk a Max Weber által leírt protestáns etika fémjelzte

¹⁵ „Az 1990-es években elterjedő számos új pénzügyi eszköz közül a származékos ügyletek (derivatívák) piaca a legdinamikusabb, amelynek legfőbb színtere a tőzsdén kívüli bankközi piac (OTC). A korábban nem túl széles körben elterjedt – s bizonyos országokban nemrég még szerencsejátéknak számító – derivatívok állománya 1990-ben 6 billió, 1997-ben már 18 billió kibocsátási értékű volt, piaci (spekulációs) értékük pedig 29 billió dollárt tett ki (ez utóbbi akkor négyszerese volt az USA GDP-jének). Az OTC derivatív ügyletek értéke 1999-re elérte a 80 billió dollárt. Az üzletág szédületes növekedésének köszönhetően 2007-ben a derivatív eszközök névleges kibocsátási értéke 516 billió dollár, míg a tényleges – a zárasakor kifizetendő – bruttó piaci érték 11 billió dollár volt. A piac óriási növekedési ütemét jelzi, hogy a devizaalapú származékos eszközök napi forgalma 2007-ben elérte a 4,2 billió dollárt. A derivatív tőzsdéken a devizaárfolyamokra és a kamatlábakra irányuló derivatív kötések napi forgalma még ennél is nagyobb, 6,3 billió dollár volt.” GÁL Zoltán: *Pénzügyi piacok a globális térben*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 2010. [a továbbiakban: GÁL (2010a)] 97.

¹⁶ „A mostani pénzügyi válság két dologban alapvetően különbözik a pénzügyi globalizáció korának korábbi válságaitól. Egyfelől, a fertőzési gócpont nem valamelyik feltörekvő régióban, hanem a globális pénzügyi rendszer »vezérlőközpontjában« az Egyesült Államokban és néhány fejlett országban volt. Másfelől, a pénzügyi piacok globális integráltsága – a korábbi feltevésekkel szemben – nem tudta lokalizálni a jelenlegi pénzügyi és gazdasági válságot, s még a stabilnak hitt bankrendszereket is megrendítette. Mindez megnehezíti a válságok kezelését, a fertőzések világméretű terjedésének lokalizációját. A korábbi válságok sajátossága volt, hogy többségük a feltörekvő országokból indult ki, s ezek a válságok regionális szinten lokalizálhatóak voltak. [...] A mostani válságban a bankrendszer a fertőzés hordozója, aminek a pénzügyi stabilitásra nézve sokkal súlyosabb hatása van, mint egy »szimpla« részvénypiaci árzuhanásnak. [...] A jelenlegi válságban maguk a globális pénzügyi központok a fertőzés gócai, ahonnan nincsenek valódi menekülési útvonalak.” GÁL Zoltán: *A pénzügyi globalizáció térbeli korlátai*. 2010. [a továbbiakban: GÁL (2010b)] 16–17. <http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2010/gal.pdf>

¹⁷ GÁL (2010a) i. m. 101.

„kapitalizmus szellemétől”, és mi ennek az oka? Rá kell arra is kérdeznünk, egy lépéssel hátrébb lépve, hogy mi is a piaci működés lényege? Valóban csak a profit? Nem az emberi igények kölcsönös kielégítése a kölcsönös igazságosság jegyében? A pénzügyi műveleteknek nem ezt kellene elősegítenie? Vissza kellene tehát térni a gazdaság és a piac gyökereihez, létokához, ha már *velejükig* romlott a mostani nemzetközi pénzügyi piac és a saját logikájában maradó *kiút* nem látszik.

Kezdjük azzal, hogy miben is áll tehát a piaci csere lényegi eleme, mozzanata? A már hivatkozott Bruni szerint a piac főként az emberi együttélés és érintkezés *ethosa*,¹⁸ nem pedig egy ármeghatározási eljárás. Ha pedig egy kultúra, akkor mindig egy bizonyos *humanizmus* záloga, sarokköve,¹⁹ ahogy azt már láhattuk. A kérdés így az, hogy a jelen pénzügyi rendszer valamilyen módon, áttételesen még egyfajta humanizmust valósít-e meg, vagy végképp letért eredeti útjáról, küldetéséről? Kezdjük elemzésünket a ‘megértő szociológia’ alapítójának, mesterének, azaz Max Webernek a gondolataival, hogy alaposabban szemügyre vehessük a gazdaság fejlődésének legújabb folyamatait.

Max Weber megfogalmazásában a piac az, ahol rendszeres összejöveteleken *adásvételi* ügyleteket kötnek. Ezen megfogalmazásban tehát jobban előtérbe kerül ezen magatartások emberi jellege, ügylet-jellege és jogi jellege, mégpedig adásvételként megfogalmazottan. Márpedig, ha adásvételről van szó, akkor az önmagában ilyenként is vizsgálható, például a jogviszony közvetett tárgyai és azok egyenértékűsége tekintetében. Azonban a közgazdász, és a szociológus is, más utat követ: a nagy volumenű, általános folyamatokét. Nem az egyes szerződések belső természete, hanem a *szerződések tömegeinek összműködése* foglalkoztatja Webert is.

Mi is a különbség a ‘piac’ és a ‘tőzsde’ között? Ezt azért érdemes megértenünk, mert a piacról már van elképzelésünk, míg a tőzsdéről, amely egy speciális piac, némileg elmosódottabb fogalmaink lehetnek, hogy az milyen értelemben különbözik a hagyományos piactól. Természetesen szó sincs arról, hogy elmélyült közgazdasági vagy akár szociológiai elemzésekbe bocsátkozunk. Csupán jellegbeli lényegi különbséget szeretnénk megérteni Weber segítségével. A piacon a termelő és a vásárló találkozik egymással, ahol az előbbi a maga által termelt, a *helyszínen jelen levő*, így *konkrétan beazonosítható javakat* adja el az utóbbinak, mint fogyasztónak. Ezzel szemben a tőzsdén „olyan árura kötnek üzletet, amely *nincs jelen*, gyakran még csak úton van, gyakorta

¹⁸ BRUNI i. m. 224.

¹⁹ Uo.

megtermelésére is csak a *jövőben* kerül sor, vásárlója rendszerint nem akarja megtartani magának, hanem *nyereséggel* (lehetőség szerint *mielőtt még átvenné és kifizetné*) *tovább akarja adni*, eladója pedig általában *nem rendelkezik még vele*, rendesen nem is ő termeli meg, hanem még *ezután igyekszik nyereségesen szert tenni rá* (kiemelések tőlem: F. J.).²⁰ Látható tehát, hogy a tőzsdén való ügyletek az *áruk adásvétele* tekintetében is mennyire *kézzel foghatatlanok* a konkrét áru tekintetében, többek között azért, mert a *jövőre irányulóak, közvetettek* és főként minden tekintetben, mindkét oldali szereplőnél *spekulatívak* a *mind nagyobb haszonszerzés végett*. Egy kis piacon termelők és fogyasztók kötnek egymással adásvételi szerződést. A tőzsdén viszont kereskedők. A lényegi azonosság az közöttük, hogy kereslet és kínálat találkozik egymással ezeken a helyeken az áru alakjában. Csakhogy az áru *konkrét* valami a kis piacon, míg a tőzsdén *nem jelenlevő* és talán még *nem is létező*, ráadásul – a szerződésben meghatározott fajtájú, minőségű és mennyiségű – *‘helyettesíthető’* jószágokat adnak és vesznek (például meghatározott mennyiségű valutát).²¹ A lényeginek nevezett azonosság ellenére kezdenek tehát a jelentős különbségek is előtűnni az áru- és értéktőzsdék, valamint a kis piacok között.

A pénzügyi műveletek egyre szofisztikáltabb formái általában is *egyre közvetettebbé* teszik a szereplők közötti relációkat, olyannyira, hogy egy komplexebb pénzügyi konstrukció gazdasági értelemben vett „érintettjei” *nem is ismerik egymást*:

„az ingatlantulajdonos [...], aki ingatlanának elzálogosítása fejében pénzt vesz fel egy jelzálog-hitelbanktól, nem ismeri azokat a személyeket, akik a bank számára az így kikölcsönzött pénzt »jelzáloglevelek«, vagyis kamatbevételt biztosító okiratok ellenében hitelezték, s akik érdekében a banknak kamatbevételt hozó és elzálogosított ingatlanok összességére még további jelzálogterheket rónak”.²²

Ezen járadékkötelezettségeknek – írja Weber – az a jellegzetes vonása, hogy „a kamatokra jogosultak és a kamatokkal megterheltek viszonya *személytelen*”.²³ Ezen konstrukciók nyilvánvaló gazdasági előnye az, hogy a *többoldalú*

²⁰ Max WEBER: *A tőzsde*. ford. Mezei I. György. Budapest, IKVA Kiadó, 1995. 13. [A továbbiakban: WEBER (1995a)]

²¹ WEBER (1995a) i. m. 13–15.

²² WEBER (1995a) i. m. 22.

²³ Uo.

ügyletek összekapcsolása révén *szabadabb* mozgást biztosít a *pénzzel való rendelkezés* terén, miközben minden szereplő jól jár. A bennük rejlő gazdasági kockázatok viszonylag még áttekinthetőek, többnyire uralhatóak.

A tőzsdei ügyletek piaci mechanizmusainak bonyolultsága hamar kitermelte azt a réteget, akik ennek a szakértői, így létrejött a hivatásos tőzsdei kereskedők rendje.²⁴ Azért összpontosul a kezükben ténylegesen is a tőzsdei üzletvitel, mert csak ők ismerik a tőzsdei piacot: „évről évre naponta ott tevékenykednek és tudják vagy legalábbis sejthetik, hogy előreláthatólag milyen árukat vagy papírokat keresnek majd különösképpen, illetve adnak és vesznek alacsony áron”.²⁵ Mi is a lényegi különbség egy kis piacon és a tőzsdén történő áralakulás között? Egy kis piacon a termelő azért megy oda eladni, mert igyekszik a legjobb áron eladni a portékáját a többiek árujának ismeretében, a vásárló fogyasztó pedig az eladók áruinak és azok árainak áttekintése után tudja a legjobb döntést meghozni, azaz a legolcsóbban a legjobb árut megvenni. E *konkurencia* révén a piacon található azonos jellegű és minőségű áruk körülbelül azonos vételáron kelnek majd el. Weber ezek megállapítása után viszont nem vizsgálja azt, hogy ezen árak *igazságosakként* kerülnek-e az adott vevők, fogyasztók megítélése szerint elfogadásra? Mikor igen, és esetleg mikor nem? Ha szabad a verseny, akkor bizton feltételezhetjük, hogy azok a vevők értékítéleti alapján is igazságosak lesznek. Az *árfelhajtás*, az *árdrágítás* ugyanis nemcsak igazságtalan, hanem mindig mesterséges is, minthogy éppen az ár felhajtására irányul a tevékenység, nem egyszer összehangolt módon az árfelhajtók között. Ezért is az mindig bántotta az átlagember *igazságérzetét*, így természetesen Weber korában is.²⁶ Az *árfelhajtás* azért igazságtalan, mert *irreális árat* határoz meg, amit azért tudnak megtenni a bennfentesek, mert a vevők és az eladók valós igényei nem tudnak *közvetlenül* úgy találkozni, hogy mindkét fél érdeke az árat illetően megfelelő módon vétessék figyelembe. Az eladó és a vevő nem csupán egy árról, hanem az adott körülmények között *reális* és ekképp *igazságos* árról kívánnak dönten. Nem annyira a piac hozza létre a helyes árat, mint piaci árat, hanem talán inkább fordítva áll a helyzet: a *felek viszonyaiban jön létre a piaci alku* közepette az igazságos ár, ami az *adott dologért* az akkori viszonyok között adható. Nem csak a többiek árához viszonyítva, hanem az *adott termék egyedi jellemzőit* is nagymértékben értékelve. A konkrét áru így értett „valós”

²⁴ WEBER (1995a) i. m. 31.

²⁵ Uo.

²⁶ Lásd a vonatkozó dokumentumhelyeket: GERGELY Jenő: *A keresztényszocializmus Magyarországon 1903–1923*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 1977. 308., 327., 333.

értéke is számításba jön, így nem csak az *árufajta*ra vonatkozó *általános* piaci kereslet és kínálat. Azonban minél *standardizáltabb* egy helyettesíthető termék, annál inkább csak az ár a kérdés, ami valóban a *közvetített és formális mechanizmusként* értett piac függvénye. De ekkor is létezik a *'dolog természetéhez'* kötött *reális érték*, ami a piaci árban tükröződik a *gazdasági realitás hasznossági* bázisán. A gazdasági hasznosság végső mércéje pedig a *dolgok gazdasági realitásán* kell, hogy nyugodjon – és ha nincsen mesterséges és összehangolt ár felhajtás, akkor általában ahhoz igazodik is. Amíg tehát létezik a személyes kapcsolat előadó és vevő, mint fogyasztó között, addig az ár kérdése erkölcsi megítélés is egyben, ami jól érzékelhető abban az esetben, ha indokolatlanul rendkívülien túlzott mértéket ölt. (Ha valaki például csak azért adja irreálisan magas áron terményét, mert a többiekét az időjárás tönkretette, míg az övét nem, az valószínűleg a fogyasztók erkölcsi rosszsallását fogja kiváltani. Így az természetesen nem lehet igazságos ár, akkor sem, ha azon az áron a vevő végül is kénytelen lesz azt a terméket megvenni, s így piaci értelemben „reálisnak” tűnhet az ár, minthogy végül is a termékére ilyen áron „talált vevőt” az eladó. (Az már más kérdés, hogy az árúbség esetében az ilyen vevő messze el fogja kerülni a szóban forgó eladót, mert igazságtalannak tartotta a viselkedését, amikor áruszűke volt.) Vagyis az ár, mint igazságos ár, és a profit, mint *méltányos profit* a személyközi viszonyokban erkölcsi kérdésként is jelentkeznek. A dolgok valós *használhatósági értéke, normális viszonyok közötti beszerezhetősége*, valamint – ismételjük – a *'dolog természete'* az, amelyek általában irányadóak szoktak lenni az igazságos ár meghatározásakor. A *közvetítettségükben* minél inkább *személytelenebbek*, s „*arcatlanabbak*” a gazdasági relációk, annál kevésbé érződik, illetve annál *kevésbé értelmezhető* egy ár „*arcatlansága*”. Márpedig a tőzsdei árak „*arcatlanságáról*” éppen a *végső érintettek távollevősége*, s így az üzletek személytelensége miatt nemigen van értelme beszélni. Ezért a tőzsdei ár tekintetében nem szokták felvetni annak igazságosságának, realitásának vagy erkölcsi helyességének a kérdését. Nincsenek jelen azon végső fogyasztók, illetve érintett felek, akik személyközi dimenziójában valami már „*arcatlan*” árnak minősüljön. Azonban azt állapítottuk meg nemrég, hogy a piac a polgári erényeknek, sőt a humanitás ethosának az egyik nagyon fontos színtere. Hogyan tud érvényesülni mindez a legfontosabb piacon, a tőzsdén, ha nincsenek jelen és nem is érzékelhetők a mögöttes alanyok? Mi garantálja azt, hogy a tőzsdei személytelen piaci kereskedelem ne legyen antihumánus a *végfogyasztók* tekintetében? Ez nagyon aggasztó kérdés, már akkor is, ha még nem is vettük számba a komolyabb gazdasági és erkölcsi problémákat felmutató bonyolultabb ügyleteket.

A valódi problémát nem is az alkuszok viszonyában alakuló ár fogja jelenteni, hiszen őket körülbelül ugyanazon érdek mozgatja a „saját kasztjukban” (ha az adott pozíciójuktól függő ellentétes előjellel is), hanem a tőzsdei árak a *dolog használati értékéhez* mért nagysága.

A tőzsdén kialakuló ár, azaz az adott fajtájú és minőségű áru adott időben létrejött *árfolyama* összemérhetetlenül nagyobb horderővel rendelkezik, mint a helyi kis piacokon végbemenő árképződés.²⁷ Az előbbi mutatja ugyanis az árakat, és következésképpen a nyereségeket, de a veszteségeket is, amihez a gazdaság alanyai a gazdasági és pénzügyi magatartásaikat (vétel, eladás, befektetés stb.) igazítják. Az *árfolyamjegyzés* számadatai egyfajta *mércét* jelentenek, amely révén minden nap és minden órában megbecsülhetik a felek a birtokukban levő javak értékét. A tőzsdék egyre inkább a *népgazdaság* szabályozói és szervezői, írja már Weber 1894-ben. Korunk évtizedeiben azonban inkább már *globális* szereplő, miközben óriási mértékűre növekedett az ott megjelenő érték, amit a *kapitalizáció* mutat (a tőzsde kapitalizációja azonos az ott forgalmazott társaságok kapitalizációjának²⁸ összegével).²⁹

Az elmúlt évtizedekben a tőzsde vált nemcsak a gazdaság motorjává, hanem magának a gazdaságnak is kiváltképpen *modelljévé*. A piaci csere egyre *formalizálódik*: *indexálódik*, miközben egyre jobban *elszakad* az adásvételek és egyéb pénzügyi műveletek valós (közvetett) *tárgyától*. A tőzsdei és főleg a tőzsdén kívüli *derivatív kereskedés* manapság nem annyira a piaci adásvételről, hanem inkább már a „színtelen és szagtalan” profit szerzéséről szól, egyre szofisztikáltabb pénzügyi termékekkel. Nem annyira az *emberi reálszükségletek* kielégítése, és így emberi igények találkozása, valamint ily módon *emberi találkozások* színtere az említett piac, hanem az a hely, ahol az ármeghatározás történik, mégpedig a *profitszerzés*, az egyre fokozódó nyereségelérés céljából. Míg hajdanán a személyközi cserében, illetve az adásvételben a személyek em-

²⁷ WEBER (1995a) i. m. 34–35.

²⁸ „Market Capitalization: Piaci tőkésítés (kapitalizáció). A tőzsdén lévő vállalat piaci értékét jelenti, a forgalomban levő részvények száma szorozva az aktuális árfolyammal (N×P).” VINCZE László: *Tőkepiaci ismeretek*. Pannon Egyetemi Kiadó, 2014. 262.

²⁹ Farkas Péter egy 2002-ben írt tanulmányában a következőket írja: „[...] a tőzsdei kapitalizáció értéke a 80-as évek elején a világ GDP-jének 10%-át tette ki, 1999-ben már egyenértékű volt vele, majd fokozatosan (a 2001. szeptember 11-i terrortámadást követően gyorsabban) 60%-ra esett. [...] Még érdekesebbek az USA arányai, ahol a kapitalizáció 20-ról 160%-ra nőtt, és napjainkban körülbelül 140-150%-ot tesz ki. Tudni kell, hogy az 1929-es válság előtt a New York-i tőzsdeindex három év alatt megháromszorozódott, és a kapitalizáció a GDP 80%-át érte el. A 80%-os arányt legközelebb az 1990-es évek második felében lépte túl, ráadásul ezt azóta megduplázta.” FARKAS Péter: A világgazdasági fejlődés szcenáriói. *MTA Világgazdasági Kutatóintézet Műhelytanulmányok*, 38., 2002. február, 7.

beri gazdasági igényei találkoztak, s egymást kölcsönösen gazdagító volt ezen ügylet, itt már a 'profit' maga a célja az ügyletnek, s szinte már *tetszőleges* az adásvétel vagy egyéb ügylet *tárgya*. A jogviszonyok *közvetett tárgya*, a *dolgok valós egyedi és társadalmi természete*, valós társadalmi hatása kezd immáron *másodlagos* lenni. Az elsődleges érdek a pénzügyi tranzakciókban résztvevők *magánérdeke*. Ha a társadalmi igények közvetetten meg is jelennek a tőzsdei ügyleteknél, az már csak a tőzsdei, vagy általában a pénzügyi világ szereplőinek profitja miatt fog történni, s nem azért, hogy ezáltal a társadalom alanyainak gazdasági igényeit kielégítsék. Erre mondhatjuk azt, hogy minden kereskedelmi tevékenység végül is a profit miatt létesül, a tőzsdére pedig a fejlett piacgazdaságban az árképzés miatt feltétlenül szükség van. Ezt nem is kívánjuk vitatni. Amire azonban rá szeretnénk mutatni az az, hogy melyek azon folyamat főbb lépcsői és mozzanata, amelyek a pénzügyi, illetve majd a hitelderivatívák természetrajzában, azok kifejlődésének és problematikájának megértéséhez közelebb vihetnének.

4. A nemzetközi pénzügyi rendszer diszfunkciói: a túlburjánzó derivatívák idő- és térbeli zavaaraiban „légneműsödik” az alapul fekvő ‘dolog’

Akkor értjük meg a jelen kori gazdaság átalakulásának jellegét és új minőségi tényezőjét, ha figyelmünket a *nemzetközi pénzügyi áramlásokra* irányítjuk. Ez *nagyságrendileg* meghaladja a nemzetgazdaságok *reálgazdasági* teljesítményét.³⁰ Két állítást kell tennünk tehát: egyrészt a nemzetközi pénzügyi áramlások, s azokon belül is a *spekulatív tőke* állományi értéke, messze meghaladja a reálgazdaság teljesítményvolumenét, másrészt ez már nem nemzetgazdasági szinten jelentkezik, hanem a nemzetközi, sőt, *globális térben*. A nemzetközi pénzügyi szektor volumenének növekedési üteme teljes mértékben *elszakad*

³⁰ „Ami a pénzügyi piacok nagyságát illeti, ha a világ országai ki akarnák elégíteni a 2007-ben általuk előállított termékekből és szolgáltatásokból, azaz GDP-ből származó 55 billió dollárnyi pénzből a globálisan pénzügyi eszközök (részvények, kötvények, bankbetétek stb.) állományi értékét, több mint három évig mindenkinek csak ezért kellene dolgoznia. Ugyanis 2007-ben a pénzügyi eszközökben megtestesült vagyon 196.000 milliárd dolláros összege 3,5-szeresével múlta felül a világ GDP-ét. Ami a pénzügyi piacok egyes szegmenseinek hatalmas volumenértékeit illeti, a világon három tőzsdei munkanap összforgalma eléri az éves világexport értékét, ami önmagában is megdöbbentő tény. Naponta 3-7 ezermilliárd dollár folyik keresztül a világ deviza- és derivatív piacain, s több mint 1300 milliárd kamatfizetés formájában. 7 A Világ GDP harmincnyolcszorosa fordult meg egy év alatt a spekulációs pénzpiacokon [...]” GÁL (2010b) i. m. 8

a *reálgazdaság* növekedési ütemétől,³¹ de nézetünk szerint a spekulatív tőke magától a *reálgazdaságtól* is.

Úgy szokták beállítani a neoliberais megközelítésben a jelenlegi válság okát, hogy olyanok is felvettek (jelzálog)hitelt, akiknek nem volt meg rá a megfelelő anyagi fedezetük. Tehát „túlfogyasztottak”, s most a piac szankcionál, jelenleg a válsággal. Ezzel a piac – szerintük – azt kívánja „morális nevelőként” tanítani, hogy „nem szabad tovább nyújtózkodni a takarónál”; illetve ilyeneket lehet hallani ezen megközelítésből: „lám-lám most is kiviláglik, hogy a piac működésében tökéletes, és egyben kiváló erkölcsnevelő, csak az oktondi és kapzsi polgárok, fogyasztók nem értik bölcs szavát”. A mostani válság megoldása tehát az lenne szerintük, hogy „kutyaharapást szőrével” alapon a piac hatékonyabb működését kellene jobban érvényesíteni, ami korábban sérült és ezért alakult ki a válság. Csakhogy miközben a kiváltó ok valóban a jelzáloghitel piaci válság volt, de hogy totálissá és globálissá vált, annak az volt az oka, hogy globálisan „összegyűrt” és működtetett szintetikus „toxikus” („fertőzött”) derivatív értékpapírtermékek eluralták a spekulatív pénzpiacokat. Vagyis nem volt egyértelműen észlelhető a bonyolult konstrukciósorozat végén az alapul fekvő jogügylet biztosítékát képező *ingatlan*, így annak valóságos meglétét és *valódi (végrehajtható) értékét* nem is vizsgálták a láncolat végén levő pénzügyi befektetők (sem). Nem volt tehát mindvégig egyértelműen megállapított – leegyszerűsítve a kérdést – az alapul fekvő *jogviszonyok közvetett tárgyának az értéke*:

³¹ „2.3.4. A nemzetközi pénzügyi szektor növekedési ütemével teljesen elszakadt a reálgazdasági folyamatoktól; Az elmúlt harminc évben a pénzügyi tranzakciók volumene robbanásszerű – más szektorokban nem tapasztalt – mértékben nőtt meg. A világgazdaságban az 1980-as évek óta a pénztőke felhalmozása mintegy 700%-kal gyorsabb volt, mint az állótőke-befektetések növekedése, ami szoros összefüggésben áll a pénzügyi befektetéseknek a termelőtőkéhez viszonyított nagyobb profitabilitásával [...]. A világ pénzügyi eszközállományának az összértéke először 1980-ban érte el a világ GDP-jének nagyságát, 1993-ban pedig már duplája volt. A pénzügyi luftballon mérete az elmúlt huszonöt évben óriásira duzzadt. A méreteit jól érzékelteti néhány reálgazdasági mutatóval történő összevetés [...]. A pénzpiaci eszközök óriási volumene mellett már csak forgási sebességük és dinamikájuk nagyobb. Az eszközök növekedési rátája sokszorosan meghaladta a reálgazdaság GDP-jének növekedési ütemét. Amíg a világgazdaság reál GDP-je az 1970-es években átlagosan 3,5%-al, az 1980-as években 2,8%-al, az 1990-es években pedig 2,2%-kal, illetve 2007-ig 4,2%-al bővült, addig például az értékpapírpiacok átlagos növekedési üteme 1980 és 1996 között 25%-os volt. Összehasonlításként a külkereskedelmi forgalom ez idő alatt 5-7%-os ütemben bővült, az FDI növekedési üteme is csak 8%-os volt, de a következő négy évben már az FDI is 27%-os növekedést produkált [...]. A pénzügyi eszközök növekedésében a vállalati adósságpapírok és a részvényárfolyamok emelkedése játssza a főszerepet. 2004 és 2005 között a világ pénzügyi eszközállományának emelkedése mintegy felerészben a részvényárfolyamok szárnyalásának volt köszönhető. Az értékpapírosodás tehát jelentősen növeli a pénzügyi piacok növekedési dinamikáját.” GÁL (2010b) i. m. 9.

„Tíz évvel később, 2007-ben a nyugati, mindenekelőtt az amerikai bankok voltak teletömve subprime jelzáloghiteleikből strukturált értékpapírokkal. A helyi bankok kockázatos jelzáloghiteleiket továbbadták a befektetési bankoknak, illetve az újonnan alapított speciális befektetési intézményeknek, amelyek átsomagolták és az így keletkezett strukturált értékpapírokat különböző értékpapírpiaci csatornákon magas hozamot és kockázatmentességet ígérve terítették a globális hitelcsatornákon keresztül. A hitelminősítők által megtámogatott termékeket a befektetési és kereskedelmi bankok globális hálózataikon keresztül hitelkövetelésként továbbértékesítették, illetve saját hitelfelvételeik fedezetéül használták. A terméket terítő bankok és fedezeti alapok *soha nem látták azokat a helyeket, ahol végső soron a fedezet alapjául szolgáló, és komoly hitelkockázatot hordozó rossz adósok ingatlana található* (kiemelés tőlem: F. J.).”³²

Gál Zoltán rámutat arra, hogy a pénzügyi szereplők *nagy térbeli távolsága* miatt a valós kockázati érték meghatározása szinte lehetetlenné vált. Következésképpen a pénzügyi jogviszonyok közvetett tárgyának (ingatlan) meglétének és annak *végrehajtható értékének* vizsgálatára azért nem fektettek nagy hangsúlyt a másodlagos értékpapírpiacokon, továbbá az egyes átstrukturált, átsomagolt pénzügyi termékek valós értékbesorolása, beárazása azért nem tudott helyesen megtörténni, mert az egyes szereplők *túl távol voltak a kockázatviselés helyétől*:

„A 2008-as pénzügyi válság detonátoraiává váló amerikai subprime hitelekből származtatott értékpapírok a Clark-O’Connor-modell alapján egyértelműen az opálos kategóriába sorolhatók. Ezek alapjául szolgáló subprime jelzáloghitelek területileg meglehetősen lokalizáltak voltak, elsősorban a spanyolajkú népesség által is lakott déli államokban koncentráálódtak. Tehát nem a subprime hitelek eredeti térbeli eloszlása, hanem hitelekből átsomagolással képzett eszközfedezetű, ún. strukturált értékpapírokat keletkeztető OAD modell információs aszimmetriából adódó koordinációs zavarai és szabá-

³² GÁL (2010b) i. m. 18.

lyozatlansága vezetett oda, hogy a *kisebb arányban »bekevert« subprime hitelek* a befektetési és univerzális bankok globális hálózatain keresztül világméretű pénzügyi válsággá terebélyesedő fertőzést okozhattak. A probléma alapvetően a pénzügyi piacokon meglévő információs aszimmetria és a földrajzi távolság összefüggésében gyökerezik. A CDO és CDS piac esetében az információs aszimmetria azért erős, mert *nincs információ a becsomagolt termék alapjául szolgáló eszközök minőségéről, illetve azért is, mert a pénzügyi termékek közvetítői és végső megvásárlói egyszerűen túl távol voltak a kockázatviselés helyétől [...].* (kiemelések tőlem: F. J.)³³

Amikor a jelzáloghiteleket értékpapírok formájában a *másodlagos értékpapírcsakra* vitték, amikor *strukturált derivatív eszközökké* alakították, akkor ezen termékeket megvásárló befektetők *nem voltak közvetlenül érdekeltek* az alapul fekvő jogviszony közvetett tárgya értékének vizsgálatában. Mindeközben az *egész finanszírozási láncolat kockázatát magukra vállalták*: „A kölcsön fedezetül szolgáló ingatlan tehát csak értékében és csak áttételesen ismert a befektető számára, amely érték megállapítása, az adós személyének kiválasztása és az alap kölcsönügylet-feltételeinek kialakítása a hitelező érdekkörébe tartozik” – vallja Sándor István.³⁴ Vagyis az „érdekeltérések nem ösztönöztek arra, hogy ezek a jelzáloghitelek feltétlenül életképesek legyenek”,³⁵ szögezi le, míg a globális válságkövetkezmények mindannyiunk számára már ismertek.³⁶

³³ Uo. De volt ennek egy másik aspektusa is, amire Soros György mutat rá: „A jelzálogok értékpapírosítása új dimenzióval gazdagította a rendszerkockázatot. A pénzügyi tervezők azt állították, hogy földrajzi diverzifikáció segítségével csökkentették a kockázatokat, holott ennek gyakorlatilag épp az ellenkezőjét érték el a képviselői probléma megteremtésével. A képviselők, közvetítők ugyanis inkább a díjbevétel maximalizálására fókuszálnak, mintsem a kötvénytulajdonosok érdekvédelmére.” Soros György: *Pénzügyi vihar Európában és az Egyesült Államokban*. Tanulmányok. Budapest, Scolar Kiadó, 2012. 93.

³⁴ Virtuális vagyon. Interjú dr. Sándor Istvánnal a jog és az érték fogalmáról. *De Jure*, 2009/1. 2.

³⁵ Uo.

³⁶ Soros György a következőképpen foglalja össze a pénzügyi világválság okait, természetrajzát: „Az értékpapírosítás célja a kockázatok csökkentése volt a kockázati és földrajzi diverzifikálás segítségével. Mégis épp azáltal nőtt a kitétttség, hogy a jelzálogok tulajdonjogai az ügyfeleket jól ismerő bankoktól olyan befektetőkhez vándoroltak, akik mit sem tudtak a hitelfelvévőkről. A hitelkihelyezést alaposan elbíráló bankok helyett olyan kis tőkéjű jelzálog-közvetítők finanszírozták a kölcsönöket, akik csak átmenetileg »raktározták« ezeket a követeléseket, és rövid idő elteltével eladták azokat a különféle befektetési bankoknak. A befektetési bankok ezt követően CDO-kat alakítottak ki, és a minősítő intézetek besorolása után a portfóliót

A tőzsdei ügyletekben sincsen egyértelműen azonosítva a maga fizikai valójában a jogviszony közvetett tárgya, ami csak azért nem probléma, mert *helyettesíthető termékekkel* kereskednek ott. A tőzsdei határidős ügyleteknél az *indexalítással a közvetett tárgy közvetítettsége és relativitása* tovább fokozódik. A helyzetet tovább nehezítheti az, ha tőzsdén kívüli spekulatív derivatív tranzakciókról van szó, mert azok nincsenek egységesen szabályozva. Az alapul fekvő dolgok értéke tehát kezd egyre indexáltabbá, ezáltal relatívabbá, adott esetben pedig teljesen *fiktívvé* válni.³⁷ Ha még hozzávesszük azt is, hogy a „pénzügyi luftballon” mögött távolról sincsen ilyen volumenű reálgazdaság, akkor valóban sejthük már a válság igazi okát.

5. Derivatívák csábítása: alacsonyabb kockázat mellett magasabb hozam?

Újra kell értelmezni a pénz szerepét olyan értelemben, hogy a reálgazdaság szolgálatába kell azt állítani, ahogy az hajdanán is volt. Jelenleg ugyanis a „*pénzforgalom már sokszorosan meghaladja a reáltranzakciók pénzigényét.*”³⁸ Korunk viharos sebességű „pénzpiaci változásai – írja Gál Zoltán – bizonyos mértékben

intézményi befektetők részére értékesítették tovább. A folyamat során a különféle díjakból folyt be a bevétel – így a nagyobb hitelmennyiség nagyobb várható bónuszt generált. Ez a kockázatmentes díjbevételei lehetőség azonban a felületes és félrevezető üzleti gyakorlatnak is táptalajt biztosított. A tapasztalatlan és tájékozatlan ügyfelekre épülő subprime ágazatban kedvelt üzleti fogás lett a kliensek megfélemlítése. Fényes példa erre a »teaser«, azaz bebetető kamatok alkalmazása.” SOROS György: *A 2008-as hitelválság és következményei. A pénzügyi piacok új paradigmája.* Budapest, Scolar Kiadó, 2008. 18–19.

³⁷ A PPKE JÁK Doktori Iskolájában tartok egy „Jog és erkölcs” elnevezésű kurzust. Veres Zoltán e kurzus keretében a kortárs spekulatív pénzügyekre alkalmazta az ott elhangzó alapelveket, meglátásokat és egy figyelemre méltó tanulmányban adta közre kutatásainak eredményeit: VERES Zoltán: Néhány etikai és jogi megfontolás a short selling ügyletek kapcsán. Különös tekintettel az arany szabály és a iustitia commutativa követelményére. *Iustum Aequum Salutare*, VII., 2011/4. 161–181. http://epa.oszk.hu/02400/02445/00023/pdf/EPA02445_ias_2011_4_161-181.pdf Ld. különösen az V. fejezet következő alpontját: „2. Az árfolyam elszakadása a jogviszony közvetett tárgyának valós értékétől”. Itt írja Veres Zoltán: „Problémát jelent, hogy sokszor a közvetett tárgy nehezen felismerhető, így az adott részvény árfolyama erősen elszakadhat a mögöttes jogviszony tárgyaként szolgáló dolog reális értékétől. Ennek okai a manipulációtól kezdve a mentális horgonyzáson és az emberi kapzsiságon át a buborékok kialakulásáig sokfélék lehetnek. Különösen problematikusnak tekinthetők ebből a szempontból az értékpapírosított termékek.” VERES i. m. 177–178. Veres Zoltán tanulmánya szakmai körökben visszhangra talált: Shortolás, Justitia, Aranyszabály. Etikai megfontolások a tőzsdén? *Pesti Ügyvéd.* 2011/12. december. 11.

³⁸ GÁL (2010a) i. m. 102.

megváltoztatták a *jelenkori pénz funkcióit*”. A pénzgazdaság korábbi időszakában a „pénz lényegében a reálgazdaság folyamatainak közvetítője, értékelője és leképezője volt”, s csak a 70-es évektől kezdődően jött létre az „öntörvényű hatalmas mennyiségű pénzteremtésre képes pénz- és tőkepiacok szárnyalása”.³⁹ Először fordult elő a kapitalizmus, azaz a piacgazdaság történetében, hogy a *termelő tevékenységek* hozadéka, haszna *alacsonyabb* lett, mint a pénzügyi befektetéseké.⁴⁰ Azt gondolhatnánk, hogy ez semmilyen problémát nem okoz, hiszen a ‘kapitalizmus’ a minél nagyobb haszonról szól. De ez nem így van, hiszen nézetünk szerint voltaképpen nem is kapitalizmusról, hanem lényegét tekintve piacgazdaságról van szó, illetve még csak nem is erről, hanem olyan gazdasági jellegű interakciókról, amelyek *emberi igényeket a piacon keresztül* elégítenek ki, s ezért emberi és társadalmi hasznuk van. A folyamatok azonban korunkra megváltoztak: a *mérhetetlen profitvágy* lett az elsődleges törekvési szempont, s ebben a korunkban uralkodó *neoliberalizmus ideológiájának* is jelentős szerepe van. A profit hajszolása *kockázatvállalást* igényel(ne). Azt gondolhatnánk, illetve mondhatnánk, hogy nagymértékben felelős, sőt már-már heroikus tett az, ahogy a strukturált derivatív pénzügyi termékek tranzakciónak szereplői e bonyolult pénzügyi termékek megvásárlásaival egyszerismind „*vállalják*” is azok *kockázatát*. Csakhogy éppen máshogy áll a helyzet: a spekulatív ügyletek szereplői és azok kidolgozói úgy akarták a minél nagyobb hasznot, hogy ésszerűtlen mértékig és *végig nem gondolt módon* keresték bizonyos pénzügyi konstrukciókkal a kockázat mérséklését, sőt akár elkerülését is. Mint köztudott, a határidős ügyletek eredetileg az ár-, illetve az árfo-lyamkockázat *enyhítésére, kivédésére* jöttek létre. Az újabb és újabb derivatív (valamint újra- és újrastrukturált) pénzügyi konstrukciók viszont már *maguk* jelentették az ésszerűtlen, s ezért *kezelhetetlen pénzügyi kockázatot*, mivel *eleve hibás* pénzügyi termékeknek bizonyultak. De nézzük meg, hogy mi is

³⁹ Uo. Lásd Lányi Kamilla helyzetértelmezését, akire Gál is hivatkozik. „[...] a hetvenes évektől kezdve kialakult egy öntörvényű pénz- és tőkepiac, amely egyrészt elképesztően nagy mértékű pénzteremtésre képes, másrészt azelőtt ismeretlen nagyságú pénztőke valós idejű mozgatására úgy, hogy a maga többlépcsős rendszerében voltaképpen pénzt pénzbe (sokféle és sokfajta módon forgatható értékpapírba) fektet.” LÁNYI Kamilla: Vázlat a globalizációnak nevezett jelenségkör értelmezéséről. *Közgazdasági Szemle*, XLVIII. évf., 2001. június. 503. <http://epa.oszk.hu/00000/00017/00072/pdf/lanyi.pdf>

⁴⁰ GÁL (2010a) i. m. 102. Bernek Ágnes és Farkas Péter a következő számadatokkal szolgálnak e tekintetben: „A termelőtőke átlagos profitabilitása a világgazdaságban az 1990-es években 3-15% [...], míg a pénzügyi befektetések – bevallott – hozadéka 10-20 % között mozog. Míg évszázadokon át a termelőbefektetés hozama volt magasabb, most a pénzügyi befektetéseké lett a jövedelmezőbb.” BERNEK Ágnes – FARKAS Péter: A monetáris világ, a pénz „mindenhatóságának” politikai kérdőjelei. In: BERNEK Ágnes (szerk.): *A globális világ politikai földrajza*. Budapest, Nemzeti Tankönyvkiadó, 2002. 186.

történt a profithajhászás és az erőltetett kockázatkerülés csodavárása eredményeképpen?⁴¹ Olyan új innovatív (másodlagos) pénzügyi termékek jöttek létre, amelyek esetén úgy tűnt, hogy minden szereplő jól jár a „több haszon – kevesebb kockázat” elv érvényesülése mellett:

„Az értékpapírosított hiteleken alapuló kötvényeket átcsomagoló CDO-val megvalósult a pénzügyi csoda: a kötvénybefektetők számára az eredeti pénzáramlást biztosító eszközök kockázata csökkent, miközben ugyanolyan fokozatú kockázat magasabb hozamot biztosított; az összkockázat kisebb lett, azaz az eredeti pénzáramlást termelő eszközök finanszírozása csökkent, és mindeközben az értékpapírosítás szervezője le-
aratta a csomagolás hasznát.”⁴²

Az „*alacsonyabb kockázat mellett magasabb hozamot*” ígéretével előrukkoló pénzügyi innovációs termékekhez olyan *erős támogató marketing* társult, hogy a befektetők és az elemzők is szinte minden fenntartás nélkül elfogadták azokat.⁴³ A *hitelderivatívák* esetében az egyik fő cél éppen az volt, hogy miként lehet a *kockázatot áthárítani*:

„A hitelderivatívák arra jelentenek tökéletes eszközt, ha a hitel mérlegben tartásával egy időben a hozzá kapcsolódó kockázatot olyan félre akarjuk *áthárítani*, aki szívesen vállalja azt. Ezen eszközök olyan pénzügyi szerződések, amelyek segítségével a hitelkockázati kitettséget egy másik piaci szereplő vállalja fel. Ez úgy működik, hogy egy harmadik személy kötelezettséget vállal arra, hogy bizonyos időközönként fizetett díj (havi, negyedéves, éves) ellenében az adós mulasztása esetén a hitelezőt kárpótolja a veszteségért.”⁴⁴

⁴¹ A „csökkenő kockázat – növekvő jövedelem” modell leírásához, bemutatásához lásd: KIRÁLY Júlia – NAGY Márton – SZABÓ E. Viktor: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, LV. évf., 2008. július–augusztus. 586. <http://epa.oszk.hu/00000/00017/00150/pdf/00.pdf>

⁴² KIRÁLY–NAGY–SZABÓ i. m. 586.

⁴³ KIRÁLY–NAGY–SZABÓ i. m. 587.

⁴⁴ PAPP Péter: *Hitelderivatívák az innováció útján: a hitelkockázat tőzsdei kereskedése*. 2006. Budapesti Értéktőzsde, Kochmeister-díj, 2005. 11–12. http://bet.hu/data/cms87998/Papp_Peter_1helyezet_dolgozat.pdf

A folyamat azonban nem állt meg, hiszen még közvetítettebb és „fiktívebb”, ekképpen pedig kockázatosabb termékek következtek. A már idézett, Király Júlia, Nagy Márton és Szabó E. Viktor szerzők tollából született tanulmány a „CDO-gyár” működésének bemutatása után így fogalmaz:

„Ehhez képest már inkább csak kis ugrásnak tekinthető, hogy a folyamatot származtatott hiteltermékek (CDS, *credit default swap* – hitelmulasztási csereügylet) segítségével szintetikususan is elő lehetett már állítani, azaz magát a pénzáramlás alapját képező eszközt sem kellett már megvenni, szinte zéró cash befektetés mellett elég volt a pénzáramlásra szóló követeléseket újracsomagolni, és a hasznot elszámolni.”⁴⁵

A haszonmaximalizáló és kockázatminimalizáló „nagy csoda” természetesen a végén elmaradt: „többletjövedelem nem jött létre csökkenő kockázat mellett, a többletjövedelem a *kockázatok nem megfelelő értékeléséből* származott (kiemelés tőlem: F. J.)”⁴⁶ (E kérdésre később még visszatérünk.) A viszonyokat belülről ismerő Soros György minden illúziót eloszlat a CDO-k végső célját illetően:

„Olyan komplex szintetikus eszközökről van itt szó, amelyeket létező, jelzálogalapú értékpapírok képzeletbeli egységekké klónozásával hoztak létre, az eredeti instrumentumokat utánozva. Ezek a CDO-k *nem voltak alkalmasak újabb lakástulajdonok finanszírozására* vagy a *tőke hatékonyabb elosztására*, pusztán csak *felduzzasztották a jelzálogalapú értékpapír-volument*, amely az ingatlanbuborék kipukkadásával elértektelenedett. A tranzakció *elsődleges célja* az volt, hogy *díjakat és jutalékokat generáljon*. (kiemelések tőlem: F. J.)”⁴⁷

Mint tudjuk, a pénzügyi és gazdasági világválságban az egész „pénzügyi luftballon” végül „kipukkant”, az *egész konstrukció összedőlt*. Korunkra jellemző, hogy a „pénzhajszoló pénz háttérbe szorította a globális gazdaság motorját, a termelő beruházást”, ezért miközben dagadt a nemzetközi, globális

⁴⁵ KIRÁLY–NAGY–SZABÓ i. m. 587.

⁴⁶ KIRÁLY–NAGY–SZABÓ i. m. 588.

⁴⁷ SOROS (2012) i. m. 115.

pénzügyi luftballon, a „kisvállalkozások millióinak nem tudják kielégíteni hiteligényeit.”⁴⁸ A pénz tehát ebben a tekintetben *elveszítette eredeti értelmét* és funkcióját. Magán a pénzügyi piacon belül is változás állt be, minthogy a pénz- és „értékteremtés” ezen új spekulatív eszközeinek térnyerése mellett a hagyományos közvetítői ágak, úgy mint a bankhitelezés vagy a működő tőke a háttérbe szorultak.⁴⁹

6. Hogyan próbálták meg uralni a kiszámíthatatlan kockázatot a nagyobb profit érdekében?

A *valószínűség-számításokon* alapuló rendkívül kockázatos spekulatív (derivatív) pénzügyi konstrukciók és termékek – talán nem nagyon túlzunk, ha ezt állítjuk – a valószínűség-számítás történetének okkult eredetének mondhatni „sötét” indítékát örökölte tovább: a *történesek jövőbeli alakulásának kockázatsökkentő manipulációjával* valamilyen, erkölcsi értelemben *kétes anyagi előnyhöz* jutni. A valószínűség-számítás ugyanis nem a magasabb tudományokban fogant, hanem éppen ellenkezőleg, a *szerencse- és hazardjátékokhoz* kapcsolódóan az alacsonyabb rendű tudományokhoz, így többek között az *alkímiához* kötődik. Ha tehát a kortárs derivatíva-félék „metafizikáját” és a mögöttes emberi célkitűzéseket tekintjük, akkor számot kell vetni a *telhetetlen profitéhség* vezérelte *felelőtlen hazardírozás* erkölcsi kérdésével. Ez ugyanis úgy kívánja *manipulálni a jövőre* tekintve a pénzügyi-gazdasági viszonyokat, hogy nem vetett számot a *reálgazdaság*, mint ‘dolog’ *valós természetével*, sem a gazdaság – normatív perspektívában tekintett – embert szolgáló jellegével, sem pedig a pénz erre vonatkozó eszközfunkciójával.⁵⁰ A pénzügyi és a gazdasági

⁴⁸ GÁL (2010a) i. m. 103. „Még egy fejlettebb ipari országban is az a jellemző, hogy egy kis vagy közepes vállalkozás legfeljebb két vagy három banktól kaphat hitelt.” Joseph E. STIGLITZ: *A globalizáció és visszasságai*. Budapest, Napvilág Kiadó, 2003. 125–126. A finanszírozásnak a vállalatok növekedésében és likviditásában betöltött szerepéhez globális perspektívában ld. Klára KATONA: Corporate production and financing choices in Hungary. *Ekonomika*. 2014. Vol. 93(3), 141–147. <http://www.journals.vu.lt/ekonomika/article/view/3879/2691>

⁴⁹ GÁL (2010a) i. m. 103.

⁵⁰ Vö. „Az adott termék árfolyamának a reális értéktől való elszakadásában, illetve a buborékok kialakulásában a történelmi tapasztalatok szerint nagy szerepe lehet az emberi kapzsiságnak is. Ha ugyanis egy kezdetben alulértékeltnek tűnő, vagy gyors növekedést ígérő eszköz (például tulipánhagymák vagy internetes társaságok részvényei) esetén az ár elindul felfelé, az emelkedésből származó nyereség sokak érdeklődését felkelti. Ilyenkor már nem a termék mögött álló realtevékenység jövedelmezősége számít, hanem csakis a realizálható nyereség. Az újabb és újabb befektetők egy ideig egyre csak felfelé hajtják az árakat, mígnem egysesek

rendszer azonban „megbosszulta magát”, nemcsak önmaga összeomlását okozva, hanem emberek és családok tömegeit is tönkretéve, nemzetgazdaságokat pedig derékban megroppantva.

Szükségesnek mutatkozik tehát megvizsgálni a ‘profit’, és ehhez kötődően a ‘bizonyosság/bizonytalanság’ kérdését, és így a *profitkockázat* mibenlétét. Ezen túl pedig a kockázat kezelésének a kérdését is, nem szem elől veszelve azt, hogy a gazdaság távolabbi célja nem a profit, hanem az anyagi jellegű igények, mint *emberi* igények kielégítése. Mint láthattuk, a csak profitmaximalizálásra való mérhetetlen törekvés a spekulatív pénzügyi piacokon hiába próbálta csökkenteni a kockázatot, azt uralni nem tudta. Gondolatban eggyel visszalépve, általában is elmondható, hogy egyáltalán nem problémátlan a *profit eredete*, különösen nem a nagy profité, és így egyáltalán nem állítható, hogy a profitra való törekvés műveletei előre kiszámítható, kalkulálható, ekképp a kockázatok tekintetében *uralható folyamatokat* indukálnak.

Frank Knight (1885–1972) híres munkájában⁵¹ a profit mibenlétét keresve kifejti, hogy a kockázat akkor jelentkezik, ha a „jövőbeli események *mérhető valószínűséggel* következnek be”, a bizonytalanság pedig akkor van jelen, ha a „jövőbeli események *valószínűsége meghatározatlan, nem számítható* (kiemelések tőlem: F. J.)”.⁵² Knight említett könyvében arra kereste a választ, hogy miből fakad az a különbség, hogy a közgazdasági elméletben a tökéletes versenyben nulla profitnak kell lennie, miközben a valóságban létezik pozitív (vagy negatív) profit.⁵³ A *tökéletes verseny* körülményei kötött, amikor mindenki, termelők és fogyasztók teljes tudással rendelkeznek, azaz a *kalkulálható kockázat*⁵⁴ mellett

rájönnek, hogy a termék túlértékelt és elkezdik eladni azokat, majd a tömeges eladásokat általában összeomlás követi.” VERES i. m. 178.

⁵¹ Frank H. KNIGHT: *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston, MA. Hart, Schaffner & Marx–Houghton Mifflin Co., 1921.

⁵² BÉLYÁ CZ Iván: Kockázat vagy bizonytalanság? Elmélettörténeti töredék a régi dilemmáról. *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., 2010. július–augusztus, 652. http://epa.oszk.hu/00000/00017/00172/pdf/05_belyacz.pdf

⁵³ Uo. Vö. „Considering, however, the universal recognition of the »tendency« of competition to eliminate profit, it is perhaps somewhat remarkable that the problem of profit itself has not [...] been attacked from the direct point of view adopted in this essay, of an inquiry into the causes of the failure of ideal competition to be fully realized in fact.” KNIGHT i. m. I.II.1. <http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP1.html#Pt.I.Ch.I>

⁵⁴ Vö. „But Uncertainty must be taken in a sense radically distinct from the familiar notion of Risk, from which it has never been properly separated. The term »risk,« as loosely used in everyday speech and in economic discussion, really covers two things which, functionally at least, in their causal relations to the phenomena of economic organization, are categorically different. [...] The essential fact is that »risk« means in some cases a quantity susceptible of measurement, while at other times it is something distinctly not of this character; and there

gyakorlatilag *nincsen profit*: „Knight szerint a mérhető kockázat nem generál profitot”.⁵⁵ Akkor tehát a *profit* csakis a *nem kalkulálható bizonytalanság* eredménye lehet:

„Ezzel szemben a bizonytalanság nem mérhető, sem biztosítással, sem más módon nem kezelhető. Bizonytalanság olyan körülmények között érvényesül, amelyekben sem piaci bázison nem analizálható, mert túlzottan irreguláris jelenség, sem empirikus megfigyeléssel, mert túl egyedi történés.”⁵⁶

Akkor a profit valamiféle „szerencse jutalma”? Nyilvánvalóan a bizonytalanságot *előre* szeretné *kalkulálni* a profitot kereső, mégpedig a *valószínűség-számítással*.⁵⁷ Láttuk, hogy a valószínűség-számítás az alacsonyabb rendű tudományokban fogant, így többek között a szerencsejátékokhoz, az alkímiához és az „ég üzeneteinek” olvasásához kötődött.⁵⁸ Pascal nevéhez kötik a valószí-

are far-reaching and crucial differences in the bearings of the phenomenon depending on which of the two is really present and operating. There are other ambiguities in the term »risk« as well, which will be pointed out; but this is the most important. It will appear that a *measurable* uncertainty, or »risk« proper, as we shall use the term, is so far different from an *unmeasurable* one that it is not in effect an uncertainty at all. We shall accordingly restrict the term »uncertainty« to cases of the non-quantitative type. It is this »true« uncertainty, and not risk, as has been argued, which forms the basis of a valid theory of profit and accounts for the divergence between actual and theoretical competition.” KNIGHT i. m. I.I.26.

⁵⁵ BÉLYÁ CZ i. m. 652.

⁵⁶ Uo.

⁵⁷ Ld. BÉLYÁ CZ i. m. 653-tól.

⁵⁸ „A *probabilitas* e második körbe tartozott, valamely vélemény hihetőségét, igazolhatóságát jelentette; ott jelent meg, ahol szigorú bizonyítás nem volt lehetséges. Születési helyét nem a demonstrációra törekvő elméleti tudományokban, a mechanikában, az asztronómiában, az optikában kell keresni, hanem az »alacsony« tudományokban, az orvoslásban, az alkímiában, a geológiában.” SZABÓ Gábor: *A valószínűség fogalmának kialakulása*. 115. http://www.merleg-digest.eu/wp-content/uploads/2013/09/2010_3_4_SZG_Probabilitas.pdf „Az 1660-as évek előtti matematikusokat elsősorban kombinatorikai természetű problémák foglalkoztatták. Ezek a kombinatorikai problémák a jelek alkímista mágiájából nőttek ki, míg a 17. század meg nem szabadította a jeleket alkímista háttérüktől. Raymundus Lullus, akit a kombinatorika atyjának tekintenek, az Univerzum elemeinek jeleit kombinálva igyekszik leszámaztatni az Univerzum összetevőit. A három kockával való dobás kimeneteinek első ismert felsorolása egy olyan asztrológiai munkából származik, amely az égboltot az egyes kimeneteknek megfelelően 216 részre osztja, majd a dobások segítségével következtet az ég üzeneteire.” SZABÓ i. m. 115–116. „A valószínűség-számítás története két problémával indul, amelyeket – a legenda szerint – de Méré lovag, a kor hírhedt szerencsejátékosa ad fel Pascalnak Poitouba tartó háromnapos útjuk során. Az egyik az ún. osztozkodási paradoxon. Két játékos közül az nyeri a jutalmat, aki 6 fordulót nyer egy bizonyos játékban. A játékot 5:3-nál be kell fejezni. Hogyan osszák fel a játékosok a tétet maguk között? Az osztozkodási paradoxont Luca Pacioli említi először 1494-ben, de megoldást nem ad rá.” „A másik paradoxon az ún. két

nőség-számítás kezdetét, aki a *kockajáték* mellett nem mást, mint Isten és az *örök élet létét* (!) gondolta végig egy szerencsejátékban teendő *fogadásként*, voltaképpen azonban egy döntéselméleti problémaként.⁵⁹ Sőt, ha az ember ismeri a folyamatokat, akkor manipulálhatja is azokat, a minél nagyobb saját profit elérése céljából. Csakhogy a gazdasági és pénzügyi folyamatok valószínűség-számítással *episztemológiai* okokból pontosan ki nem ismerhetők:

„[...] az események/kimenetek nagy száma alapján kideríthető objektív valószínűség alkalmazhatatlan az egyedi, adott megjelenési változatokban változatlanul sosem ismétlődő gazdasági/pénzügyi folyamatokban; másik oldalról viszont a szubjektív valószínűség adekvát tükrre lehetne a gazdasági/pénzügyi történések időbeli változásaira vonatkozó valószínűsítésnek, ám ennek pontos mérése nehezen elhárítható akadályokba ütközik.”⁶⁰

Úgy véljük, hogy minél inkább elszakadnak a pénzügyi termékek és az azokkal végzett tranzakciók az alapul fekvő ‘közvetett tárgyak’-tól (pl. a jelzáloghitel biztosítékául álló ingatlan értékétől), azok gazdasági természetétől, egyáltalán a valós gazdasági folyamatoktól, annál inkább válnak kiszámíthatatlanokká. Márpedig éppen ez történt a pénzügyi világválságot megelőzően.⁶¹

kockás paradoxon.” SZABÓ i. m. 116. „Pascal tehát megoldja a két-kockás és az osztozkodási problémát, és a megoldásokat megírja Fermat-nak 1654-ben. Ennek a levélnek a dátumát szokás a valószínűség-elmélet születési éveként számon tartani.” SZABÓ i. m. 117.

⁵⁹ Blaise PASCAL: *Gondolatok*. Budapest, Gondolat, 1978. 233. pont. 95–100. „Vizsgáljuk hát meg ezt a kérdést, és állapítsuk meg: »Vagy van Isten, vagy nincs.« Mármost melyik felfogás mellé állunk? Az ész ebben nem dönthet: végtelen káosz választ el bennünket. E végtelen távolság legvégén szerencsejáték folyik, s az eredmény fej vagy írás lesz. Melyikre fogad maga?” PASCAL i. m. 96–97.

⁶⁰ BÉLYÁCS i. m. 664.

⁶¹ Vö. VARGA Zs. András: A közigazgatás feletti kontrolleszközök általános áttekintése. *Jog, Állam, Politika*, 3. évf., 2011. Klnsz.; ld. benne a 3. fejezetet: „Soros György a határozatlansági elv gazdaságtudományi érvényességéről.” címmel. 48. <http://dfk-online.sze.hu/images/J%3%81P/2011/k%3%BC1%3%B6nsz%3%A1m/varga.pdf>

7. Kalkulálható profit az időben kitolva: a kockázat csökkentésére létrejött határidős ügyletek

Egy *határidős ügylet* egy későbbi időpontra vonatkozó adásvételi szerződés. Általánosabb definícióként a határidős ügylet minden olyan üzlet, amelynek fő szerződési feltételeit a „szerződés megkötése előtt rögzítik, a teljesítésre azonban valamilyen jövőbeli, a spot értéknapon túli időpontban kerül sor.”⁶² A *jövőbeli időpontokra* vonatkozó jegyzésekkel működő határidős tőzsdéken „működő spekuláns az általa kötött *tranzakció tárgyával nem rendelkezik*, nincs is szüksége rá, az ügylet kifutásakor az *árkülönbözetet számolja el* (kiemelések tőlem: F. J.)”⁶³ A határidős piacok azért „különösen kockázatosak, mert a tőkeáttétel miatt a spekulánsok a *rendelkezésükre álló tőkénél sokkal nagyobb pozíciókat* is tudnak nyitni, következésképpen nyereségük és veszteségük is nagyobb lehet, mint az azonnali piacon. (kiemelés tőlem: F. J.)”⁶⁴ Ily módon voltaképpen *virtuális értékek* forognak *elképesztően nagy mennyiségben* a tőzsdéken, illetve az azokon kívüli piacokon. A tőzsdespekulánsok, a határidős ügyletekkel *hazárdírózok vételi és eladási 'pozíciókat' vesznek fel, pozícióból kiszállnak, azt zárják,*⁶⁵ valamiképpen hasonlatosan ahhoz, ahogy a *kártyázáskor nyitnak, majd kiszállnak a menetből* (a „körből”), vagy éppen meghatározott pozíciókat vesznek fel a pókernél. A látszat más volt: azt kívánták elhinni, hogy „*verhetetlen*” *matematikai képletet (képleteket)* találtak, amivel, a tőzsdei folyamatokat prognosztizálva és így uralva, minden ilyen „*fogadáson*” *nyerni lehet.*⁶⁶ Ez

⁶² LOSONCZ Mikós: *Nemzetközi pénzügyek*. Győr, Széchenyi István Egyetem, 2006. [elektronikus jegyzet (pdf)] 23. file:///C:/Users/W7User/Downloads/losoncz_miklos_nemzetkozi_penzugyek.pdf

⁶³ LOSONCZ i. m. 181.

⁶⁴ LOSONCZ i. m. 181–182.

⁶⁵ „*Kiszállás a határidős pozícióból.* Különleges a határidős ügylet abból a szempontból is, hogyan tud a befektető kiszállni a pozíciójából. Egy részvény határidős megvásárlása nem jelenti feltétlenül azt, hogy lejáratig már nem tehetünk semmit, abból nem szállhatunk ki. Lehetőség van ugyanis a pozíció lejárat előtti zárására, ha ún. ellenirányú ügyletet kötünk, azaz vételi pozíciót le lehet zárni egy határidős eladással, míg eladási pozíciót egy határidős vétellel. Ilyen esetben a pozíció zárásakor pénzügyi elszámolással határozzák meg a befektető addig elért eredményét.” *Budapesti Értéktőzsde*. http://bet.hu/print/topmenu/befektetok/tozsde_lepesrol_lepesre/szarmazekos_piacismeretek/hataridos_piaci_ismertek/a_hataridos_ugylet_sajatos/a_hataridos_ugylt_sajat.html

⁶⁶ „1973-ban a *Journal of Political Economy* című folyóiratban Myron Scholes és Fischer Black közöltek egy képletet az opciós ügyletek árképzésére vonatkozóan [...]. A képlet, amelyet Robert C. Merton segítségével fejlesztettek ki, az opciós piac fergeteges mértékű kiterjesztéséhez vezetett, ugyanis biztos módszert látszott nyújtani az opciós ügyletek árképzéséhez, és az opciós ügyletekre épülő befektetési stratégiával fedezetként szolgált a kockázat ellen. A Black–Scholes-képletet megelőzően az opciós ügyletek árképzése csupán

egyáltalán nem volt így – amint azt majd a legnagyobb sikert befutó képlet fel-találójának példáján fogjuk látni –, viszont e matematikai bűvölet jegyében óriási mértékben megugrott a derivatív ügyletek száma és volumene. De tekintsünk vissza egy kicsit a múltba!

Az első állandó határidős (*futures*) tőzsdepiac 1874-ben jött létre Chicagói Terménytőzsde néven (*Chicago Produce Exchange*), ami a mai Chicago Mercantile Exchange árutőzsde elődje.⁶⁷ Ez az amerikai árupiacok „fedezeti ügyleteinek a bölcsője”.⁶⁸ A fedezeti ügyletnek az *árfolyamkockázat kiküszöbölése* a célja, amihez olyan *spekulánsra* van szükség, aki a másik oldalról *vállalja a kockázatot*. A valóságban azonban a legtöbb *fedezeti ügyletkötő* valamilyen mértékben *spekulál* is – írja Ferguson –, minthogy a *jövőbeli áralakulásokból* igyekszik *profitot nyerni*. A közvéleményben azonban a határidős piacokat „alig tartották többre a kaszinóknál”, amivel is magyarázható az – mutat rá Ferguson –, hogy csak az 1970-es évektől vált lehetségessé a deviza- és a kamatbázisú határidős ügyletek kötése.⁶⁹

Általános érvénnyel kijelenthetjük, hogy manapság a tőzsdéken az „ügyletek *túlnyomó többsége* már nem a tőke szabályozott áramlását biztosító részvény (vagy tőzsdei áru) adásvétel, hanem *spekulációs célú határidős* vagy egyéb *derivatív ügylet* (kiemelések tőlem: F J.)”⁷⁰ Mint tudjuk, olyan mértéket öltöttek a derivatív spekulációs ügyletek volumenükben, hogy azt már *nem lehetett ellenőrizni*. A derivatív ügyletek, illetve termékek mai formáit, amelyeket több-ségükben a *tőzsdén kívül*, az ún. OTC-piacokon értékesítenek⁷¹ a hagyományo-

a brókerek tapasztalatára és találgatásra támaszkodhatott. A képlet megjelenésétől kezdve a kereskedőknek lehetőségük nyílt a piaci részvények árait összevetni a Black–Scholes-modell előrejelzéseivel, és kidolgozták azokat a befektetési és kockázatfedezeti stratégiákat, amelyek az opciókereskedelem nyereségességének garantálására irányultak.” Bill MAURER: Elfojtott jövőendő. A pénzügyi derivatívák teológiai tudattalanja. *Fordulat*, 2012/1., 167–168. http://epa.oszk.hu/02100/02121/00015/pdf/EPA02121_fordulat_17_158-185.pdf

⁶⁷ Niall FERGUSON: *A pénz felemelkedése. A világ pénzügyi történelme*. Budapest, Scolar Kiadó, 2014. 226.

⁶⁸ Uo.

⁶⁹ FERGUSON i. m. 226–227.

⁷⁰ KOLLÁR József – RUSZNÁK Tamás: Adalékok a fogyasztói lét ontológiájához: a tőzsde. *Világosság*. 2009 nyár. 90. <http://www.vilagosság.hu/pdf/20091214195714.pdf>

⁷¹ „A származtatott termékek növekedésének két színtere, a szervezett tőzsdék és az ún. tőzsdén kívüli, »over-the-counter« piacok. Először a szervezett tőzsdéken folyó derivatív kereskedés jelent meg, majd a 80-as évektől kezdődően az OTC piacok térhódítása mára már óriási előnyben van a tőzsdékkal szemben a származtatott termékek piacán.” PAPP (2006) i. m. 6–7. A 2006-ban publikált tanulmányban számbavételre kerülnek e piac hátrányai (is), amelyből most mi három összegző jellegűt emelünk ki:

- „Az OTC piacok sajátossága, hogy az ügyletek frusztráló mennyiségű dokumentációs követelményekkel járnak,

sabb befektetők – ezen eszközöket – „pénzügyi tömegpusztító fegyvereknek tartják”.⁷² Úgy tűnik tehát, hogy ezen pénzügyi eszközök veszélyessége nem csak mennyiségi, hanem minőségi jellegű kérdés is: olyanná lett ezen instrumentumok által uralt jelen pénzügyi rendszer, hogy az *természeténél fogva túlburjánzásra*, felfúvódásra, majd „szétpukkanásra” van ítélve. Ezzel szemben a válságot közvetlenül megelőzően az volt az általános vélekedés Chicagóban, hogy „a világ gazdasági rendszere még sosem volt ilyen jól fedezve a váratlan események ellen.”⁷³

Niklas Luhmann szerint a gazdaság rendszerét manapság a *kifizetések* működtetik.⁷⁴ Márpedig a kifizetésekben a virtuális pénzek nagy *áttételezettségeket* és diszkrepanciát mutatnak többféle értelemben is. Mindennek egyik korai eleme az, hogy a pénz eredetileg *nemesfém tartalma* révén jelentett értéket, ezt elvesztve pedig *aranyfedezethez* volt kötve,⁷⁵ amit a Bretton Woods-i rendszer teljesített ki,⁷⁶ míg a rendszer felbomlásával ez a *fedezet megszűnt*, amikor is

- a transzparencia hiánya információs asszimetriához vezet a szereplők között,
- a bankok a hedge után kevésbé kísérik figyelemmel az adósok teljesítményét, hiszen azt gondolják, hogy a hitelderivatívákkal fedezték a hitelezési kockázatot, ami nem mindig valósul meg teljes mértékben, [...]” PAPP i. m. 34. A pénzügyi válságot követően most már világossá vált, hogy ezen hátrányok és kockázatok nagymérvűek voltak, így ezek tekintetében markánsabban is fogalmazhatnánk.

⁷² FERGUSON i. m. 228. Még Soros György is, aki pedig belülről ismeri a tőzsdei spekulációt, így nyilatkozik meg egy később általunk is vizsgált termék vonatkozásában: „A CDS-ek olyan pusztító instrumentumok, amelyeket be kellene tiltani.” SOROS (2012) i. m. 95.

⁷³ FERGUSON i. m. 228.

⁷⁴ NIKLAS LUHMANN: *Ökológiai kommunikáció. Képes-e felkészülni a modern társadalom az ökológiai veszélyekre?* Budapest, AKTI-Gondolat, 2010. 66.

⁷⁵ „A pénz fejlődése folyamán fokozatosan vesztette el direkt, majd közvetett kapcsolatát az arannyal: aranyérme, nemesfémfedezett bíró papír, majd központi hatalom teremtette, fedezetlen »fiat« (pontosabban csak állami »hatalommal« fedezett) pénz formájában. Mondhatni, a forma és vele együtt a tartalom is változott, a folyamat végén a »pénzt« már semmi sem emlékeztette régi önmagára, az aranyra. Ami végig változatlan, az a hit és a bizalom (már ha volt).” ÁCS ATTILA: A likviditás evolúciója. *Hitelintézeti Szemle*, 12. évf., 2013/3. 237. <http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2013/05/231-249-Acs.pdf>

⁷⁶ „A Bretton Woods-i rendszer és az aranypool. Az előzőekben leírtak felismerése vezetett a Bretton Woods-i kiigazítható rögzítéses árfolyamrendszer 1944-es megalkotásához. A rendszer maga felfogható egy kompromisszumként, amely – leegyszerűsítve – az amerikai és az angol elvárások közös megvalósíthatóságára keresett megoldást. Az USA az 1930-as évek eseményeinek hatására a stabil monetáris politikára helyezett nagy hangsúlyt. Az angolok monetáris beavatkozásait szabadságát tartották elsődlegesnek (miután az 1920-as években a monetáris politika nem volt képes alkalmazkodni a gazdaság igényeihez) [...]. A megszületett kompromisszum alapján az aranyalap jelentette az új pénzügyi rendszer horgonyát, de olyan kiegészítésekkel, amelyek növelték a nemzeti jegybankok autonómiáját. A rendszerben a dollár aranyalapon maradt, a többi deviza pedig a dollárral szemben meghatározott paritáson keresztül, áttételesen maradt kapcsolatban az aranyalappal. A rögzített aranyalapot nem ekkor állapították meg, hiszen az USA már 1934. január 31-től a 35 dollár/uncia átváltási arány

„1971. augusztus 15-én az USA bejelentette, hogy felfüggeszti, majd megszünteti a dollár aranyra történő beváltását”.⁷⁷ A pénz tehát egyre *közvetettebben* kötődött ahhoz, amit mért, és értéke is egyre inkább a *szimbolikus* funkciójához kötődött. Nem is véletlen, ha a *likviditás* mindig is, de egyre inkább a *bizalmon* alapul, és a *hitelesség* a legfőbb működtetője. Bár történeti koronként változott a likviditás megjelenési formája, ami viszont nem változott, az a „bizalmi faktor”: „A bizalom mind a mai napig a likviditás legfontosabb sarokköve, legfőbb forrása [...]. A hangsúly a bizalmon van; bizalom a piacon, a pénzügyi intézetekben, a piaci szereplőkben, a felügyeleti szervezetben, az államban, az ötleletben, az üzleti tervben.”⁷⁸ Mindez a jelen pénzügyi és gazdasági világválságban alapjaiban omlott össze.

De mi is volt a Bretton Woods-i rendszer utáni nemzetközi pénzügyi helyzetben azon *bizonytalanság*, aminek *kockázatát uralni* kellett? A felbomlás után megszűnt az egymáshoz képest *fix devizaárfolyamok* rendszere, s az országok valutáinak értékét a *piac* határozta meg immáron, ami *nagy ingadozásokat* eredményezett a devizapiacokon.⁷⁹ Az *árfolyamok lebegése* a „jövő kiszámíthatatlanságát, hatalmas veszteségek lehetőségét hozta magával”⁸⁰ – írja Papp Péter. A devizaárfolyamok változékonyságának, volatilitásának⁸¹ növekedése – írja – a *kamatok volatilitását* is magával vonta.⁸² Szükség volt így egy olyan eszközre – mutat rá Papp –, aminek segítségével a vállalatok ezen említett pénzügyi kockázattól megvédhetnék magukat: „Ez az eszköz a *származtatott termék* (derivative), a veszteségek elhárítására kötött ügyleteket pedig *fedezeti ügyleteknek* (hedge) hívják. (kiemelések tőlem: F. J.)”⁸³ A törekvés érthető és akár méltányolható is, így nem csodálkozunk azon, hogy 1972-1975-ben

alkalmazta, a Bretton Woods-i tárgyalásokon ennek a használatát vette át a szabályozás. Az USA ezen az áron hivatalos külföldi hitelezői számára garantálta az átváltást, a magán szereplők számára viszont nem tartotta fent ezt a lehetőséget. A többi deviza így nem az aranyhoz, hanem a dollárhoz volt kötve. A rögzítés ezzel kielégítette Amerika igényeit.” FARKAS Péter: *Árfolyamrendszerek Közép- és Kelet-Európában*. Doktori Értekezés. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Gazdálkodástudományi Doktori Iskola, Pécs, 2010. 17. http://ktk.pte.hu/sites/default/files/mellekletek/2014/07/Farkas_Peter_disszertacio.pdf

⁷⁷ FARKAS (2010) i. m. 21.

⁷⁸ ÁCS i. m. 231.

⁷⁹ PAPP i. m. 5.

⁸⁰ Uo.

⁸¹ A ‘volatilitás’ (*volatility*) „egy befektetés kockázatának mérőszáma. A volatilitás a várható vagy múltbeli hozamok változékonyságát jelenti.” <http://abszoluthozam.hu/tudastar/lexikon/volatilitas.php>

⁸² PAPP i. m. 5.

⁸³ Uo.

Chicagóban megjelennek az „első nem árura, hanem pénzügyi termékre szóló derivatívok”.⁸⁴ De a deviza, a kamatláb és értékpapír tőzsdei derivatívok csak a kezdetet jelentették. A *devizaárfolyam-* és a *kamatláb-ingadozásoktól való védekezés* is csak az egyik cél lett: a másik és egyre inkább az előtérbe kerülő célkitűzés az egyre merészebb pénzügyi konstrukciók révén való *többlethasznos-szerzés* lett. A profit egyre fokozottabb növelése érdekében megjelennek tehát és nagymértékben elszaporodnak a pénzügyi innováció eredményeképpen a *hitelderivatívák* bonyolult, olykor rendkívül összetett formái. A származtatott termékek preferált terepe pedig egyre inkább a *tőzsdén kívüli piac* lett.

Az ismeretelméleti okokból fogalmilag uralhatatlan, de bankok és más pénzügyi aktorok által mégis egyre inkább *generált kockázat* ellensúlyozására ezen nemzetközi és hazai pénzintézetek számos *tisztességtelen eszközt* használtak, hogy a rendkívül nagy profitjukat biztosítsák. Tehát nemcsak működésükben valójában kiismerhetetlen hatású, ezért megbízhatatlan mesterséges, szintetikus pénzügyi termékeket alkottak meg, hanem tisztességtelen eszközöket is alkalmaztak az általuk generált bizonytalansági tényezők redukálására (vagy egyszerűen csak mérleget hamisítottak nem egy esetben), s mindezt az egyre nagyobb profitjuk elérése érdekében.

8. Hitelderivatívák: hova tűnt a jelzáloghitel alapjául álló fedezeti ‘dolog’?

Nézzük meg, hogy mi is képezte például a jelzáloghitel-válság alapját: nevezetesen a jelzáloghitel alapját képező ‘dolog’, azaz az *ingatlan „evaporációját”*? Tudjuk, az eredetileg a *jelzáloghitel biztosítékául szolgáló ingatlan a hitelek másodlagos pénzpiacra* vitelével, bonyolult pénzügyi konstrukciók elemévé tételével (értékpapírosításával) egyre *áttételesebben* volt meg az értékpapírokat megvásárlók számára, akik nem is igazán voltak érdekeltek az alapul fekvő biztosíték *valós értékének vizsgálatában*, mivel ők már az ügyletek láncolatában messze voltak az alapügylettől. A római jogász és egyben polgári jogász Sándor István – helyesen – rámutat az ingatlanfedezetnek az értékpapírokat megvásárló befektető számára való „nem elérhető” voltára, miközben ők viselték az egész *bonyolult ügyletsor kockázatát*:

⁸⁴ PAPP i. m. 6.

„A kiindulópont az volt, hogy az Amerikai Egyesült Államokban a hitelből vásárolt ingatlanok esetében túlnyomó részben csak a megvásárolt vagyron szolgált a kölcsön fedezetéül. A probléma akkor jelentkezett, amikor számos független, nem banki hitelező ezeket a kölcsönöket »piacra vitte«. A befektetési bankok, melyek ezeket megvásárolták, értékpapírokat, kötvényeket bocsátottak ki, amelyeket különböző befektetők jegyezhettek. Azonban azáltal, hogy ők ezeket az értékpapírokat megvásárolták, ennek az egész finanszírozási tranzakció-sorozatnak a kockázatát is magukra vállalták. Innentől kezdve az értékjog fedezete mellett kibocsátott értékpapírok birtokosai számára a jelzáloghitel alapjául szolgáló ingatlan már nem »elérhető«, ami oda vezet, hogy a befektető által megvett értékpapírnak a *tényleges fedezete már csak virtuálisan áll rendelkezésére* (kiemelés tőlem: F. J.).”⁸⁵

Virtualizálódott tehát a jelzáloghitel alapjául álló ‘*dolog*’, az ingatlan. Márpedig egy, a klasszikus kori tanokat ismerő jogász számára a ‘*dolog*’ az alapvető a szerződéses kötelmi ügyletekben: a *dolog*, *dolgok megléte* és azok *egyenértékűsége*. A kötelmi jog alapvető eleme gyengült el tehát e bonyolult pénzügyi műveletekben a másodlagos értékpapírpiacokon. Egy klasszikus Szent Tamás-i ‘*dologközpontú*’⁸⁶ természetjogi szempontú kötelmi jogi szemléletből közelítvén a pénzügyi-gazdasági világválság okaihoz, meg is véljük találni az egyik legfőbb okot a kötelmi jogi jogviszonyok *közvetett tárgyának* „*virtualizálódásában*”. Újból a klasszikus jogi hagyomány nézőpontjával is rendelkező Sándor Istvánt idézzük:

„A másodlagos jelzáloghitel válság (*sub prime*-válság) közvetlen előzményei a spekulatív, érték-, pénz és fedezet nélküli kölcsönökben keresendők. A valós érték nélkül kihelyezett pénzeszközökből folytatott beruházások, a sokszor átláthatatlan befektetési és finanszírozási konstrukciók mögül idővel

⁸⁵ Virtuális vagyron. Interjú dr. Sándor Istvánnal a jog és az érték fogalmáról. *De Jure*, 2009/1. 2.

⁸⁶ Szent Tamás jogfilozófiája tekintetében a jog *dologisága*, azaz *dolog-központúsága* miatt egyfajta *jogi realizmusról* kell szólnunk, éppen a jog *megragadható valóságossága*, mintegy „*test-szerűsége*” miatt. Szent Tamás felfogásában a jog valósága tehát mindig egy *dolog*, pontosabban a *dolgok természete* körül forog, amiben képződnek a megadandó ‘*jogos dolgok*’ a különböző jogviszonyokban.

eltűnt a tényleges fedezetet képező érték, ami elsősorban az ingatlanalapok által kezelt vagyonban testesült meg.”⁸⁷

9. A vagyoni érték nyomában: van-e valaki, aki felelősen viseli a kockázatot? Avagy az ‘*originate and manage*’ modelltől az ‘*originate-to-distribute*’ modellig

9.1. A ‘szintetikus’ derivatív termékek megjelenése

Sándor István – nagyon tanulságosan – végigköveti a dolog és az érték jelenlétét, változását és virtualizálódását a jelzáloghitel esetében, s rámutat arra, hogy egy egyre *fokozódó értékcsökkenés* jellemzi a nevezett jogügyletet, ami annak az értékpiacon való kivitelével, továbbá a másodlagos értékpapírpiacon történő különböző bonyolult és kockázatos ügyletek végzésével csak fokozódik. Tehát egyrészt a zálogjog biztosítékaul álló ingatlan értéke csökkenő mértékben van jelen a különböző, az alapjogviszonytól egyre távolodó ügyletekben, másrészt az értékpapírokká alakított jelzáloghitel, illetve az ilyen értékpapírokból álló befektetési csomagok vevője számára már az ingatlan nem elérhető közvetlenül, így nem is érdekelt annak valós értékének vizsgálatában. Így egyre *növekvő kockázatot* vállal egyre *csökkenő érték* mellett. Arra lenne tehát szükség, amit Sándor István – illetve a hivatkozott tanulmányában Veres Zoltán – példamutatóan tesz, hogy a tulajdonjog, az idegen dologbeli jogok (pl. jelzálog), valamint az értékpapírjog egyes elemeit *végigkövessük az egyes jogviszonyokban*, s egyáltalán az egyes ügyletekben, arra keresve a választ, hogy hol és miként van meg a *dolog*, illetve az *értéket képviselő jog*? Szükséges megvizsgálni, hogy érvényesül-e a dolgok (és az értékjogok) *reális egyenértékűségének* elve? Vissza kell tehát, hogy szerezze az egyes jogviszonyok természetére fókuszáló *jogászi gondolkodásmód* a létjogosultságát a szerződési jog, de a pénzügyi jog területén is. Láthatóvá vált, hogy hova vezet az, ha a jogászok dolog- és értékközpontú gondolkodása elvész a szerződési és a pénzügyi jogból. Ezért a jogászok nem vehetik át kritikátlanul a neoliberális piaci mítoszokat. Ahol a piacnak fontos szerepe van, az az értékegyensúly és az értékarányosság kialakítása az egyes jogviszonyokban, de az nem jelenthet sem teljes anyagi értékrelativizmust,

⁸⁷ SÁNDOR István: Az IBA a gazdasági világválságról és a jogászok felelősségéről. A helyzet kulcsa az ügyvédek kezében van? *Ügyvédek Lapja*, 2008/5. 28.

sem a piac egyszerű statisztikai adatainak minden további nélkül „igazságos árként” történő elfogadását,⁸⁸ de azt sem, hogy a piacon forgó pénzügyi instrumentumok feltétlenül és minden körülmények között jól működő pénzügyi konstrukciókként tekintendők. Tehát nem arra lenne szükség, hogy a jogalkotó rögtön „átírja” jogszabályokba a pénzügyi piac bármely kreációját, hanem arra, hogy a jogászok a jogviszonyok belső természete alapján alaposan megvizsgálják ezen instrumentumok működőképességét és igazságosságát a *dolgok* és az *értékek megléte* és azok *egyenértékűsége* tekintetében, mindezt az egyes jogviszonyokban, az ügyletek láncolatában végigkövetve. Ehhez természetesen alapos gazdasági és pénzügyi ismertekre van szükség, amihez a közgazdászok mással nem pótolható segítséget tudnak nyújtani.

Alaposan meg kellett volna vizsgálni a hitelderivatívák működését. Csábító volt, hogy ezen instrumentumok „lehetőséget nyújtanak a hitelkockázatokkal való kereskedésre”.⁸⁹ De főleg az volt vonzó a bankok számára, hogy „a *hitelderivatívák segítségével csökkenthetik tőkekövetelményüket*, amivel javíthatják a bankok teljesítményének egyik legfontosabb mutatószámát, a tőkearányos nyereséget (kiemelés tőlem: F. J.)”.⁹⁰ A kockázat áthárítása mellett a mind nagyobb és nagyobb profit elérése vezérelte a bankokat. Ezzel azonban már nem követték végig a gazdasági érték meglétét a bonyolult ügyletekben. Mint írtuk, a „nagy csoda” végül is nem következett be: a realizált többletjövedelem a kockázatok rosszul elvégzett értékeléséből származott.⁹¹ Kockázatáthárításról, a másik oldalról kockázatvállalásról és *kockázatéhségről* olvashatunk, de valójában a *profit* vezérelte az összes szereplőt, nem pedig a *kockázat felelős átgondolása*, tehát az, hogy meglegyen az *anyag*i, a reálgazdasági, végül is a *dologi fedezet* az ügyletek mögött. (A „szintetikus instrumentumok használata az ingatlanpiacon is túlnyúlt” – írja Soros György – „lényegesen több CDO-t bocsátottak ki, mint amennyi jelzáloghitel létezett”.⁹²) Mint láthattuk, a hitelderivatívák esetében a hitel mérlegben tartásával a hozzá kapcsolódó

⁸⁸ Vö. Andrea D'ANGELO – Pier Giuseppe MONATERI – Alessandro SOMMA: *Buona fede e giustizia contrattuale. Modelli cooperativi e modelli conflittuali a confronto*. Torino, Giappichelli, 2005. 36.

⁸⁹ PAPP i. m. 57.

⁹⁰ PAPP i. m. 30. „A hitelderivatívák legfőbb haszna a bankok számára abban jelentkezik, hogy a hitelportfólió eladása nélkül válhatnak meg a hitelezési kockázat egy részétől. Ezzel növekedhet a banki működés hatékonysága, hiszen a hitelderivatívák lehetővé teszik a *szabályozói tőke felszabadítását*.” BUGÁR Gyöngyi: *Piaci és hitelkockázat menedzsment*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 2015. 161.

⁹¹ KIRÁLY–NAGY–SZABÓ i. m. 588.

⁹² SOROS (2012) i. m. 12.

kockázatot olyan félre hártják át, aki ezt a hitelkockázati kitétséget felvállalja.⁹³ Az lett volna az eredeti elképzelés tehát, hogy csökkenő kockázat mellett szerezzenek a felek nagyobb jövedelmet. A pénzügyi innovációként megjelenő CDO-ok (*Collateralized Debt Obligation*) erre lettek volna hivatva.⁹⁴

A legismertebb komplex pénzügyi innovációs termékek ezen CDO-k, azaz a ‘fedezett adósságkötelezettség’-ek, amelyek *sok jelzáloghitelt* tartalmaznak.⁹⁵ Ezeket úgy „csomagolják újra”, hogy a befektetők számára *különböző kockázatot megjelenítő ‘szeleteket’ (tranch)* hoznak létre. Ezen szeletekre jutó prémiumokat összetett matematikai modellek segítségével rögzítik.⁹⁶ A *végső kockázatot* végül is a *befektetők* viselik: „A jelzálogokból befolyó pénzekből fizetik ki a befektetőket, akik cserébe vállalják az előbb említett kockázatot, így végső soron *átveszik a mögöttes jelzálogok hitelkockázatát* (kiemelés tőlem: F. J.)”⁹⁷ Csakhogy a „CDO-k árazásához használt *matematikai modellek* [...] *nem képesek* ezeknek a *hiteleknek a valós kockázatát modellezni*, a meghatározott prémiumok nem reprezentálják a mögöttes hitelek valódi kockázatát, így a befektetők, akik alapvetően a modellek alapján ítélik meg a befektetéseik értékét, továbbra is azt hiszik, hogy biztos befektetésbe teszik a pénzüket. (kiemelések tőlem: F. J.)”⁹⁸ De miből is áll a CDO valójában? A CDO-k⁹⁹ CDS-ekből¹⁰⁰ (*Credit Default Swap* – mulasztási csereügylet) állnak, s ezért hívják őket ‘szintetikus’ termékeknek.¹⁰¹ A CDS (‘mulasztási csereügylet’) definícióját a következőképpen adja meg a Gyarmati Ákos – Medvegyev Péter szerzőpáros a korábban is már idézett, hivatkozott tanulmányban: „Egy CDS (*Credit Default Swap*) olyan hitelderivatív termék, amelyben két személy, a védelem vevője és a védelem eladója, elcserélik egy harmadik – referenciaterméknek nevezett –

⁹³ PAPP i. m. 11.

⁹⁴ Vö. KIRÁLY–NAGY–SZABÓ i. m. 586–587.

⁹⁵ GYARMATI ÁKOS – MEDVEGYEV PÉTER: Válság és hitelderivatívák A szintetikus fedezett adósságkötelezettségek (CDO-k) árazása és kockázataik. *Közgazdasági Szemle*, LVIII. évf., 2011. november, 952. http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/468/1/Kszemle_CIKK_1276.pdf

⁹⁶ GYARMATI–MEDVEGYEV i. m. 952.

⁹⁷ Uo.

⁹⁸ Uo.

⁹⁹ Az első CDO-t 1987-ben bocsátották ki. PSZÁF, Nyilvános pályázat. (szerző nélkül) *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról*. 2009. december 15., 7. [A továbbiakban: *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról*.] https://felugyelet.mnb.hu/data/cms2136255/Kockazati_transzferok_tanulmany_NBK.pdf

¹⁰⁰ Az első modern CDS kibocsátási éve a nem is olyan távoli 1999-es év. *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról*. i. m. 8.

¹⁰¹ GYARMATI–MEDVEGYEV i. m. 953.

termék vagy személy hitel- (csőd-) kockázatát”.¹⁰² Papp Péter rámutat arra, hogy a CDS-ek adják a *derivatív piac legnagyobb részét*, s a többi „származtatott (portfólió) termék” *építőelemeiként* is szolgálnak. A CDS ügylet működésének lényege a következőképpen adható meg:

„A CDS (magyarul: hitelmulasztási csereügylet) alapvetően a hitelkockázati kitétség fedezésére szolgáló eszköz, a hitelderivatívák alapvető formája. A hitelbiztosítás vásárlója (protection buyer) évente, vagy negyedévente meghatározott felárat (swap spread) fizet a hitelbiztosítás kiírójának (protection seller), aki egy harmadik fél, az alaptermék kibocsátójának (reference entity) csődje esetén kártalanítást fizet a hitelbiztosítás vásárlójának. A kártalanítási kötelezettséget nem feltétlenül csőd esemény váltja ki, előfordul olyan CDS is, amely az alaptermék kibocsátójának leminősítése esetén fizet, illetve európai CDS-ek esetén többnyire a hitelek átstrukturálása is default eseménynek minősül.”¹⁰³

A hitelderivatíváknak – mutat rá Papp Péter – két alapvető fajtája van: az *egyszerű* termékek és a *portfólió* termékek. Az előbbieket olyan „szerződések, amelyek egyetlen hitelkonstrukció ellen nyújtanak védelmet.”¹⁰⁴ Az utóbbiak pedig „több hitelszerződésből (kötvényből) álló portfólió esetén használhatóak.”¹⁰⁵ Ezután elhatárolja az ‘értékpapírosítást’ a portfólió termékek használatától. Az előbbi esetén az történik, hogy „bank a hitelportfóliójának egy részét eladja egy külön, kizárólag erre a célra létrehozott intézménynek (Special purpose Vehicle, SPV), amely ezen megvásárolt portfólió fedezete mellett értékpapírokat bocsát ki (Asset Backed Securities, ABS).”¹⁰⁶ Ezután mutat rá arra, hogy „a hitelderivatívák elterjedésére éppen azért kerülhetett sor, mert azok ott is alkalmazhatóak, ahol a hagyományos értékpapírosítás jogi akadályok miatt nem, hiszen a *hitelportfólió nem kerül ki a bank mérlegéből* (kiemelés tőlem: F. J.)”¹⁰⁷

¹⁰² Uo. Az ügylet további elemeit lásd ugyanitt.

¹⁰³ *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 48.

¹⁰⁴ PAPP i. m. 12.

¹⁰⁵ Uo.

¹⁰⁶ PAPP i. m. 12. o., 9. jegyzet.

¹⁰⁷ PAPP i. m. 12.

Továbbá a CDS-ek azért terjedtek el nagy mértékben, s okozták a hitelderivatív piac jelentős bővülését, mert a „CDS-ek esetében, szemben egy biztosítással, a védelem vevőjének *nem kell rendelkeznie a védelem tárgyával* (kiemelés tőlem: F. J.)”¹⁰⁸

De térjünk vissza a CDO-ra, hogy az miért minősül ‘szintetikus’ pénzügyi terméknek? Gyarmati Ákos és Medvegyev Péter a tanulmányukban a *CDO* ezen lényegi *definícióját* adják meg: „Ez a pénzügyi termék egy úgynevezett *hitelderivatíva-kosár*, azaz a pénzáramlása egy olyan *referenciaportfólióból* származik, amelyben hitelkockázatot futó termékek vannak.”¹⁰⁹ A ‘szintetikus’ megjelölés pedig azt jelenti, hogy tényszerűen „a *referenciaportfólió CDS-eket tartalmaz*, amelyek *maguk is hitelderivatív termékek*, így a *hitelkockázat szintetikusán, ezeken a CDS-eken keresztül* jelenik meg (kiemelések tőlem: F. J.)”¹¹⁰ Láthatjuk tehát, hogy már nem egyszeres az áttétel, s így *nagyobb közvetítettség* jelentkezik az alapul fekvő dologhoz képest. De mire való „fogadástól” is függ akkor voltaképpen a CDO értéke? A válasz így hangzik: „Vagyis nem eseményekből – a közvetlen csődökből – származik a CDO értéke, pénzáramlata, hanem azokra kötött és kereskedett »fogadások« piaci értékéből vezethető le a CDO által megtestesített pénzáram.”¹¹¹ Átérezhető tehát e komplex pénzügyi termék kifejezetten nagy bizonytalansága és így kockázatosága,¹¹² éppen az *áttételelességek* miatt, ahol ezen összetett *fogadások a bizonytalan jövőbeli alakulásokra* vonatkoznak. Hogyan próbálták ezt uralni, milyen gazdasági modellel, vagy esetleg matematikai képlettel? A ‘*diverzifikáció*’ adta *kockázatcsökkentési bizonyosság-érzet*¹¹³ mellett a *valószínűség-számítás* – már általunk korábban érintett – technikája volt a termék kidolgozói számára a kézenfekvő megoldás.¹¹⁴ Erre tűnt alkalmasnak a Myron Scholes és Fischer Black-féle „cso-

¹⁰⁸ GYARMATI–MEDVEGYEV i. m. 953.

¹⁰⁹ GYARMATI–MEDVEGYEV i. m. 954.

¹¹⁰ Uo.

¹¹¹ Uo.

¹¹² „A szintetikus CDO-k bevezetésével megsokszorozódott a kockázati kitettség, mivel az egyes jelzálogkötvények elvileg végtelen szintetikus CDO mögöttes »termékeivé« válhattak mindaddig, amíg bizonyos befektetők hajlandók voltak az értékváltozásokra »fogadni«, egyik (»short«) vagy a másik (»long«) oldalon.” BUGÁR i. m.160.

¹¹³ A CDO kockázatának csökkenésének „érzetét a befektető számára a *diverzifikáció* adja, azaz az, hogy a referenciatermékként szolgáló *CDS-portfólió nagyszámú mulasztási csereügyletet tartalmaz*. Ehhez az a feltételezés társul, hogy nem valószínű, hogy a CDS-portfólió mögöttes vállalatok közül soknak a mulasztása egyszerre következik be.” Uo.

¹¹⁴ „A CDO kockázatcsökkentő hatása mögötti intuíció az, hogy nem valószínű, hogy sok alaptermék egyszerre kerül csődbe, és ezért a magasabb emeletek biztonságosabbak. A gondolatme-

daképlet”, amelyre már – egy lábjegyzet erejéig – utaltunk, de amire később még ki fogunk térni.

A CDS-ek működését tekintve azonban azt is el kell mondani, hogy azok a *nemfizetés elleni biztosítás* alapvető funkciójától elszakadva, a *szabad támadó manipuláció* tárgyai is lettek. Soros György így ír erről a problémáról, a megoldási kulcsot is megadva:

„A hitelbukásswapok (CDS-ek) még gyanúsabb eszközök. Eredetileg a kötvénytulajdonosoknak nyújtottak volna biztosítást nemfizetés ellen. Mivel azonban szabadon értékesíthetők, beartámadásra használhatók, vagyis úgy biztosítanak, hogy közben a gyilkosságot is engedélyezik. Ennélfogva fontos, hogy csakis azok tarthassanak ilyen eszközöket, akiknek az adott ország vagy vállalat kötvényeihez fűződik biztosítandó érdekük.”¹¹⁵

9.2. Az ‘árnyékbankolás’ megjelenése

A jelen válság okait kutatva elemezni kellett volna, hogy a *jelzáloghitelt* a bankok miként alakítják át szinte rögtön forgalomképes *értékpapirokká*, hogy azokat egy külön erre a célra létrehozott *közvetítő pénzügyi befektető intézménynek* (*Structured Investment Vehicles*) adják el, amely intézményt általában *maguk a bankok* hozzák létre vagy szponzorálják.¹¹⁶ A SIV intézmény – aminek több

net nem a klasszikus matematikai pénzügyek gondolatmenete, hanem a valószínűségszámítás, illetve a biztosításmatematika gondolatmenete.” GYARMATI–MEDVEGYEV i. m. 954.

¹¹⁵ SOROS (2012) i. m. 117.

¹¹⁶ „A *Structured Investment Vehicle* (SPV) a *Special Purpose Vehicle* (SIV), azaz a különleges célú gazdasági egységek (KCGE) egyik fajtája, amely kifejezetten az eszközfedezetű banki hitelek átsomagolására és tovább-értékesítésére jött létre. Tipikus üzleti tevékenysége során az értékpapírosított hiteleket rövid lejáratú (jellemzően 90 napos) értékpapírfedezetű kereskedelmi papirokkal (ABCP) finanszírozza. Jellemző, hogy az esetleges átmeneti likviditási problémák elkerülésére az eszközeit a SIV-nek eladó bank hitelkeretet is nyújt a SIV-nek.” ERDŐS Mihály – MÉRŐ Katalin: A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése. *Hitelintézetek Szemle*, 2008/5. 493. o., 4. jegyzet. http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/HSZ5_erdos-mero_491_519.pdf A ‘*Special Purpose Vehicle*’ meghatározása pedig a következőképpen adható meg: „Céltársaság (*Special Purpose Vehicle*, SPV): Az értékpapírosítótól csőd, és adójogilag független jogi személy, melyet az értékpapírosító speciálisan a tranzakció lebonyolítására hoz létre. Az értékpapírosítás során a pénzügyi szolgáltató a céltársaságba szervezi ki egyes eszközeit, melynek fedezete mellett a céltársaság kötvényt vagy más értékpapírt bocsát ki.” NAGY Márton – SZABÓ E. Viktor: Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre. *MNB Szemle*, 2008. április,

fajtája van – ‘becsomagolja’ vagy ‘strukturálja’ ezeket, ha nem tette volna ezt meg már maga az értékpapírt kibocsátó bank, mega-értékpapírkosarat kialakítva több száz, különböző kockázatot képviselő értékpapírból.¹¹⁷ Majd ezeket a strukturált értékpapír-portfóliókat vagy értékpapír-kosarakat különböző formában vagy ‘szeletekben’ – ahogy már arról szoltunk – eladja intézményi befektetőknek.¹¹⁸ A jelzáloghitel-követelés forgalomképes értékpapírokká való átalakításának két fontos következménye van.¹¹⁹ Gallino rámutat arra, hogy az értékpapírt kibocsátó bank továbbra is tud hiteleket folyósítani, és azokból profitot nyerni, minthogy a SIV-nek eladott értékpapírok kikerülnek a mérlegéből¹²⁰ (éppen ezért, továbbá a kockázat szétterítéséért hozzák létre a bankok a

42. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_200804/nagy_marton_szabo_e_viktor.pdf

¹¹⁷ Luciano GALLINO: *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi*. Torino, Einaudi, 2013. 50. „A strukturált finanszírozás végső állomását a már átcsomagolt pénzáramlás továbbcsomagolása jelentette, fedezett adósságkötelezvények (CDO, *collateralised debt obligation*) formájában. A hitelkockázati transzferért cserébe az árnyék-bankrendszer tagjai, a közvetítő-*(conduit)* és a strukturált befektetési *(structured investment vehicle, SIV)* társaságok, lejáratú kockázatot vállaltak magukra. Az értékpapírosítás eleinte csodát produkált, a kötvénnyásárlóknak azonos kockázat mellett úgy biztosított magasabb hozamot, hogy közben az eredeti pénzáramlás alapjául szolgáló eszközök kockázata csökkent, és a kibocsátó pénzintézet még külön díjat is felszámolt a tevékenységért [...]”. Ács Attila: *Likviditás és reálgazdaság kapcsolata. Az Egyesült Államok példáján*. Doktori értekezés. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Közgazdaságtani Doktori Iskola. Szeged, 2013. 59.

¹¹⁸ GALLINO i. m. 50.

¹¹⁹ GALLINO i. m. 51.

¹²⁰ Uo. A kockázatszétterítésre épülő SIV „árnyékbanki” rendszerből – jellegénél fogva – több veszély fakadt: „A válságra legjellemzőbb innováció az »*originate and distribute*« banki modell, melynek keretében a pénzintézet az általa nyújtott, vagy speciális brókertől vásárolt hitelt eladja a pénzügyi szférában, vagy továbbadja egy speciális befektetési szereplőnek *(structured investment vehicle – SIV)*. Ezt követően a SIV értékpapírosítja őket, amelyeket később a hitelminősítők osztályoznak. A SIV azzal finanszírozta önmagát, hogy a rövid lejáratú, alacsony kamatú értékpapírok kibocsájtásával összegyűjtött tőkéből hosszú lejáratúakat vásárolt. Mögötte általában egy szponzorbank állt, aki kötelezően hitelkeretet és garanciát biztosított a befektetésekkel fedezett rövid lejáratú kereskedelmi kötvények közvetítői részére a likviditási és hitelkockázat csökkentése érdekében. Két súlyos probléma áll fenn a strukturált pénzügyi megoldásokkal kapcsolatban. Az első arra vonatkozik, hogy a hitelnyújtó sajnos nem volt kellőképpen arra ösztönözve, hogy jól válogassa meg adósait, ha már ezek a tartozások nem kerültek bele a könyvekbe. A hírnevük védelmének érdekében gondolhatnánk, hogy nem kívánják minősítési irányelveiket lazítani. Ám a hatályos szabályok alapján nem voltak kötelesek a könyvekben nem szereplő tételekről sok információt közölni, ami átláthatatlanná tette ezen intézmények gazdálkodását és csökkentette a hírnévre leselkedő veszélyeket. A hitelminősítők felkészületlenségükből fakadóan nem voltak képesek megbízhatóan értékelni strukturált termékeket. Olyan hibákat is elkövettek, hogy ugyanolyan minősítést adtak egy fedezett adósságkötelezvénynek (CDO), mint egy vállalati kötvénynek, miközben alapvetően más nemteljesítési mutatókkal rendelkeztek. A második probléma arra a végső esetben alkalmazott műveletre vonatkozott, hogy az *addig mérlegén kívüli tételek bekerülnek a szponzorbank könyveibe*. Erre két esetben kerülhet sor: ha a szponzor fedezi

SIV-eket),¹²¹ ezért nem terhelik a szolvencia-biztosítékként tartalékolni köteles tőkájüket.¹²² Ezen SIV 'árnyékbankolás' (*shadow banking system*) azonban számos sebből vérzett, többek között azért, mert – az óriási közvetett gazdasági hatalommal rendelkező – *hitelminősítők nem tudták megbízhatóan értékelni a strukturált pénzügyi termékek valós értékét, ami egyébként bonyolultságuk miatt szinte lehetetlen is, de azért is, mert a szereplők voltaképpen egymást biztosították körbe, s ezáltal a rendszer szereplői biztosították önmagukat, ami nyilvánvalóan önmaguk és a többiek becsapása.*

A (hitel)derivatív ügyletek zömét az *alig szabályozott tőzsdén kívüli piacokon* kötötték, a *banki hitelkockázatokat* a likviditás fenntartása végett rögtön próbálták az értékpapírosítással és árnyék-bankrendszer létrehozásával *széttéríteni*.¹²³ A bankok azáltal, hogy a kockázatszétterítés céljából az „*originate*

a pénzügyi műveletek során elszenvedett veszteségek több mint a felét, vagy ha el szeretné kerülni a SIV minősítésének lerontását. Itt azonban elveszik az »*originate and distribute*« modell előnye, hiszen a *kockázatviselés visszazáll a szponzorra. A befektető pedig, miután végre átláthatóvá válik számára a pénzügyi intézmény, arra a helyes következtetésre juthat, hogy a bank ijesztő módon eladósodott, és magasabb profitrátát vár el. Ez pedig a pénzügyi intézmény részvényeinek árfolyamvesztéséhez vezet. (kiemelések tőlem: F. J.)*” SOCIAL DEVELOPMENT INSTITUTE: *A válság és a megszorító intézkedések társadalmi hatása Közép-Kelet-Európában*. http://www.socialdevelopmentinstitute.eu/?page_id=124 Vö. „A befektetési bankok mérlegen kívüli tételként nagy mennyiségű CDO-pozíciót halmoztak fel úgynevezett strukturált befektetési alapok (SIV) formájában. Ezek a SIV-ek eszköz hátterű kereskedelmi papírok kibocsátásával finanszírozták pozícióikat.” SOROS (2008) i. m. 24.

¹²¹ „Az elmúlt 20 év nemzetközi banki gyakorlatában általánossá vált, hogy a bank az általa generált hitelek sokszorosát nyújtotta speciális befektetési társaságok bevonásával (SIV) a pénzügyi szektor más szereplőinek, ezzel a kockázatot terítette a rendszerben.” LENTNER Csaba – KOLOZSI Pál – TÓTH Gergely: *A magyar válságkezelés sajátosságai és ellentmondásai. EU Working Papers*, 1/2010. 4. http://lentnercsaba.com/doc/publications_06.pdf

¹²² Vö. „A hitelintézetek a kockázati transzferpiacot elsődlegesen kitétségeik optimalizálása miatt választják, elsősorban kockázatuk csökkentése érdekében. Ezt az eredményt többféleképpen is elérhetik: eladhatják hiteleszközeik egy részét, megszervezhetik vállalati ügyfeleiknek a kötvénykibocsátást, illetve a monitoring rendszerük tökéletesítésével és kellően óvatos árazási technikával korlátozhatják a kockázatot. Az új konstrukciók (ABS, CDO, CDS) segítségével szinte korlátlanul növekedhetnek, mert nem kell újabb hitelkitétséget vállalniuk, valamint erre pótlólagos tőkét biztosítaniuk. A bankok és hitelintézetek tehát a jelzáloghitelek eredeti originátorai, akik a hitelkockázatok eladóiként jelennek meg a piacon. A nemrégiben megjelent kockázati transzfer konstrukciók segítségével az eredetileg vállalt hitelkockázatot átvállalják az értékpapírok tulajdonosai, a hitel monitoring és portfólió kezelés viszont a bank kezelésében marad. Ezen a folyamaton keresztül a kockázatkezelői és kockázatvállalói szerep szétválik.” *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról*. i. m. 18.

¹²³ „A kockázati transzferpiac növekedése miatt az »*originate to distribute*« modell keretében profitra tehetnek szert a CRT termékek létrehozásából, strukturálásából és terjesztéséből. A kereskedelmi bankok mérlegeikben hagyományosan létrehozta különböző hitel eszközöket, a piac fejlődése pedig arra ösztönözte őket, hogy a megváltozott igényeknek megfelelően fejlesszék a hitel termékek terjesztésének lehetőségeit. A piac növekedése és a »*originate to distribute*« modell térnyerése egyaránt szerepet játszott a kereskedelmi bankok és értékpapír

and distribute” (vagy: ‘*originate-to-distribute*’) pénzügyi modell jegyében azonnal árnyékbankoknak adták át a hitelek kockázatát az értékpapírosítással és azokból mega-értékpapírcsomagok konfekcionálásával, eleve *nem voltak már érdekeltek* a jelzáloghitel alapjául álló biztosítéki *ingatlan valós értékének* vizsgálatában. A bankok tehát olyan *likviditást mutattak*, amivel *nem rendelkeztek* (a tőke megfelelési mutatók nem voltak megbízhatók),¹²⁴ és a hagyományos banknak nem tekinthető, de bankfunkciókat ellátni képes SIV-ek – amelyekre *nem vonatkoztak* a tőkekövetelményi, azaz a szigorú *tőke megfelelési* és az *átláthatósági szabályok*¹²⁵ – létrehozatala sem változtatott ezen, csak ideig-óráig elkendőzte a problémát. A bank átruházza a kockázatot a SIV-ekre, azok pedig a befektetőkre, de végül is ki viseli az egész ügyletláncolat likviditási kockázatát? Megállapítható, hogy nem a *reálgazdaságon alapuló kockázatvállalásról* van szó, mint a kapitalizmus hajnalán, hanem felelőtlen *kockázatáthárításról*

cégek üzleti stratégiájának közeledésében. E módszer elterjedésének köszönhetően ugyanakkora tőke mellett szélesebb pozíciókat hozhatnak létre, emellett hozzájárult a kockázatosabb piac kialakulásához is, hiszen azokat a hiteleket, amelyeket a bankok nem voltak hajlandóak a saját mérlegükben tartani hosszabb ideig, a befektetők előszeretettel jegyezték a piacon. Ugyanakkor a bankok ezeken a csatornákon keresztül újabb ügyfelekre tehettek szert, amelyre eddig nem adódott lehetőség a hagyományos tevékenységük során.” *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 19. Ld. „CRT (*Credit Risk Transfer*): Kockázati transzfert jelent, folyamata során egy termék vagy szolgáltatás megvásárlásával egyik piaci szereplőről egy másikra hárul a kockázat egy előre meghatározott köre.” i. m. 116.

¹²⁴ Az egész tőkekövetelmény-szabályozási rendszer nem érte el a várt eredményeket: „A 2007–2008-as időszakban a felügyelvek nem rendelkeztek elegendő információval a bankok jelzálogpiaci kitettségről, és a fertőzött papírok állományáról, amely a válságkezelést nehezítette. A bázeli metódusú tőkekövetelmény számítás ebben az átláthatatlan helyzetben nem bizonyult hatékonynak, a kockázatkezelési gyakorlat nem váltotta be a hozzá fűzött reményeket. A klasszikus bankmodell kockázatosabb irányú változásaiban a lakossági jelzálogalapú finanszírozás térnyerésével egyre nagyobb szerep hárult az értékpapírosítás intézményére, melynek során a hitelnyújtás kockázatát részben, vagy teljes egészében a tőkepiaci befektetőkre transzferálódott. A felügyeleti módszerek azonban nem voltak alkalmasak a kockázatok kezelésére, a szabályok betartatására. Az első, 1988-ban megalkotott bázeli tőkeszabályozás már kitért a bankok kockázatosabb tevékenységeire, a derivatív ügyletekre. A Bizottság bevezette a hitel-egyenértékesítés fogalmát és a mérlegen kívüli kockázatvállalást is tőkével kívánta biztosítani. 1996-ban a Bizottság új szabályrendszerre engedélyezte a bankoknak, hogy saját leghatékonyabb kockázatkezelési gyakorlatukat alkalmazzák. A Bazel II. 2006-os bevezetése ebből a szempontból sem hozott újat, a speciális kockázatok felismerése és átfogó szabályozása ezáltal is elmaradt.” LENTNER–KOLOZSI–TÓTH i. m. 5.

¹²⁵ A SIV valójában maga is egy SPV. A bankok azért kedvelik különösen az SPV-k létrehozatalát, „hiszen a diverzifikáción keresztül nem kell tőkét képezniük bizonyos nem kívánt kitettségekre, így a szavatoló tőke értékét alacsonyabb szintre lehetett beállítani.” „Jellemző, hogy az SPV-k finanszírozásában a bankok jelentős szereppel bírnak, amit szinte korlátlan mértékben megtehetnek, hiszen ez a befektetés nem jelenik meg a könyvekben (mérlegen kívüli tételek), így például egy jelentősebb beruházás során egy ilyen társaság segítségével nem kell az egész vállalatot kitenni a felmerülő kockázatok hatásának.” *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 25.

és *ál-garanciákról*. A kockázatos hitelportfóliókat biztonságosként lehetett feltüntetni a jelzáloghitelek és a jelzálogalapú értékpapírok többszöri újracsomagolásával, bonyolult módon való átstrukturálásával,¹²⁶ részben külön erre a célra létrehozott pénzügyi szereplők révén, s nem az ügyletek *valós kockázata*, valamint az alapul fekvő *valódi érték* volt a meghatározó szempont. Mindez jelentősen hozzájárult a pénzügyi globális válsághoz. A bankok egyik alapvető társadalmi és gazdasági funkciója a *likviditás*, a kellő pénzmennyiség biztosítása lenne a *reálgazdaság* számára. Ha jól működnek, akkor egyensúly, stabil és hatékony működés jön létre a reál- és a pénzügyi szférában, az előbbi dominanciája mellett. Ehelyett a felelőtlenségükkel és a pénzügyi szereplők „önmaguk körbebiztosításával” nemcsak a pénzügyi szektor ingott meg alapjaiban, hanem – teljesen diszfunkcionális módon – magukkal rántották a reálgazdaság döntő részét is.

A bankok hitelkockázatára vonatkozó koncepció teljesen megváltozott a hitelkockázati transzfertermékek hatására:¹²⁷ eddig a feladatuk közvetítő jellegű volt, az tehát, hogy a betétesek megtakarított pénzéből hiteleket nyújtsanak a hitelfelvevőknek, természetesen költségeiket és nyereségüket felszámítva. Így tehát a betétesek pénzéből hitelezték az ügyfeleket, aminek bevállalt hitelkockázata a hitelintézeteken belül *mérhető* és természetesen *világosan értelmezhető* volt. A *tőkekövetelményi* és a *prudens* működésre vonatkozó jogi szabályozás megfelelő módon képes *kontroll alatt tartani* ezen alapvető banki működést. A többletprofitért való szakadatlan versengés folyamatos növekedési kényszerpályára állította a bankokat. De ez nem mehetett a végtelenségig, ezért a bankoknak olyan konstrukciókat kellett találniuk – hangsúlyozzuk: a *többletprofit folyamatos növelése* érdekében –, amely révén nem kell újabb hitelkockázatot vállalniuk, mert ahhoz *pótlólagos* (fedezeti) *tőkére lett volna szükségük*. Így kerültek kifejlesztésre a már korábban tárgyalt pénzügyi innovációk: „A hitelkockázati transzfer új konstrukciói (CDO, CDS) lehetővé teszik a bankok folyamatos üzleti bővülését anélkül, hogy további hitelkockázatot kellene vállalniuk, ennek függvényében elkerülhetik azt, hogy a pótlólagos tőkét kelljen biztosítaniuk.”¹²⁸ Azért is nagyon kedvező ez a bankok számára, mert

¹²⁶ „A jelzálogpiacot továbbá az kötötte össze szorosan a biztosítókkal, bankokkal, spekulatív befektetési alapokkal, hogy a jelzáloghiteleket, sőt a jelzálogalapú értékpapírokat (MBS) is újracsomagolták, bonyolult átstrukturáláson keresztül dobták piacra a CDO termékeket (CMO) és CDS termékeket. A többszöri átstrukturálás jelentőségét az adta, hogy ezáltal rosszabb minőségű hitelporfóliókat is fel lehetett tüntetni biztonságosnak.” *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról*. i. m. 107.

¹²⁷ Ld. *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról*. i. m. 14.

¹²⁸ Uo.

így a „*hitelkockázatot továbbadva* további hitelkihelyezést folytathatnak, arbitrázsbevétel, illetve komplex pénzügyi szolgáltatásért kapható *jutalékbevétel* reményében. (kiemelések tőlem: F. J.)¹²⁹ Az újabb és újabb többletprofitot tehát elsődlegesen hitelkockázat-áthárítással kívánták elérni a bankok. A pénzügyi szereplők – akiket számos erős *pénzügyi kötelek* kötött össze egymással a tőketranszferek¹³⁰ miatt – a *rövid távú profitszerzés* által hajtva nem tekintették a *hosszú távú pénzügyi kockázatokat*. A szereplők az egymásközi pénzügyi (ál) biztosítékokkal a kockázatot kívánták a minimálisra redukálni a mind nagyobb és nagyobb profit egyidejű biztosítása mellett.

Elértünk így abba a korba, amikor a bankár, a banktulajdonos nem kívánja immáron a kockázatot vállalni, miközben hön óhajtja az újabb és újabb többletprofitot. Ezt az attitűdöt, a természetét tekintve, igazából nem sok minden választja el a különféle (pénzügyi, számviteli, adózási stb.) szabálytalanságok elkövetésére való hajlandóságtól, hiszen az ilyen magatartásban benne rejlik, hogy a hagyományos, végül is *erkölcsi indíttatású pénzügyi felelősségi elveket*¹³¹ már nemigen vallja az illető.

10. Derivatívák és a kockázatviselés – kritikai megközelítésben

Niklas Luhmann szerint, míg hajdanán a ‘*tulajdon*’, addig manapság a ‘*kifizetések*’ zárt, cirkuláris és *önreferenciális* rendszere alkotja a *gazdaság társadalmi alrendszerének* belső szervezőelvét.¹³² Úgy tűnik azonban, hogy e váltással egyszersmind el is tűnt a tulajdonhoz fűződő *felelős erkölcsi szemlélet*, és az az alapjául álló *valóságérzék*, amit a tulajdonjog *dologisága* révén szűkegképpen magában hordozott. A gazdaság hagyományos tulajdonolni/nem tulajdonolni (birtokolni/nem birtokolni) kódjának „másodkódolása” a kifizetések rendszere révén, a fizetni/ nem fizetni kód által vezérelve nemcsak funkcionáli-

¹²⁹ *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 14–15.

¹³⁰ Itt nem a ‘tőkeáttétel’-re gondolunk. Ez utóbbi fogalom meghatározását ld. BUGÁR i. m. 34. o., 27. jegyzet.

¹³¹ Szalai Ákos rámutat arra, hogy a *tulajdonjog* lényege a *kockázattal járó felelősségvállalás*: „A tulajdonjog védelme természetesen egyértelműen levezethető értékeinkből. Mindenekelőtt azért, mert a tulajdon szorosan összefügg a kockázattal, illetve a felelősségvállalással.” SZALAI ÁKOS: A kapitalizmus gazdasági alkotmánya: a magánjog alapintézményei. In: SZALAI Ákos (szerk.): *Kapitalista elvárások.* Közjő és Kapitalizmus Intézet, 2009. 117.

¹³² Köszönöm Karácsony Andrásnak, hogy erre felhívta a figyelmemet. LUHMANN i. m. 66.

san elkülönítette a gazdaság rendszerét a többi társadalmi alrendszerétől – ahogy azt Luhmann írja¹³³ –, hanem nézetünk szerint ez utóbbi kód el is nyomta az előbbi, s ezáltal a gazdaság alapját rendítette meg.

De térjünk vissza a konkrét tünetek számbavételére. A bankok a hitelkockázat terítésével, transzferálásával már nem viszonyultak úgy a hitelfedezet biztosításához, a kockázatkezeléshez mintha ők maguk viselnék egymagukban a kockázatot, s ez morális problémaként jelentkezik, minthogy *felelőtlen, gondatlan* pénzügyi magatartást eredményez:

„A CDO/CLO esetében az alapportfolió hitelkockázatát a befektetők vállalják, a hitelkockázat-monitoring pedig az originátor és/vagy az SPV felelőssége. Így fennáll annak a veszélye, hogy a bankok ennek következtében több esetben nem gondoskodnak megfelelő mértékben a hitelkockázat kezeléséről és a hitelezési feltételek lazítása mellett túlzóan expanzív jellegű hitelezési politikát folytatnak.”¹³⁴

Ezért a jelzáloghitel biztosítékeként szereplő ingatlan valós (végrehajtható) értékét, hitellel való terhelhetőségét távolról sem vizsgálták gondosan.

Általában is elmondható, hogy a hitelderivatívák esetében nem volt kellőképpen átgondolva az, hogy mely szereplő fogja az *adósok hitelképességét hosszú távon figyelemmel kísérni?* Bugár Gyöngyi a problémát a következőképpen összegzi:

„Általános tapasztalat, hogy egy bank afölötti »nyugalmában«, hogy hitelkockázatát hitelderivatíva vásárlásával – a védelem vevőjeként – mérsékelte, *nem érez elegendő motivációt a jövőbeli aktív »monitoring« tevékenységre*, vagyis arra, hogy adósainak fizetőképességét hosszú távon figyelemmel kísérje. A védelem eladója ugyanakkor ezt nem tudja megtenni, mert egyáltalán nincs kapcsolata a hitelfelvevővel.”¹³⁵

Az előbbiekkal összefüggésben szólnunk kell arról is, hogy a kockázati transzfer termékek létrejöttének egyik fő oka a „szabályozás alól kibújni

¹³³ Uo.

¹³⁴ *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 44.

¹³⁵ BUGÁR i. m. 161.

szándékozás” volt, minthogy a „kiskapuk keresésének eredményeként szokott létrejönni (tőkekövetelmény, kockázatvállalás, számviteli követelmény, adó)”¹³⁶ Tehát a kockázati transzfer termékek kockázatterítése mögött a *felelős kockázatvállalást előíró törvények kijátszásának* szándéka húzódott meg, amely nyilvánvalóan a *közjóval* ellentétes törekvés.

Vissza kell tehát fejteni a spekulatív határidős ügyleteket kialakulásukban és jellegükben, a létokaikhoz visszavezetve őket, hogy láthassuk, hol és meddig indokolt a létük és a használatuk. Mondhatnánk érvként, hogy Max Weber „A tőzsde” című – már hivatkozott – művében megvédi még az árfolyamkülönbségre építő határidős spekulatív ügyleteket is. Csakhogy Weber itt a *reálgazdaság valós szükségleteivel* magyarázza ezen ügyleteket, általában a határidős ügyleteket, és a példáit is innen, a reálgazdaság területétől veszi.¹³⁷ Nem tagadja azonban, hogy létezik a kifejezetten *spekuláns* határidős tőzsdei tevékenység is, bár azt állítja, hogy egyrészt nehezen dönthető el, hogy az egyes határidős ügyletek inkább a reálgazdaságot szolgálják-e – a mi szavainkkal élve – vagy inkább spekulatív ügyletekről van-e szó. A tőzsdei árfolyamokra kötött hazárdírozó jellegű, fogadás-szerű spekuláns ügyletek szerinte azonban az amerikai kocsmákban köttetnek.¹³⁸ Korunkban úgy tűnik, hogy a tőzsdén kívüli spekuláns határidős ügyletek inkább ez utóbbi csoportba tartoznak, csakhogy távolról sem olyan ártatlanok, mint a kocsmái fogadások, hanem *hatalmas pénzvolumenük* miatt óriási pusztító erővel rendelkező „időzített bombának” bizonyultak. A határidős ügyletek természete az, hogy „ugyanazon jószág-mennyiség adásvételi ügyleteinek rendkívüli *megsokszorozását* teszi lehetővé”, ami meg is valósul ténylegesen, miközben a közvetítők száma szaporodik. A határidős kereskedelem azért fejt ki ezt a hatást, írja Weber, mert „a teljesítés időbeli elhalasztása révén lehetővé teszi a *hitelre* kötött spekulációs ügyleteket, és egyidejűleg csökkenti a spekuláns számára szükséges hitel *nagyságát*.”¹³⁹ Ezt 1894-ben írja Weber, míg a nevezett jelenségek *eszkálálódásából*

¹³⁶ *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 14.

¹³⁷ WEBER (1995a) i. m. 62-től.

¹³⁸ „[...] téves az az elképzelés, miszerint a spekulációs tőzsdeügyletek arra kötött fogadást jelentenének, hogy az árfolyamok egy bizonyos értékhez mérten emelkednek vagy csökkennek-e, mégpedig oly módon, hogy meghatározott napon két spekuláns az épp érvényes árfolyamhoz mérten látszólagos adásvételi ügyletet köt, s az árfolyam emelkedésének vagy csökkenésének megfelelően az egyik kifizeti a fogadás okán reá háruló különbséget. Ilyen ügyletek is előfordulnak, *nem a tőzsdén* azonban, hanem például az amerikai kocsmákban, ahol mutatókkal működő elektromos készülékekkel jelenítik meg a tőzsdei árfolyamokat, s a vendégek tétjeikkel arra köthetnek fogadást, hogy a mutató vajon milyen irányban is mozdul ki.” WEBER (1995a) i. m. 79–80.

¹³⁹ Az idézetek helye: WEBER (1995a) i. m. 81.

származó mai pusztító végkifejletet már ismerjük. Fel kell tennünk a kérdést: a határidős ügyletek *bizonyos fajtáiban*, jellegében ragadható meg a probléma? Vagy inkább az *árnyékbankolás* rendszerében? Igaza van annak, aki úgy véli, hogy nem annyira az ügyletek jellegében, hanem inkább azok *irdatlan mennyiségében* van a hiba? Nézetünk szerint az alapokról lenne szükséges végiggondolni a reálgazdaság és a gazdasági értékszámítás bázisán a *teljes határidős kereskedelmet*, nem is beszélve az árnyékbankolásról, így különösen a SIV-ekről, amely felettébb kétes teljes konstrukciójában. A CDO-k esetén létrejött „piramisjáték”-szerű szisztéma eleve magában hordta bukását,¹⁴⁰ így természeténél fogva erkölcstelen. A bonyolult átstrukturálások, a tőketranszferek, a kockázatátárhítások egész rendszere arra volt alkalmas, hogy morális értelemben ne lehessen *beazonosítani a felelőst*,¹⁴¹ aki az alapul fekvő végső, valós gazdasági érték meglétéért felel, így *felelőtlen hitelezést* lehetett folytatni a mind nagyobb profit megszerzése céljából.

A kiindulópontunk tehát *elvi* jellegű: a pénzügyi műveleteknek, így a határidősöknek is, már amennyiben van létjogosultsága egyes fajaiknak, a *reálgazdaságot* kell szolgálniuk. Ezáltal *legitim emberi gazdasági* szükségletek kielégítve. Így tehát természetesen a legkevésbé sem arra van szükség, hogy a jelen pénzügyi és gazdasági világválság tanulságait követően a spekulatív pénzügyi termékek piacáról a reálgazdaságba, azaz az *árak piacára* tevődjék át az *árfelhajtó* hatású spekulatív határidős tevékenység: „A pénzügyi piacok pánikcsengetése után sokan helyezték át pénzüket a reálárak piacára. A pénzügyi befektetők spekulációja a határidős árupiacon hozzájárult a világméretű élelmiszerár-, illetve kőolajválsághoz.”¹⁴² Mára már kiderült, hogy a határidős spekulációs tevékenység felelős viselkedés, *erkölcsi gát* nélkül nemhogy nem szolgálja az

¹⁴⁰ „A kötvényeknek ezért további derivátumai (pl. un CDO-s: *collateralized debt obligations*) keletkeztek, melyek a befektetőket veszteségektől védték. A CDO-k kapcsán sajátos »piramisjáték« is kialakult, mely sokáig elfedte a veszteségeket, a válság jelenségét. Az emelkedő volumenű, csökkenő kamatozású kötvény kibocsátásból eredő bevétel elfedte a visszavásárlás során keletkező veszteségeket. A gond akkor keletkezett, amikor az eladott volumen elkezdett csökkenni és a kamatok (hozamvárakozások) elindultak felfelé, s ekkor az új kibocsátásból származó bevétel már nem fedte a régi beváltásokat, és a veszteség abszolúttá vált [...]. Ez a megjelenő veszteség indította el közvetlenül a válságot.” BALYÓ László: Az USA jelzálogváltásának elemzése, tapasztalatai, tanulságai és hatása a magyar jelzáloghitel piacra (A pénzügyi piacok fejlődésében rejlő ügyfélkockázatok). 2008. 42. https://felugyelet.mnb.hu/data/cms1565391/Tanulmány_vs_2_doc0805011.pdf

¹⁴¹ Vö. „A bonyolult átstrukturálás – főleg ha piaci buborék termékeire épül – a kockázatátárhítással együtt lehetetlenné tette a kockázatkezelési felelősség megállapítását és követését, ezzel a hitelezési tevékenység lazulásához vezetett.” *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról*. i. m. 112–113.

¹⁴² *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról*. i. m. 108.

emberi relációkban zajló gazdasági cseréket, így magát a (piac)gazdaságot, hanem egyenesen pusztítást végezhet a reálszférában is, ezáltal alapvető társadalmi és emberi értékeket veszélyeztetve.

Azon – főként nemzetállami szintű hatalompolitikai – szempontok, amelyeket Weber a spekulatív határidős tőzsdei ügyletek mellett hoz fel, ma már jelentősen átértékelődnek. Úgy véli ugyanis, hogy ezen ügyletekre a tőzsdék megerősödése miatt – és az ott kereskedők érdeke miatt – van szükség, hiszen e spekulatív határidős ügyletek virágzó tőzsdéket, így a „piac bővülését” eredményezik, amely azon ország nemzetgazdaságát teszi erőssé, ahol engedélyezik e spekulatív ügyleteket. Minthogy az országok között ádag gazdasági küzdelem folyik, ezért egy ilyen irányú nemzetközi megegyezés hiányában egy ország által tett „egyoldalú leszerelés”, azaz az ilyen ügyletek egyoldalú betiltása, hátrányba hozná az adott ország nemzetgazdaságát, mert tőzsdéje alul maradna azon országokéival szemben, ahol engedélyezik a határidős ügyleteket.¹⁴³ (Ne feledjük azonban, hogy Weber mindig a reálgazdaság igényeit tartja szem előtt a spekulatív határidős ügyletek esetén: pl. búza határidős – olykor spekulatív – adásvételéről ír példáiban. Meg kell jegyezni azt is, hogy a tőke nélküli szakavatatlan spekuláns tömegek tőzsdei tevékenységében rejlő veszélyt nem látta túl nagyra. Nem haszontalan megjegyeznünk azonban azt sem, hogy Weber idejében a spekulatív határidős ügyletek *sértették* az átlagember *igazságérzetét*, amelyek mesterségesen vitték le vagy fel például a gabona árát, olyannyira, hogy bizonyos társadalmi formációk követelték is azok betiltását.¹⁴⁴) Manapság már a *globális térben* folyik a – hihetetlen módon felgyorsult tempójú és volumenű – kereskedelem, akkor is, ha a nemzetközi pénzügyi központoknak, azok érdekeinek és tevékenységeinek fontos szerepe van. Tehát nem lehet a nemzeti hatalmi-politikai, vagy a nemzetgazdaság-politikai szempontokat elsőrendű szempontokként értékelni a határidős ügyletek tekintetében, miként Weber idejében.

Rá kell mutatni arra, hogy amit Weber ír a határidős kereskedelem tekintetében, tehát, hogy az „kétségkívül technikailag a legtökéletesebb módon látja el az *árkiegyenlítés* igen nagymértékben hasznos és a spekulációs kereskedelem szempontjából lényegi funkcióját”, azáltal, hogy hozzájárul a „készletek egyen-

¹⁴³ Ld. Weber érvelését: WEBER (1995a) i. m. 84–93.

¹⁴⁴ Pl.: „[...] követeljük a börzeüzletek megrendszabályozását, nevezetesen a gabonaneműek árának üzleti érdek szerint való mesterséges leszállítására vagy fölverésére szolgáló fedezetlen határidőüzletek eltiltását (papirosbúza) [...]” Ld. Az Országos Keresztény-Szocialista Párt Programja és Szervezeti Szabályai (1907). In: GERGELY i. m. 308.

letesebb *térbeli* eloszlásához”,¹⁴⁵ jelentős pontosításokat kell tennünk a mai viszonyok alapján. Weber ugyanis továbbra is a *reálgazdaságra gyakorolt pozitív hatásról* beszél, míg manapság a szintetikus, strukturált befektetési csomagok világa több tekintetben nagymértékben elszakad nem csak a termeléstől, hanem egyáltalán a reálgazdaságtól is, miközben *jelentős negatív hatással* lehet rá. Bizonyos származékos ügyletek ugyanis, mint például a CDS-ek, nagymértékben hajlamosak *rejtett egyensúlytalanságokat* teremteni, ezért – írja Soros György – „kell szabályozni, sőt szükség esetén korlátozni vagy megtiltani őket”.¹⁴⁶ Ez az egyensúlytalanság generálás különösen azért *veszélyes*, mert a derivatívák álló megaportfoliók sajátosan kapcsolódnak a világ egyes térségeinek, országainak gazdaságaihoz. Oly módon, hogy miközben eredetileg a kockázatokat kívántak ezekkel a termékekkel csökkenteni, új, szinte kezelhetetlen *kockázatokat teremtettek a globális térben egymástól távol levő, s egymástól jelentősen különböző országok és térségek gazdaságaiból származó derivatívák* befektetési csomagok révén történő *összekapcsolásával*, ami a *globális pénzügyi válságok tovagyűrűzését* eredményezte:

„A kockázatok csökkentésére kidolgozott befektetési csomagok különböző térségekből, országokból származó tőkejavakat, illetve (növekvő arányban) azok derivatíváit tartalmazzák. Tehát ezeknek a termékeknek a kidolgozói *egymástól távoli piacokat kapcsolnak össze*, függetlenül azok kereskedelmi kapcsolataitól, munkamegosztásban betöltött szerepétől. Ezzel azonban új kockázatot teremtenek: a csomagban szereplő valamelyik elem (pl. valamelyik feltörekvő gazdaság valutájára szóló adásvételi szerződés) megingása a csomagban szereplő többi gazdasági szereplőt is nehéz helyzetbe hozza. Ennek hatását láthattuk az 1997-es délkelet-ázsiai válság továbbgyűrűzésében Oroszország, illetve a többi feltörekvő gazdaság tőkepiacaira, és ez a mechanizmus lépett működésbe a 2007-2008-as pénzügyi válság idején is.”¹⁴⁷

¹⁴⁵ WEBER (1995a) i. m. 88.

¹⁴⁶ SOROS (2013) i. m. 56.

¹⁴⁷ NAGY Erika: A tőkeáramlás és a globális kereskedelem földrajzi dimenziói. In: MÉSZÁROS Rezső és munkaközössége: *A globális gazdaság földrajzi dimenziói*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 2010. 212.

Weber még azt gondolhatta, hogy a „spekuláció mechanizmusa viszonylag egyszerű”,¹⁴⁸ ezért vonzza a laikusokat is a határidős ügyletek tőzsdei világa. Ma viszont már olyan strukturált, vagy szintetikus értékpapír-portfoliókkal ügyletelnek a befektetők, amelyek valós működését csak *nagyon kevesen ért-hették*, ismerhették. Már az 1990-es évek közepén megjelentek olyan interjúk, ahol az egymilliárd dolláros veszteségben érintettek azt nyilatkozták, hogy *elvesztették a realitásérzéküket*: csupán mintha számokat adtak volna és vettek volna, és fel sem fogták, hogy mi a különbség egy dollár vagy éppen százmillió között.¹⁴⁹ A pénzzsonglőrök felettesei, a *bankok vezetői*, akik más pénzügyi alapokon nyugvó rendszerben szocializálódtak, *nem is mertek* a matematikai alapú *tranzakciókról kérdezősködni*, nehogy esetleg *ostobának* tűnjenek.¹⁵⁰

Végezetül arra is rá szükséges mutatni, hogy a CDO-k kevéssé voltak szabályozva a pénzügyi világválság előtt, így a *veszteségek fedezésére még tőketartalékot sem kellett képezni*:

„A szintetikus CDO-k a 2007-es pénzügyi válságot megelőzően nem estek olyan szigorú szabályozás alá, mint a biztosítások. Ez azt jelenti, hogy *bárki »fogadást« köthetett* olyan termékre, amely *nem volt a birtokában*, sőt a – biztosítókra érvényes szabályozástól eltérően – még *tőketartalékot sem kellett képeznie a veszteségek fedezésére* (kiemelések tőlem: F. J).”¹⁵¹

11. A virtuális spekulatív értékektől vissza kell térni a klasszikus természetjogi szerződési szemlélethez és elvekhez

A mai pénzügyi válságra térve elmondható, hogy szükséges lett volna arra, hogy *jogviszonyokként*, értékpapír-kibocsátásokként, értékpapír-átruházásokként,¹⁵² fedezetbiztosításokként, kockázatranszferenként, stb. egyesével megvizsgálják a pénzügyi *jogászok* a közgazdászokkal együtt a *valós (végrehajtható) gazdasá-*

¹⁴⁸ WEBER (1995a) i. m. 82.

¹⁴⁹ NAGY i. m. 215.

¹⁵⁰ Lásd az idézetet uo.

¹⁵¹ BUGÁR i. m. 160.

¹⁵² Veres Zoltán a már hivatkozott tanulmányában e vizsgálatokat elvégezi jogviszonyokként. Lásd az V. fejezetet: „V. Az egyenértékűség kérdése a shortolás és egyes részfolyamatai során.” VERES i. m. 176-tól.

gi érték meglétét: ahol pedig jelentős többlet-kockázat, illetve az érték jelentős áttételeződése, s így *csökkenése* van jelen,¹⁵³ ott azon pénzügyi terméket nem lehet a hagyományos értékpapírok értékéhez mérni, azzal *egyenlőként* kezelni.¹⁵⁴ A prudens kockázatbesorolás, a felelős kockázatvállalás és egyáltalán a – valóságosan fellelhető vajmi kevés – valóban hozzáértőtől elvárható tisztességes ügyletmenet ezt megkövetelte volna. Mindenekelőtt szükséges visszatérni a *dologközpontú kötelmi jogi szemlélethez* a szerződési jogban a pénzügyi jog területén is, ahol a dolog és az érték(jog) a reálgazdaság valóságának talaján kell, hogy álljon. A *hitelbiztosítási konstrukcióknál* is ügyelni kellett volna az általános *biztosítási alapelvek* érvényesítésére, úgy, mint a *mérhetőség*, vagy a *kockázatok függetlenségének követelményére*.¹⁵⁵ A „toxikus” („fertőzött”) értékpapíroktól, s egyáltalán a virtuális pénzeztől a reálgazdaság talajára szükséges visszatéríteni a pénzügyi tevékenységét. Virtuális pénzekkel ugyanis felelőtlenül és sokszor bűncselekményeket is megvalósító módon hazárdíroztak a globális piacon meghatározó szereppel bíró bankok, pénzügyi intézetek, különböző pénzügyi szervezetek és az „árnyékbankok”. A hazánkban 2015-ben kirobbant *brókerház-botrányok* csupán egy cseppet jelentenek a tünetegyüttesben.

Egy jól működő kis „társaság”-hoz, amilyen egy szerződéses reláció is, szükséges tehát a jogviszony közvetett tárgyának pontos beazonosíthatósága, a *dolgok megléte*,¹⁵⁶ valamint azok *egyenértékűsége* a ‘*kölcsönös igazságosság*’ jegyében. Az ezen is túlmutató ‘*szerződés igazságossága*’ több és más, mint a piac rendjét biztosító szabályoknak vagy a ‘*piaci egyensúly*’-nak az érvényesülése. A kölcsönös igazságosság meglétének követelménye azt jelenti, hogy

¹⁵³ Vö. „A CDO termékek fénykorában is aggasztotta az elemzőket az a tény, hogy hiába biztonságosabbak a senior tranche-k, a magas tőkeáttétel miatt azok is szenvedhetnek tőkevesztésben, ugyanis a prioritás a törlesztésben nem egyenlő tőkegaranciával, a vizesésáthatás csak késlelteti a default eseményeket, de nem menti meg a senior tranche-k befektetőit sem. A CDO termékek újra és újra csomagolása akár javíthat a hitelkockázati minősítésen, azonban elrontja a likviditási helyzetet, azonban ez nem nagyon mutatkozik a likviditási kockázat minősítésén.” *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 111.

¹⁵⁴ Vö. „[...] a Bázeli Egyezmény megfogalmazói hibát követtek el akkor, amikor a szokásosnál jóval alacsonyabb kockázati besorolást adtak a banki kötvényekre, mint az általános kölcsönökre, ezzel ugyanis figyelmen kívül hagyták az értékpapírpiacon koncentrációjával együtt járó, magából a rendszerből fakadó kockázatokat. Ez is egy fontos elemét alkotta a válság elmélyülésének. Korrigálni úgy kell, hogy meg kell emelni a banki kötvények kockázati besorolását, ami viszont valószínűleg eltántorít a kölcsönök értékpapírosításától.” SOROS (2013) i. m. 57–58.

¹⁵⁵ BOROS Katalin – BÓDY László: *Magyar pénz- és tőkepiaci rendszer.* Budapest, Szent István Társulat, 2015. 119–120.

¹⁵⁶ A ‘reményvétel’ egy speciális jogintézmény, így kivételként kezelendő. Lásd pl. BENKE József: A „rejtőzködő” reményvétel a német magánjogban. *Iustum Aequum Salutare*, VII., 2011/4. 39–50. <http://www.ias.jak.ppke.hu/hir/ias/20114sz/04.pdf>

a *materiális igazságosság* is a szerződés igazságosságának részét képezi. Az alapvető probléma az, hogy korunkban nem esik elég figyelem a *kötelmi viszony belső természetére*, minthogy a kötetmi és különösen a *szerződési jogunk* a maga teljes egészében a *piaci logikának* van alávetve, s ezzel együtt a *szerződési szabadság* túlhangsúlyos elvének.¹⁵⁷ Korunk – főáramú – polgári jogi gondolkodásában legfeljebb a piaci mechanizmusok adott esetscsoportokban való korlátozása, vagy esetleg kizárása merül fel. Mindeközben a jelen piaci viszonyok nem annyira konkuráló-kompetitívek, hanem inkább *konfliktusosak*, így az ezen *piaci logikának alávetett polgári viszonyokban* is a *hatalmat* érvényesítő szemlélet érvényesül. Tehát a mind a mai napig uralkodó jheringi *egoista haszon- és érdekelvű* kötetmi jogi szemlélet¹⁵⁸ meghaladása válik a legégetőbb feladattá. Enélkül teljesen reménytelen, végeláthatatlan küzdelem a *fogyasztóvédelemmel* való foglalatoskodás. A piac logikájának megkérdőjelezetlen abszolutizálása ('piaci fundamentalizmus'), illetve a derivatív piacok uralására való törekvés a matematikusok és fizikusok „csodaképleteivel” ugyanazon érme két oldalát jelenti: e felfogásban bármi is történjen a piacon, az *egyensúlyban* levő lesz, ezért az igazságos is, mert hatékony, ekképp legitim. De, hogy az *időben kitölt* (jövőre vonatkozó) és a *térben szétterített* (a globális világ teljesen különböző nemzetgazdaságait, térségeit összekapcsoló), valós működésében és *hatásmechanizmusában kiismerhetetlen* derivatív pénzügyi instrumentumok e spontán *piaci egyensúlya* miként valósulhat meg az alapul fekvő dolgokra való irányulás, az azokra való hatás valós ismerete nélkül, nos, ez egyáltalán nem volt világos sem akkor, sem most. Soros György a piaci egyensúly mítosza tekintetében rámutat arra, hogy a „hatékony piac hipotézise szerint a piacok az egyensúlyi helyzet felé haladnak, és az eltérések csupán véletlenszerűek”,

¹⁵⁷ Menyhárd Attila következőképpen fogalmaz a jóerkölcs témájában már alapműnek számító monográfiájában: „A szerződési jogi szabályozás a piaci versenyen alapuló gazdasági modellel nyugszik. A szerződési jog egyik feladata ennek a kompetitív piaci modellnek a fenntartása ott, ahol a piaci működés kizárása jogpolitikai szempontok miatt nem indokolt. A piaci működés és a szerződési szabadság egymással szorosan összefügg: a szerződési szabadság korlátozása indokolt olyan helyzetekben, amelyekben a piaci mechanizmusok nem működnek, működésük nem biztosított, vagy ahol működésük nem indokolt.” MENYHÁRD Attila: *A jóerkölcsbe ütköző szerződések*. Budapest, Gondolat, 2004. 292. Szalai Ákos, a joggazdaságtan vezető hazai kutatója monográfiájában tézisszerűen szögezi le: „A szerződési szabadság a szerződési jog kiindulópontja. Ez az arkhimédészi pont, amelyhez mindent viszonyítunk. Így tesz a joggazdaságtan is: itt is a szerződési szabadság kérdéséből kell kiindulni.” Ezután ezen állítás igazolására tér rá. SZALAI Ákos: *A magyar szerződési jog gazdasági elemzése*. Budapest, L'Harmattan–Széchenyi István Szakkollégium, 2013. 37. <http://szisz.hu/sites/default/files/SzerzodesiJog%20beliv.pdf>

¹⁵⁸ Vö.: FRIVALDSZKY János: *A jogfilozófia alapvető kérdései és elemei*. Budapest, Szent István Társulat, 2013. 111–119.

csakhogy – írja – a hatékony piac elmélete „irreális, ugyanis a piacokon olyan *egyensúly-eltolódások* léphetnek fel, amelyeket az egyes szereplők *ignorálhatnak*, ha úgy látják, hogy *pozícióikat fel tudják számolni* (kiemelések tőlem: F. J.).”¹⁵⁹ A dolgok valóságban, a reálgazdaságban tekintett egyenértékűségének követelménye nélküli derivatívák piacán a hazardőrök a „játék” *menetét* nézik csak, s csak arra figyelnek, hogy *ki tudjanak szállni a fogadásaikból*, ha túl sokat veszítenének. Csakhogy – írja Soros –, „amennyiben túl sok szereplő kerül az egyik oldalra, a pozíciókat már nem lehet a folytonosság megzavarása vagy *összeomlás nélkül felszámolni*. (kiemelés tőlem: F. J.)”¹⁶⁰

A neoliberais korbán a *piaci egyensúly* (láthatatlan kéz?) *omnipotens ideológiai víziója* helyettesítette a szerződési kötelelem közvetett tárgyai vonatkozásban felmerülő egyenértékűség, a kölcsönös igazságosság természetjogi követelményét, kritériumát. Sőt, a származékos értékpapírpiacra szinte teljes mértékben értelmezhetlenné vált e neoliberais paradigmában maga a ‘dolog’ is (jelzáloghitelek értékpapírosítása és különböző derivatív pénzügyi instrumentumokba való csomagolása következtében) és a kölcsönös igazságosság is: egyáltalán kik között? – vetődhetett fel a kérdés. De, még ha beazonosíthatóak is lennének az érdekeltek, ott is a dolgok (és az erre vonatkozó értékjogok) egyenértékűsége, s így a pénzügyi konstrukció felelős működése ellenében ható *érdekellentét* mutatkozott.¹⁶¹ Egyfajta piaci kockázategyensúlyban, *kockázatkiegyenlítődesben*¹⁶² hittek még a derivatív piacok esetében is, szinte már vallásos hithez fogható bizonyossággal (amiként a valószínűség-számítást is, annak alkímiából származó előzményeinek megjelenésekor, az isteni, égi, illetve természeti jelek egyfajta földi kiismerésével a megfigyelhető jelenségekre vonatkozó helyes előrejelzésekre, voltaképpen azok biztos „manipulálására” kívánták használni).¹⁶³ A vizsgált években a ‘*hatékony piac*’ hipotézise uralkodott, s az uralkodó felfogás szerint a *pénzügyi piacok* az *egyensúly felé* tartanak.

¹⁵⁹ SOROS (2012) i. m. 92.

¹⁶⁰ SOROS (2012) i. m. 93.

¹⁶¹ „Amikor a pénzügyi szakértők a fedezett kötelezvények (CDO-k: collateralized debt obligation) kibocsátása révén értékpapírokba fektették a jelzalogot, azt hitték, a földrajzi diverzifikáció által csökkentik a kockázatot. A valóságban azonban új kockázatot vezettek be azáltal, hogy különválasztották a szintetikus eszközöket létrehozó és szétosztó ügynökök érdekeit az értékpapírok tulajdonosainak érdekeitől. Az ügynökök érdekelttebbek voltak abban, hogy jutalékot kapjanak, mint abban, hogy megvédjék a megbízók érdekeit.” SOROS (2013) i. m. 93.

¹⁶² Soros György rámutat arra, hogy a (derivatívák által uralt) mostani spekulatív pénzpiacok *nem a piaci egyensúlyi helyzet felé tartanak*. SOROS (2013) i. m. 46. A *hatékony piac elmélete* szerinte *irreális*. SOROS (2012) i. m. 92.

¹⁶³ Vö. MAURER i. m. 174–175.

Nem vetettek viszont számot azzal – írja Soros –, hogy a bonyolult kockázatkezelési technikák és eszközök széleskörű elterjedése módosítja, befolyásolja a pénzpiacok működését. Majd hozzáteszi: „bár a bonyolult kockázatkezelési technikák is hatékonyan csökkentik a kockázatot, alkalmazásukkor *megfeledeztek a számszerűsíthetetlen, knighti bizonytalanságról* (kiemelés tőlem: F. J.).”¹⁶⁴ Mindennek az eredménye ismeretes: a pénzügyi-gazdasági világválság mondott napnál világosabb ítéletet e naiv piaci egyensúlyi modellről.¹⁶⁵ A piac omnipotens metafizikája, pontosabban a piaci fundamentalizmus¹⁶⁶ ideológiája tehát megkérdőjeleződött, sőt megbukott e komplex derivatív termékek pénzügyi szférájában, pusztító hatást gyakorolva az egész pénzügyi és gazdasági rendszerre. Soros György arról ír, hogy ez a pénzügyi rendszer „buborék-képződésre” hajlamos. A válságot megelőzően pedig „szuperbuborék” alakult ki.¹⁶⁷ Nézetünk szerint azonban nem a piaci egyensúly a legfőbb kérdés, hanem a klasszikus természetjogi elemek meglétérére való törekvés hiánya. Az első lépés viszont kétségtávolú az kell, hogy legyen, hogy a piaci fundamentalizmus ideológiájával és annak következményeivel vessünk számot a derivatív piacok esetében, amely termékek viszont megfertőzték majd az egész pénzügyi szférát.

12. A pénzügyi világválság után legitimitását veszítette a piaci fundamentalizmus

Nézetünk szerint éppen ezért a világgazdasági válság nyomán őszintén számot kellene vetni a neoliborális korban kialakult „pénzügyi luftballon” okaival. A kortárs piac- és a profitkoncepcióval mindenekelőtt, de az említett *piaci fundamentalizmussal* is, ami a gyakorlatban látványosan csődöt mondott. Soros György megfogalmazásával élve a 2007-es „subprime-buborék” kidurranása a „szuperbuborék felrobbanását” indította el, s ez utóbbi legfőbb jellemzője

¹⁶⁴ SOROS (2012) i. m. 12.

¹⁶⁵ A piaci egyensúly, illetve egyensúlytalanság kérdésének neoklasszikus és az ausztriai iskola szempontjából való elemzéséhez, a pénzügyi válság tanúságai alapján ld. Philip BOOTH: *Learning from the Crash, and Teaching after it*. In: Samuel GREGG – James STONER (ed.): *Profit, Prudence and Virtue: Essays in Ethics, Business and Management*. Charlottesville, Imprint Academic, 2009. 232–236.

¹⁶⁶ „A szuperbuborék vezető trendje a tőkeáttétel elterjedése – vagyis hogy a fogyasztás és a befektetések finanszírozását hitelből oldották meg –, ami azzal az általam piaci fundamentalizmusnak nevezett téveszmével kombinálódott, hogy a piacok ideális forráselosztást biztosítanak.” SOROS (2012) i. m. 55.

¹⁶⁷ SOROS (2013) i. m. 51., 53. A ‘szuperbuborék-elmélet’ kifejtését ld. SOROS (2008) i. m. 118–144.

– mutat rá Soros – „a hitel és a tőkeáttét egyre nagyobb volumenű alkalmazása volt”.¹⁶⁸ Az általános téveszme pedig az volt – írja Soros –, hogy a „pénzpiacok önmagukat korrigálják, ezért nem szabad beavatkozni a folyamatba”.¹⁶⁹ Ezt követően Soros a neokonzervatív „piaci fundamentalizmust” bírálja, ami e (tév)hitet (pl. Reagan a „piac varázslatáról” beszélt) táplálta.¹⁷⁰ Soros György egyenesen a piaci fundamentalizmust és a *piaci egyensúlyelméletet* teszi meg a jelen *pénzügyi világválság felelősenek*, ami a jelen „káoszt” okozta:

„Az eddig uralkodó paradigmáról – az egyensúlyelméletről és annak politikai megfelelőjéről, a piaci fundamentalizmusról – nem pusztán az derült ki, hogy képtelen a jelenlegi helyzetet megmagyarázni, hanem egyenesen ez a modell okolható a körülöttünk lévő káoszért.”¹⁷¹

A korszak meghatározó gondolkodója, Hayek által kreált fogalom, a ‘katallaxia’ piac által létrehozott spontán „rendjében”,¹⁷² ha azt rávetítjük a kortárs globális pénzpiac működésmechanizmusára, akkor abban sem a tulajdonjog, sem a jogi felelősség, sem a közjó nincsen garantálva. A „spontán” globális pénzpiac meghatározó szereplői ugyanis olykor *összehangoltnak* tűnő módon *deformálták* a döntő pénzügyi információkat, mutatókat (LIBOR és az EURIBOR manipulációja) és ez kihatott a komplex pénzügyi termékek piaci értékére, árára is. A jelen tanulmányunkban is érintett kipróbálatlan és felelőtlen pénzügyi termékek óriási piaci túlbujánzása vajmi kevés *érték-papír-tulajdonosi felelősségre* utal, nem is beszélve a *közjó* szempontjainak eltűnéséről. A pénzügyi szabályozási policy tulajdonképpen szabadon hagyta, hogy zabolátlanul érvényesüljön a felelőtlen nyereségvágy. Következésképpen semmiféle olyan hayeki rendről nem volt szó a globális pénzügyi rendszer gyakorlatában, ahol *mindenkinek* a legjobban érvényesülnek saját céljai.¹⁷³ A *katallaxia konkurencia-játékszabályai* helyett¹⁷⁴ sokszor a meghatározó befo-

¹⁶⁸ SOROS (2013) i. m. 51.

¹⁶⁹ Uo.

¹⁷⁰ Uo.

¹⁷¹ SOROS (2008) i. m. 198.

¹⁷² „A *catallaxy* is thus the special kind of spontaneous order produced by the market through people acting within the rules of the law of property, tort and contract.” F. A. HAYEK: *Law, Legislation and Liberty*. London, Routledge, 1993. Vol. 2. 109.

¹⁷³ HAYEK i. m. Vol. 2. 114–115.

¹⁷⁴ HAYEK i. m. Vol. 2. 115–120.

lyást gyakorló, gátlástalan pénzpiaci szereplők egymással lepaktált szabályai érvényesültek az ő *partikuláris* hasznuk érdekében, ami nem találkozott sem a többiek, sem a köz javával. A hayeki ‘Nagy Társadalom’ *önszabályozása* nem váltotta be a hozzá fűzött hiú reményeket, így természetesen a pénzügyi fogyasztóvédelmi közpolitika és az ilyen tárgyú jogalkotás távolról sem merülhet ki pusztán a spontán piaci rend minimális eljárási feltételeinek biztosításában.¹⁷⁵ A probléma érzékeltetésére csak egyetlen, nagyon súlyos momentumot emelünk ki: a LIBOR¹⁷⁶ és az EURIBOR¹⁷⁷ néhány meghatározó bank által való *szisz-*

¹⁷⁵ HAYEK i. m. Vol. 2. 2.

¹⁷⁶ A LIBOR definíciója a következőképpen adható meg: „A LIBOR (London Interbank Offered Rate – londoni bankközi kamatláb) az a kamat, amelyet a bankok az eurodeviza-piacon tevékenykedő bankok által elhelyezett betétek után fizetnek.” A jelentősége az, hogy alapvető referencia-kamatláb: „A változó (lebegő) kamatlábakat meghatározó referencia-kamatlábak különböző pénzpiaci instrumentumok hozamai lehetnek, például kincstárjegyeké, kereskedelmi kötvényeké, letéti jegyeké, de leggyakrabban a LIBOR szerepel referencia-kamatlábként.” *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 73. A LIBOR azért központi jelentőségű, mert „London a világ valutakereskedelmének és az európai pénzügyi tranzakcióknak a központja.” BERNEK–FARKAS i. m. 187. Ld. még: Libor-manipuláció: hat amerikai bankot idéztek be. *HVG*, 2012. augusztus 16. (csütörtök). http://hvg.hu/gazdasag/20120816_libor_amerikai_bankok

– „Brüsszel, 2012. július 25. A LIBOR kamatlábat érintően nemrég kipattant botrány kapcsán komoly aggályok merültek fel a bankközi hitelezés kamatlábaira vonatkozóan a bankok által közölt adatokkal kapcsolatban. Az ilyen meghatározó jelentőségű viszonyítási alapként használt kamatlábak bármilyen tényleges manipulációja vagy az arra irányuló kísérlet súlyos következményekkel járhat a piac stabilitására nézve, és jelentős veszteségeket okozhat a fogyasztók és a befektetők számára, illetve megzavarhatja a reálgazdaság működését is. Az Európai Bizottság ma intézkedést tett a piaci manipuláció ezen formájának kezelése érdekében: módosításokat fogadott el a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról szóló rendelethez és – a vonatkozó büntetőjogi szankciókat tartalmazó – irányelvre irányuló, eredetileg 2011. október 20-án előterjesztett javaslatokhoz (lásd: IP/11/1217 és IP/11/1218). A ma elfogadott módosítások egyértelműen tiltani fogják a LIBOR-hoz és az EURIBOR-hoz hasonló referenciakamatlábak manipulálását, és bűncselekménnyé minősítik az ilyen jellegű tevékenységet.” http://ec.europa.eu/magyarorszag/press_room/press_releases/20120725_libor_botranly_hu.htm

– „Libor-manipuláció: három embert vettek őrizetbe. Őrizetbe vettek három embert a nyáron kirobbant nagy-britanniai bankközi kamatmanipulációs botrányval kapcsolatban – közülte a súlyos családok felderítésére szakosodott brit nyomozóhatóság (SFO) kedden Londonban. [...] Az ügy előzményeként a brit pénzügyi szolgáltatási felügyelet (FSA) a nyár elején feltárta, hogy az egyik legnagyobb londoni befektetési banksoport, a Barclays néhány kereskedője a 2008-2009-es pénzügyi válság előtt és alatt rendszeresen manipulálta a legfontosabb globális irányadó bankközi kamatlábat, a Libort.” http://gazdasag.ma.hu/tart/cikk/c/0/153594/1/gazdasag/Libormanipulacio_harom_embert_vettek_orizetbe

¹⁷⁷ „*Devizapiaci csalás: a banki dolgozók is gyanúsítottak.* A devizapiaci manipuláció ügyét vizsgáló brit hatóságok most korábban a Barclaysnál és a Deutsche Banknál dolgozó devizapiaci ügyletkötőket hallgatnak ki gyanúsítottként az Euribor manipulációja kapcsán. Egyes források szerint az ügy lezárására még jó pár évet várni kell – írja a Financial Times. Bár 2012 óta nem sok új fejlemény látott napvilágot az Euribor manipulálásával kapcsolatos vizsgálatokról, most mégis úgy tűnik, újabb szintre léptek a brit hatóságok, ugyanis egyes források

tematikus manipulálása mutatja azt, hogy a nemzetközi pénzpiacok torzítva működtek. Márpedig a globális pénzpiacok működése esszenciálisan mutatja, és egyben meg is határozza a planetáris dimenzióra tágult piacok működési mechanizmusát. Nem bizonyult tehát igaznak a konzervatív Roger Scruton megállapítása, miszerint a történelem tanúsága szerint a piac hayeki spontán rendjét a valóságban nem a nyereszkesedés és a „csirkefogók” határozzák meg, jellemzik.¹⁷⁸ Sajnos éppen ez igazolódott be az utóbbi években a globális nyugati piacgazdaság tekintetében, s nem a hayeki idilli kép, amire Scruton utal – még legújabb munkájában is¹⁷⁹ –, tehát ahol a társadalom tagjait a „kölcsonös tisztelet és a viszonzott kötelezettségek fűzik egymáshoz”,¹⁸⁰ s ahol a társadalom megköveteli és meg is valósítja a – tesszük hozzá: gazdasági – jogállamiságot. A Hayek elképzeléseit megvalósító kortárs (csaknem) *korlátozásmentes* globális pénzügyi-gazdasági piac válságokainak elemzése nem éppen azt mutatja, hogy Scrutonnak igaza lett volna, amikor Hayekre hivatkozva mondta, hogy „a spontán rend nem szűkölködik intézményekben, a pusztá haszonlesésen túl számtalan más ösztönző erő munkálkodik tagjaiban.”¹⁸¹

A globális pénzügyi válságot okozó pénzügyi *felelőtlenség* és kapzsiság végső eredménye, konklúziója az volt, hogy az *adóízetők pénzéből* az eddig ismert *legnagyobb bankmentő-csomagokat* hagyták jóvá:

szerint a hatóságok korábbi banki dolgozókat hallgatnak ki annak kapcsán, hogy valóban azért voltak-e manipulálva az Euribor számai a bankok kereskedési könyveiben, hogy ezáltal plusz profitra tegyenek szert a pénzintézetek. Egyelőre a hatóságok és a két érintett bank sem erősítette meg a hírt. A Súlyos Csalások Irodája (SFO) először 2012 júliusában indított vizsgálatot a Libor manipulációja miatt, akkor a Barclaysnak 290 millió fontos bírságot kellett megfizetnie az amerikai és brit hatóságoknak. Az Európai Bizottság mindaddig hét bankra szabott ki bírságot az Euribor manipulációja kapcsán. A Barclays is úgy úszta meg az eredetileg 690 millió eurót kitevő bírságot, hogy elmondta a hatóságoknak, mely bankok vettek még részt a devizapiaci csalásban. A Deutsche Banknak 725 millió eurót kellett megfizetnie a Libor és Euribor manipulálása miatt. A Barclays még múlt héten jelentette be, hogy 750 millió fontot különített el a negyedik negyedévben a devizapiaci manipuláció miatt várható bírságokra.” 2015. március 9. http://m.portfolio.hu/finanszirozas/bankok/devizapiaci_csalas_a_banki_dolgozok_is_gyanusitottak.211131.html

¹⁷⁸ Roger SCRUTON: Mi az, hogy jobboldal? In: Roger SCRUTON: *Mi a konzervativizmus?* Budapest, Osiris, 1995. 235. Scruton akkor, amikor a konzervativizmus főbb ismérveit veszi számba, a piac leírásakor Hayekre hivatkozik visszatérően. Ld. SCRUTON (1995) i. m. 14–15.

¹⁷⁹ Roger SCRUTON: *A pesszimizmus haszna és a hamis remény veszélye.* Budapest, Noran Libro, 2011. 107–108.

¹⁸⁰ SCRUTON (1995) i. m. 235.

¹⁸¹ Uo. A ‘piaci verseny’ koncepciója megérett arra, hogy valóban etikai alapon újragondoljuk. Számos értékes tanulmány és kötet született már ebben a témában. Lásd pl. Tihamér TÓTH: Is There a Vatican School for Competition Policy? *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol. 46., No. 101. (2015) 583–616. <http://www.luc.edu/media/lucedu/law/students/publications/lj/pdfs/vol46/issue3/Toth.pdf>

„A Lehman Brothers összeomlásának hatása a bankközi hitelezésen keresztül hamar elérte el az összes többi szereplőt, nem kellett sokat várni, egy sor bank és pénzügyi intézmény is csődöt jelentett. Az USA és az EU központi bankja erre válaszul mentőcsomagokat nyújtottak a bankoknak (pl. Goldman Sachs és Morgan Stanley bankházaknak), összesen 2.500 milliárd dollár értékben. Ez volt a világtörténelemben a legnagyobb likviditási injekció, egyben a legnagyobb monetáris politikai közvetlen beavatkozás. Az európai országok és az USA a bankrendszerüknek további 1.500 milliárd dollár tőkeemelését biztosítottak.”¹⁸²

Hogy kik viselték tehát e mérhetetlen kapzsiság és felelőtlenség végső terhét? A hétköznapi emberek, az adófizető polgárok. Hogy szolgálják-e ezen bankmentő csomagok, illetve e külső banki tőkeemelések az *osztó igazságosságot*? Azt hiszem, nyugodtan mondhatjuk, hogy semmiképpen sem. *Megérdemelték* a bankok és egyéb pénzügyi szolgáltatók a kapzsiságuk és felelőtlenségük után ezt a hihetetlen mértékű feltőkésítést az adófizetők pénzéből? Nyilvánvalóan nem. Az ‘égető szükség’ indokolta volna tehát a vétkes bankok megmentését és feltőkésítését? Ezt akkor lehetne egyáltalán megvizsgálni, ha a feltőkésítés révén egy *új mentalitású bankrendszer* jött volna létre, amire szinte semmi esély, hiszen a válságért felelős pénzügyi világ *régi vezetői maradtak pozíciókban* a válság után is, ha esetleg a pénzügyi szektorban más – magas – megbízatást kaptak is.¹⁸³

De lépünk egyet vissza: a döntő momentum az volt, hogy *áttekinthetlenné*, követhetlenné vált tehát a válságot megelőzően a fentebb leírt pénzügyi rendszer, amit a pénzügyi piac önmagában nem volt képes kezelni:

„A CRT piac a válság kezdeti óráit megelőzően már *áttekinthetlenné* vált, nem volt olyan befektető, aki egy adott pillanatban tudná, milyen kockázatot vállalt, és így mekkora résszel járult hozzá a rendszer veszélyeztetéséhez. A fő jelszó éveken át a »dereguláció« volt – merthogy »a piac mindent megold«.”¹⁸⁴

¹⁸² *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 109.

¹⁸³ Ezt a folyamatot mutatja be a „Bennfentesek” (Inside Job) című, Magyarországon is többször vetített Oscar-díjas dokumentumfilm. (Amerikai dokumentumfilm, 120 perc, 2010. rendezte: Charles Ferguson, írta: Chad Beck, Adam Bolt).

¹⁸⁴ *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 112.

A probléma nem az volt, hogy az innovatív pénzügyi termékek árképzése (árazása) meglehetősen bonyolult, hanem az, hogy azok *hosszú távú valós működése a pénzügyi piacon* nem ismert.

A válság felelősei nem voltak továbbá híján a „csábítás művészetének” sem: a pénzügyi fogyasztóvédelem tekintetében érdemes ugyanis rámutatni arra, hogy a minél nagyobb profitszerzés végett a hitelintézetek *változó, módosítható kamatozású jelzáloghiteleket (adjustable rate mortgage loan)* adtak. Ezeknek első ránézésre is a *fogyasztókat rászedő, azaz több mint csalogató* jellege van:

„Ennek egy hírhedt változata a 2-28 hitel, amelynek esetében az első 2 évben az adós alacsony fix kamatot fizet, ezt követően 28 évig magasabb és módosítható kamatot. A módosítható kamatláb tipikusan valami referenciakamathoz kötődik, kamatfelár hozzáadásával (pl. 12m LIBOR + 5%).”¹⁸⁵

Van olyan természetjogi gondolkodó, aki e gyakorlatok tekintetében a „bűnre csábító alkalom létrehozatala” morálteológiai eredetű fogalommal él, ami egyfajta *közvetett felelősséget* alapoz meg.¹⁸⁶

¹⁸⁵ *Tanulmány a kockázati transzfer technikákról.* i. m. 108. o., 48. jegyzet. Lásd még: GALLINO i. m. 51–52. A változó kamat rendkívül magas mértékéhez ld.: „Az ARM, amely mint »2/28« hitelként is ismert, ahol induláskor a kamatmérték két évig rögzített, majd ezt követően 28 évig változó kamatozású lesz, de a kezdeti és a változó kamat mérték különbsége azonban akár 300-tól, 600- bázispont növekedés is elérhet.” BALLYÓ i. m. 32.

¹⁸⁶ Samuel GREGG: Failure and Reform. Business Schools and the 2008 Financial Crisis. In: GREGG–STONER (ed.) i. m. 221. A pénzügyi fogyasztóvédelem gyakorlata tekintetében pedig elmondható, hogy szinte semelyik fogyasztóvédelmi alapelv nem érvényesült az utóbbi időben. A fogyasztóvédelmi alapelveket lásd: HÁMORI Antal: *Bevezetés a fogyasztóvédelmi jogba I. A fogyasztóvédelmi jog alapjai.* Budapest, 2007. 50–51. A pénzügyi fogyasztóvédelemre számos speciális (fogyasztóvédelmi) szabály vonatkozik. Lásd pl. VERES Zoltán: Ügyfélvédelem a pénzügyi szektorban: Gondolatok a pénzügyi fogyasztóvédelem egyes alapkérdéseiről. *Jogelméleti Szemle*, 2013/4. 194–205. <http://jesz.ajk.elte.hu/veres56.pdf>

13. A derivatív ügyletekben a pénz már nem a valós gazdasági folyamatokat indexálja

A derivatív pénzügyi tranzakciók esetében fel kellene adni azt a nézetet, hogy ezen ügyleteknek nem kell szilárdan visszacsatolódnuk a reálgazdaság dolgaihoz. Az érték ugyanis alapjaiban nem relatív. Ennek megértéséhez különbséget kell tenni 'indexikalitás' és 'referencialitás' között, amely distinkciót néhányan megtesznek a derivatívák kapcsán. A *referencialitás* magára a dologra utal, így a *referenciális* kifejezések olyan szavak, amelyek *magukra a dolgokra*, az *egyedi létezőkre* utalnak.¹⁸⁷ Ezzel szemben az *indexikus* kifejezések a névmások, a mutatószók, illetve a határozószók. Ezen kifejezések tehát *más dolgokra utalnak* bizonyos aspektusból, így ezért *kontextusfüggők*:

„Indexikus kifejezéseknek általában a hagyományos grammatikai osztályok közül a névmásokat (én, te stb.), mutatószókat (ez, az stb.), hely- és időhatározókat (itt, most stb.) tekintjük. E kifejezésekkel minden további nélkül, a nevekhez hasonló egyszerűséggel tudunk egyedi tárgyakra, személyekre, de akár térbeli helyekre, illetve időpontokra is utalni, mely utóbbiakat Frege nyomán szintén egyedi objektumokként szokás kezelni. E csoport legfontosabb közös jellemzője, hogy referenciájuk egyes használataik kontextuális vonásaitól, vagyis attól függ, hogy ki, mikor, hol, esetleg kinek mond egy indexikus kifejezést tartalmazó állítást. Ebből és a referenciára értelmezett kompozicionalitás tételéből egyértelműen következik az is, hogy az indexikusokat tartalmazó állítások igazságértéke is kontextusfüggő lesz.”¹⁸⁸

Mármost a derivatívákat kritizáló írások említik azok indexáló hatását, de nem teszik világossá azt, hogy a *referencialitás eltűnik* a derivatívák világában

¹⁸⁷ Egy nyelvfilozófiai megközelítésben a következőképpen fogalmazható ez meg: „Egy referencia-elmélet tehát a referáló típusú nyelvi kifejezések és a világ dolgai közötti viszonyról foglalkozik. »A világ dolgai« kifejezést itt a lehető legsemlegesebb értelemben használom, ki-ki ontológiai meggyőződése és ízlése szerint töltheti meg azt tartalommal, ide értve akár a gondolatokat vagy a mentális állapotokat is. A referencia kérdése tehát olyan nyelvi kifejezések esetében merül fel, amelyek egyedi létezőkre utalnak, vagy legalábbis képesek egyedi létezőkre utalni.” MÁRTON Miklós: A referencia problémái. *Kellék*, 27–28. szám, (2005) 141. <http://kellek.adatbank.transindex.ro/pdf/27-28/025marton.pdf>

¹⁸⁸ MÁRTON i. m. 159.

– mutat rá Bill Maurer.¹⁸⁹ De mit is indexálnak a derivatívák? Az egyes szerzők a következőeket szokták nevesíteni: a „politika és a gazdaság esetleges alakulását”, a „kockázatvállalás kultúrájának felértékelését”, a „kockázat fokozott észszerűsítését és társadalmasítását, ami új monetáris képzetvilág megszületéséhez vezet”, „a csere és a termelés csaknem teljes szétválasztását a metafetiszizálásra és a verseny ethoszára épülő »spekulatív viadalokon«” stb.¹⁹⁰ A probléma abban áll, írja Maurer, hogy „a derivatívákról szóló kritikai szemléletű írásokban gyakran éppen azért sikkad el a referencialitás és az indexikalitás közötti különbségtétel, mert maguk a derivatívák azok, amelyek megkérdőjelezik a nyelv referenciális kategóriáit.”¹⁹¹ Az indexálás tehát *nem magukra a dolgokra utal*, így ez utóbbiak nem is elsődlegesek az előbbivel szemben. Az is kérdéses – vethetjük fel –, hogy a bonyolultabb és többszörösen közvetített derivatívák esetében léteznek-e még az indexálás és a referencialitás végső valóságelemei, amire utalnának, azaz *érzékkelhető-e még a reálgazdaság* a maga dolgaiban, folyamataiban és értékeiben?

Maurer másik példája a ‘nulla’ számegegyenesben betöltött szerepét illeti. A nulla szemiotikája ugyanis szintén a *derivatívák relativvá* válását példázhatja, amely immáron *nem él a valóságosan létező dolgok ontológiai elsőbbségének* módszertanával. Következő az okfejtése:

„Vegyük fontolóra Brian Rotman [...] derivatívákkal kapcsolatos okfejtését, amely a nulla szemiotikájáról írt munkája végén található. A nulla mint számjegy Rotman szerint megingatja azt a metafizikai állítást, miszerint a »dolgok« megelőzik a jelölésükre hivatott, ember alkotta »jeleket«. Ezt a referencialista logikát a számok területén megcáfolja a nulla nonreferencialitása. A nulla jel (a »semmi« jele). Ennyiben azonban olyan jel, amely más jelekre vonatkozik, a hiányát jelezve a jelrendszeréhez tartozó minden egyéb jelnek. Így tehát a nulla is metajel, amely a számbavételnek, a számok egész jelrendszerének, valamint a számoló szubjektumnak a lehetőségességét indexálja. A metajel – nem pedig a megszámlálható »dolgok« jelenléte – az, ami a számbavételt lehetővé teszi.”¹⁹²

¹⁸⁹ MAURER i. m. 161–162.

¹⁹⁰ Uo.

¹⁹¹ MAURER i. m. 162.

¹⁹² MAURER i. m. 162–163.

Az indexálás, az *indexáló metajelek* tehát az *elsődlegesek*, amelyek *nem utalnak a 'dolgoakra'*. Ez utóbbiaknak nincsen metafizikai elsőbbségük a jelekhez, az indexáláshoz, a mércéhez képest. Az indexek tehát, egy ilyen optikában, nem a valós dolgokat jelölik, hanem maguk hordozzák jelölésükben, indexálásukban az *(ál-)valóságot*. Ezen koncepcióban maga az indexálás a „valóság”, ami – a derivatívák esetében – a befektetői cselekvéseket, a kockáztatást vagy annak redukciójának szándékát, illetve a spekulatív indexmozgatást mozgatják. Fel sem merül tehát ebben a koncepcióban a (hitel)derivatívák bonyolult, többszörösen átstrukturált termékeinek a reálgazdaságra gyakorolt hatása. Csak a *jelölő számok* léteznek, mint imaginárius valóságok, amelyeknek viszont nincsen valós, ha tetszik, erkölcsi értéke. Az így tekintett derivatívák a *relativizmus*, sőt, ahogy a jogfilozófus Bruno Romano fogalmaz a jelen pénzügyi rendszer tekintetében: a *pénzügyi nihilizmus* terepén mozognak.¹⁹³ Luhmann e kitűnő olasz jogfilozófus ismerője, és egyben nagy kritikusa, rámutat arra, hogy a jelen pénzügyi rendszer *szimbólumokra vonatkozó szimbólumokból* építkezik, és azok keringése működteti, a materiális világ viszonyaitól körülvetett személyek lelki aktusaitól elszakadva.¹⁹⁴ Márpedig a szimbólumok strukturális jellemzője éppen az (lenne), hogy nem egy másik szimbólumra, hanem magára a *valóságra* utal, az utalások olyan láncolatában, amely sohasem szakad ki a materialitásból – írja Romano.¹⁹⁵

A fent kifejtettek a *pénz megváltozott szerepén* alapulnak. A folyamat azzal kezdődött, hogy a pénz 'imagináriussá' változott, azaz már nem váltható be aranyra vagy ezüstre, hanem „csak önmaga egy másik példányára”.¹⁹⁶ A derivatívák esetében a pénz már nem *valós értéket* mér a *dolgok világában*. Minderről már korábban szoltunk, így a Bretton Woods-i rendszer felbomlásának következményeiről is, ami új típusú derivatívák létrejöttének adott terepet. Maurer rámutat arra, hogy „Rotman szerint a derivatívákra támaszkodó mai devizakereskedelem újabb szintre emeli az imaginárius pénznek ezt az önreferenciális karakterét”. A határidős devizaügyletek ugyanis „cserére váró *javakká* varázsolják a csere *mediumát* – a pénzt.” Ezáltal pedig „megbontják a pénznek azt a feltételezett képességét, hogy egyszerűen csak indexálja a csere-folyamatban részt vevő javak és szolgáltatások »értékét«.”¹⁹⁷ A végső konklúzió

¹⁹³ BRUNO ROMANO: *Nichilismo finanziario e nichilismo giuridico. Conoscenza e coscienza*. Torino, Giappichelli, 2012.

¹⁹⁴ ROMANO i. m. 77.

¹⁹⁵ Uo.

¹⁹⁶ MAURER i. m. 163.

¹⁹⁷ Uo.

az, hogy a pénz nem valós dolgok cseréjének médiuma, legalábbis bizonyos derivatívák esetében. Láthatjuk tehát, hogy valóban „nincsen különbség az előzetesen létező dolgok és a dolgokat reprezentáló jelek között”.¹⁹⁸ Ezen *referencia-deficit* vagy paradoxon még inkább szembeötlik, ha a pénz *jelölőképességének a spekulatív jövőre vetített* jellegét vesszük szemügyre:

„A referencialista paradoxon még szembetűnőbbé válik, amikor a pénz forgalmi értékét, azaz jelölőképességét lehetséges jövőbeli állapotai határozzák meg; amikor a jövőre vonatkozó elvárásoktól és jövőbeli értékektől függő devizaderivatívák határozzák meg az érték, a kockázat és a haszon jelenbeli konfigurációit.”¹⁹⁹

A jövőbeli várakozások indexálásával a *pénz maga hozza létre* (a spekulánsok maguk hozzák létre) *azt, amit mér*. A XIX. században még az számított „megemésztendő” botránynak, hogy az imaginárius pénz önmagát hozza létre a semmiből, minthogy a fedezet nélküli, azaz az *aranyra* vagy ezüstre *átváltathatlan pénz mennyiségét rendeletileg lehetett növelni*. A késő XX. és a kora XXI. századi, „derivatív eszközök által kreált pénznek” pedig az a botránya – írja Maurer Rotmanre hivatkozva –, hogy az voltaképpen egy olyan jel, amely „a jövőből hozza létre önmagát”.²⁰⁰ A *jövőből önmagát létrehozó önreferenciális imaginárius pénz* tehát az újabb derivatívák ál-valósága, amely immáron nem a reálkereskedelem leképződése, annak indexálása, így nem is az határozza meg, hanem a *spekulatív várakozások indexálása*, amely várakozások, *bizalmi indexek maguk teremtik meg az indexálandó „értéket”*. Így ír Rotman minderről:

„A pénz bármely sajátos jövőbeli állapota, mikor elérkezik, soha nem lesz valami »objektív«, egy olyan jelölt, amely vár ránk odakint, amelyet »valós« kereskedelmi erők határoznak meg, hanem pontosan azok a pénzpiaci tevékenységek hívják majd életre, melyeket az értékének az előrejelzésére terveztek. A csereforgalom és a kamatlábak volatilitása által okozott pénzesztelen elleni spekuláció és biztosítás számára az opciós és

¹⁹⁸ Uo.

¹⁹⁹ Uo.

²⁰⁰ Uo.

határidős ügyletek által kínált stratégiák elválaszthatatlan részévé válnak annak, ami meghatározza ezeket a kamatlábakat.”²⁰¹

A kortárs derivatívákat tekintve azt kell tehát, hogy mondjuk, a *gazdasági*, azaz a termelői és a kereskedelmi *valóság ontológiai elsőbbsége*, s a *pénz*, mint *erre utaló jel indexáló jellege végérvényesen elveszett*, dekonstruálódott posztmodern korunkra.²⁰² Mégis a derivatíváknak van egy másfajta dimenzióban ható, valóságos társadalmi létezésük, olyan értelemben, hogy bár a reálgazdaságtól végérvényesen elszakadtak, *hatékonyá* lettek „*indexáló hatalmuknál*” fogva.²⁰³ De ez csak akkor áll fenn, ha működésük nem *lepleződik le*, azaz, ha a *matematikájuk* a „*fekete dobozban*” marad. A bonyolultságuk éppen ezt tette lehetővé a számukra, minthogy – mint írtuk – a hagyományos közgazdaságtanon nevelkedett bankvezetők sem értették az új pénzügyi termékek valós működését. A valós hatásmechanizmusukat nagyon kevesen látták át, s így csak néhányan voltak azok, akik előre látták az azokban rejlő nagy veszélyt és így a lehetséges következményeket. Volt tehát valami misztikus a derivatívák „*csodaképletében*”,²⁰⁴

²⁰¹ Maurer hivatkozza Rotmant. Uo. Brian ROTMAN: *Signifying Nothing: The Semiotics of Zero*. Stanford University Press, 1987. 96.

²⁰² „Az elsőbbség és a referencialitás mítoszai – hogy a dolgok előbb léteznek, mint az őket reprezentáló jelek – visszavonhatatlanul elvesznek, tökéletesen dekonstruálódnak.” MAURER i. m. 163.

²⁰³ Lásd Maurer tanulmányában a központi tézis kifejtését: „Tanulmányom központi állítása az, hogy a derivatívák csak abban az esetben rendelkezhetnek azzal az indexikus hatalommal, amelyet a kritikai szemléletű és neoliberais munkákban nekik tulajdonítanak, ha a működési, matematikai technikájuk a fekete dobozban marad – elzárva, zárójelbe téve vagy elfojtva. Ezzel nem azt a matematikai állítást fogalmazom meg, hogy a technika úgy működik, ahogy némelyek gondolják, hogy tudniillik meghatározza a derivatív szerződés árát. És még csak azt a szociológiai állítást sem teszem, hogy a derivatívakereskedők egyáltalán felhasználják a matematikai technikát a derivatívák árazásánál. Könnyen lehet, hogy nem teszik. Ehelyett azt állítom, hogy függetlenül attól, miként használják vagy mennyire hatékony, a matematikai technika »félretételek« kiváltságos helyzetet biztosít számára a mai derivatívákról szóló bármely munkában. Továbbá amellet érvelek, hogy ez az elfojtás, kizárás, zárójelbe tétel az analitikus és neoliberais vizsgálódásokban valamiképpen lehetővé teszi azt, hogy a derivatívák pénzügyi *entitásokként* tegyenek szert feltételezett stabilitásukra, valamint hogy szert tegyenek arra a sajátos *indexikus hatalomra* is, amellyel felruházták őket, különösen az 1980-as és 90-es évek óta, mióta fontosabbá és ezzel szembetünőbbé is váltak a világ pénzügyi piaci számára – a hatalomra, mellyel a készülöben levő nagy változásokra mutatnak, a tőlük különböző jelenségek jellegére, állapotára vagy igazságértékére. Ahogy Freudtól tudjuk, az, amit elfojtunk, minduntalan visszatér kísérteni bennünket. Amellet fogok érvelni, hogy a derivatívák indexikus hatalma a kritikai szemléletű és neoliberais munkákban egyaránt annak a traumának a tünete, amely a matematikai technika elfojtásához vezetett a derivatívákról szóló vitákban.” MAURER i. m. 165–166.

²⁰⁴ Lásd Mérő László legújabb kötetének lényeglátó – és megkapó stílusú – fejezetét az opciók „csodaképletéről”: MÉRŐ László: *A csodák logikája. A kiszámíthatatlan tudománya*. Tericum Kiadó, 2014. 141-től. Elemzi, a már általunk is korábban hivatkozott, az 1970-ben megalkotott

ami a csoda „záloga” és egyben *lefegyverző erejű hatalmának biztosítéka* volt. Ezért megállíthatatlanul terjedtek a pénzügyi piacokon.²⁰⁵

14. Végezetül: mi a teendő a pénzügyi rendszer által vezérelt gazdasági rendszer válsága után?

Visszaigazolva látjuk tehát Niklas Luhmann téziséét, miszerint a mai gazdasági rendszer *öngerjesztő* és cirkuláris voltában az *egymásba kapcsolódó kifizetések zárt rendszerén* nyugszik, annyi jelentős korrekcióval, hogy ez a globális pénzügyi és gazdasági válság tanúsága szerint *fenntarthatatlannak, működés-képtelennek* bizonyult. Luhmann tehát, talán akarata ellenére, egy *patologikus*

híres Black–Scholes-képletet, amelyhez Robert Merton is nagymértékben hozzájárult. Ez az a képlet, amelyet a pénzügyi befektetők talán a leggyakrabban használnak. Nyomatásban viszont csak 1973-ban jelent meg („The Pricing of Options and Corporate Liabilities” címmel a *Journal of Political Economy*-ben), mert korábban minden neves szakfolyóirat visszautasította közlését, mivel túl bonyolultnak találták benne a matematikai levezetéseket. Vö. FISCHER BLACK: How We Came Up With The Option Formula. *Journal of Portfolio Management*, Winter, 1989. 7. http://webhost.hec.fr/rosu/teaching/fm13/Topic_08/Black_How_we_came_up_with_the_option_formula_1987.pdf

E képlet kidolgozásáért Myron Scholes és Robert Merton 1997-ben közgazdasági Nobel-díjat kapott. Ezt Fischer Black már nem élhette meg – írja MÉRŐ. Azért nem szerepel viszont Robert Merton neve a képlet széles körben elterjedt és így ismert nevében, „mert elaludt aznap, amikor Black és Scholes először mutatta be eredményeiket egy konferencia-előadáson.” MÉRŐ i. m. 143. Ezzel számolható ki bármely opció elméleti értéke. A matematikai képlet bonyolultságával ezután a befektetők nemigen foglalkoztak, hiszen nem baj, ha nem nagyon értik, a fontos az, hogy könnyű legyen alkalmazni, amit úgyis a számítógép csinál helyettük. Uo. Az interneten számos ingyenes Black–Scholes-kalkulátor létezik. Uo.

Vö. pl. <http://www.fintools.com/resources/online-calculators/options-calcs/options-calculator/>

<http://www.danielsoper.com/fincalc/calc.aspx?id=37>

http://www.soarcorp.com/black_scholes_calculator.jsp

A történethez tartozik a sors azon fintora, hogy a három nevezett tudós az összes befektetését elvesztette egy opciós ügyletben. MÉRŐ i. m. 144. A történet leírását ld. BLACK i. m. 7.

A képlet „fekete doboz” tehát meglehetősen bizonytalanul működött a spekulatív piac realitására még azok kezében is, akik azt megalkották. Hát még azokéiban, akik nem is igen értették a levezetések mikéntjét, miértjét.

Ezek után nézzük meg, hogy miben is áll a nevezett képlet lényege. „A Black–Scholes-modell lényege, hogy mivel a derivatív eszközök árának egyetlen kockázati forrása az alaptermék áralakulása [...], a derivatíva kifizetése lemásolható a kockázatos alaptermék és a kockázatmentes eszköz kombinációjával. Mindebből következik, hogy a kockázatos alaptermék és a derivatív termék megfelelő arányú tartásával kockázatmentes portfólió állítható elő, amely hozamának a kockázatmentes hozammal kell megegyeznie [...]” DÖMÖTÖR Barbara: A kockázat megjelenése a származtatott pénzügyi termékekben. *Hitelintézeti Szemle*, 2011/4. 361. http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/360_369_domotor.pdf

²⁰⁵ „A CDO-kkal közvetlenül nem lehetett ugyan kereskedni, ám az azokat képviselő indexekkel igen.” SOROS (2008) i. m. 24.

rendszerműködést írt le. De miért? Éppen azért, mert Luhmann abból indult ki, hogy a gazdasági rendszer kifizetései „fizetőképességet (tehát pénzszerzést) feltételeznek, és fizetőképességet teremtenek”.²⁰⁶ Éppen a *fizetőképesség tűnt el* a rendszerből, mert csak a *fizetőképesség látszata* tartotta fenn a pénzügyi buborékot, aminek kipukkanása után pénzügyi intézetek és egyéb pénzügyi szereplők *tömegei mentek csődbe* a fizetőképtelenség miatt (az már más kérdés, hogy az adófizetők pénzéből újból feltökésítették döntő részüket.) A *családok millióiról* nem is beszélve, akik a *jelzáloghiteles és/vagy devizahiteles hibás pénzügyi termékrendszer áldozatai* lettek.²⁰⁷ A kifizetésekre alapuló, a fent leírt módon működő pénzügyi rendszer tehát teljes egészében fenntarthatatlannak bizonyult. A *gazdaság rendszerének* a kifizetéseken (illetve nem fizetéseken) alapuló *pénzügyi rendszer* révén történő teljes *funkcionális elkülönülése* (Niklas Luhmann) történetileg együtt járt a „pénzügyi luftballon” kialakulásával és növekedésével, aminek „szétpukkadása” nem csak a pénzügyi piacok válságát eredményezte, hanem egyre inkább *diszfunkcionálissá* tette az egész pénzügyi rendszert a gazdaság és a társadalom vonatkozásában. Ezért nézetünk szerint vissza szükséges térni a *reálgazdaságot* követő, *munkahelyet* és *valós értéket* teremtő, *gazdaságot szolgáló* pénzügyi rendszerhez, amelyben újra kell értékelni a pénz és a pénzügyi konstrukciók (termékek, s különösen a derivatívák), valamint a pénzügyi aktorok szerepét.

A derivatívák eredetileg az üzleti kockázat csökkentésére jöttek létre, de kétélű fegyverként szolgálnak, és bizonyos komplex strukturált – fentebb már tárgyalt – formáikban nem volt mögöttük valós fedezet, ezért túlburjánzásukban²⁰⁸

²⁰⁶ LUHMANN i. m. 66.

²⁰⁷ Álságos dolog a hitelt felvevő családokat megtenni bűnbakokká, hiszen, ha a pénzügyi szereplők nem látták át a pénzügyi konstrukciók valós működését, akkor hogyan láthatták azt át az egyszerű polgárok? Nem is beszélve arról, hogy számos eszközzel ösztönözték a legkülönfélébb szereplők a családokat a hitelfelvételre, valamint arról, hogy nagyon sok hitelintézet kifejezetten tisztességtelenül járt el, vagy esetleg bűncselekményeket is követett el, olyanokat, mint a mérleghamisítás, a LIBOR és az EURIBOR szisztematikus manipulálása stb.

²⁰⁸ Soros György 2008-ban így írt a CDO/CDS piac volumenéről, hatalmas pénzügyi méreteiről és a dolgozatunkban tárgyalt pénzügyi biztosítás-konstrukciók vitatható, kétes jellegéről: „A 2000-es évek elején a fedezeti alapok is megjelentek ezen a piacon, és engedély nélküli biztosítótársaságként eljárva díjakat szedtek be az általuk biztosított CDO-k és egyéb értékpapírok után. Sok esetben azonban igencsak vitatható volt a biztosítások értéke, hiszen az átruházáshoz nem volt szükség az érintett felek értesítésére. A piac mindenesetre exponenciálisan nőtt, egészen addig, míg nominális értelemben véve már beárnyékolta az összes többi piacot. A jelenleg kint levő CDS-ek nominálértéke mintegy 42,6 billió dollárt tesz ki, ami gyakorlatilag az Egyesült Államok háztartásainak teljes vagyonával egyenlő. Az Egyesült Államok tőzsdéjének tőkeértéke 18,5 billió dollár, míg a U.S. Treasuries (államkötvény) piaca is mindössze 4,5 billió dollár.” SOROS (2008) i. m. 20–21.

destabilizálták az egész pénzügyi szférát és vele a reálgazdaság nagy részét. Ezért végig lenne szükséges követni az egyes derivatív pénzügyi termékeket és jogviszonytípusokat, megnézvén, hogy megvan-e a mögöttes (végrehajtható) fedezet, gazdasági érték, s ahol az a fokozott kockázat miatt csökkent módon van meg, akkor annak árazásának is követnie kell azt.²⁰⁹ Ahol pedig nincsen igazolható gazdasági érdek a fedezeti műveletekre, ott azt nem lenne szabad engedélyezni.²¹⁰ A derivatíváknak is végül is a likviditást, és a legalább közvetve a reálgazdaságot is kell szolgálniuk, így nem okozhatják végig nem gondolt konstrukciókként ezek romlását, és különösen nem lehetnének arra engedélyezettek, hogy azokkal spekulációs fegyverként cégek és nemzetgazdaságok csődjére fogadjanak mintegy „önbeteljesítő jóslatként”.²¹¹ Megfontolandó Soros György azon javaslata, hogy a különféle piacok között „tűzfalakat” kellene húzni, ahogy a „tankhajókat is kamrákra osztják a stabilitás érdekében”.²¹² Mindezek megvalósításában a közgazdászok mellett a (pénzügyi) jogászoknak elsőrendű szerepe kell, hogy legyen.

Addig is mit kellene tenni? A környezetjogban bevált és így onnan kölcsönözhető *‘elővigyázatosság’* elvét²¹³ kellene alkalmazni minden olyan derivatív pénzügyi termék, konstrukció esetében, amelynek végső értékalapja, és/vagy

²⁰⁹ „Több AAA-besorolású CDO-t alakítottak ki, mint amennyi AAA-eszköz azok mögött létezett.” SOROS (2012) i. m. 116. A CDO-k kockázati besorolásában is óriási hibákat vétettek a hitelminősítők: „A *hitelminősítő cégek*, amelyek a kibocsátott értékpapírok minőségét voltak hivatva szavatolni, súlyos hibákat követtek el a CDO-k értékelése során. Az volt a probléma, hogy a *vállalati kötvényekhez hasonlóan értékelték a CDO-k hitelkockázatát*. Egy vállalati kötvény minősítésének alapja a vállalat pénzügyi mutatóira alapozott fundamentális elemzés. Ezt követően széles körű adatbázisra (múltbeli megfigyelésekre támaszkodva), statisztikailag becülik meg a mulasztás (»default«, fizetésképtelenség) valószínűségét. A strukturált értékpapírok esetében nem támaszkodhattak a fundamentumokra, kizárólag múltbeli adatokon nyugvó statisztikai elemzésre.” BUGÁR i. m. 35.

²¹⁰ Vö. „[...] a CDS-ek toxikus instrumentumok, és használatukat szigorúan kell szabályozni, hogy csak azok vásárolhassanak ilyen eszközöket, akik a mögöttes kötvények tulajdonosai is.” SOROS (2012) i. m. 87.

²¹¹ „Manapság az a legerteljesebb nézet, hogy a CDS-ek helye a szabályozott tőzsdéken van. Én viszont úgy gondolom, hogy mivel mérgező instrumentumokról van szó, használatukat a kötvények tulajdonosaira kell korlátozni, kizárva azokat, akik országok vagy vállalatok ellen kívánnak spekulálni.” SOROS (2012) i. m. 90. Soros György azt is megjegyzi, hogy „az egyedi derivatívák adóelkerülésre és a bevételi számok manipulálására adnak lehetőséget.” Utána hozzáteszi: „Nem engedhetjük viszont, hogy a jogszabályalkotást ezek a megfontolások befolyásolják.” SOROS (2012) i. m. 118.

²¹² SOROS (2013) i. m. 57.

²¹³ Ez a gondolat Bándi Gyula professzor PPKE JÁK-on 2015. április 16-án tartott professzori szemináriumi előadásán támadt bennem, amelyen a környezetjogi elvek és intézmények többi jogágban való alkalmazhatóságáról tartott előadást.

hosszabb távú hatásmechanizmusa nem ismert.²¹⁴ A jelen pénzügyi és a gazdasági világválságból ugyanis láthattuk, hogy a veszély nem kisebb, hanem inkább más jellegű, mint a környezeti, természeti tömegkárosodások esetében.

Bruno Romano rámutat arra, hogy a pénzügy a *reálgazdaság szimbóluma*. Ha viszont nem azt védi, hanem azt kiüresíti vagy szétrombolja, a *nihilizmus* egyik fajtájává válik.²¹⁵ A *jogi nihilizmus* szerinte jelenleg a *pénzügyi nihilizmus* eszközeként működik.²¹⁶ Mindkettőben egymást erősítve a kognitív *rendszerműveletek* sikeres, *hatékony kapcsolódása* az elsődleges szempont, a *lelkiismeret* aktusaitól, ítéletétől eloldva.²¹⁷ Az emberiség kiszolgáltatott, döntő többsége pedig csak tehetetlen „nézője” lehet a kártékony spekulatív pénzügyi műveletek „színházának”.²¹⁸

Nos, úgy véljük, hogy mindez talán elkerülhető lehet a fentiek figyelembevételével.

²¹⁴ „A szabályozóknak kell tehát felmérni a derivatív és szintetikus eszközöket, és létrehozásukat megtiltani, ha azok rendszerkockázata nem értékelhető teljes biztonsággal.” SOROS (2012) i. m. 117.

²¹⁵ ROMANO i. m. 77.

²¹⁶ ROMANO i. m. 70.

²¹⁷ ROMANO i. m. 59., 96., 90–91.

²¹⁸ ROMANO i. m. 38.