

NÉHÁNY ETIKAI ÉS JOGI MEGFONTOLÁS A SHORT SELLING ÜGYLETEK KAPCSÁN

Különös tekintettel az aranyszabály és a iustitia commutativa követelményére

VERES ZOLTÁN
doktorandusz (PPKE JÁK)

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

TAMÁS JÓZSEF

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

KOZÁR LÁSZLÓ

Első látásra talán bizarnak tűnhet a fenti cím: mégis, mi köze lehet a iustitia-nak, vagy az aranyszabálynak a shortoláshoz? Egyáltalán, mit is jelentenek pontosan ezek a fogalmak? A legtöbb ember számára valószínűleg annyi világos, hogy egy tőzsdei ügyletről és az igazságosság egyik formájáról (iustitia commutativa), illetve egy morális indíttatású alapelvről (aranyszabály) van szó – látszólag nehezen összeillő témák, csak úgy, mint a fenti két idézet. Kicsit jobban átgondolva a dolgot, érezzük, hogy az igazságosság, az erkölcsi követelmények érvényesülése a tőzsdei ügyletekkel kapcsolatban is vizsgálható és vizsgálandó követelmény;¹ annál is inkább, mivel a 2008-ban kirobbant pénzügyi válság kapcsán a tőzsdei spekuláció és annak hatásai ismét a figyelem középpontjába kerültek, és olykor indulatoktól vezérelve vagy azokat meglovagolva, máskor tudatlanságból vagy egyéb okokból kifolyólag megalapozatlan kijelentések láttak napvilágot. A tőzsdei ügyletek közül különösen a shortolás került a

¹ Erre a megállapításra jut: KEMÉNY GÁBOR: Árendszet és igazságosság. Oswald von Nell-Breuning piacbarát nézetei az 1920-as évek Németországában. *Kommentár*, 2008/2. 71–82.

támadások középpontjába, ezért vizsgálódásainkat a nagyszámú tőzsdei tranzakciók közül igyekszünk erre korlátozni.

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

I. A shortolás

1. A shortolás mibenlétéről

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

Ez első látásra talán érthetetlennek tűnhet, különösen a klasszikus jogászai gondolkodás számára: hogyan adhatunk el valamit, ami nem is a miénk, hiszen már Ulpianus is megfogalmazta a magánjogban ma is kiindulópontként szolgáló *nemo plus iuris*³ elvet. A valóság persze ennél árnyaltabb, ezért szerencsésebb úgy fogalmazni, hogy a rövidre eladás olyan eladás, ahol a szállítást kölcsönvett értékpapírokkal teljesítjük.⁴ Ilyenkor nincs szükség az eladott termékek/árak tényleges mozgatására (átadás-átvétele), hiszen ezeknél az ügyleteknél valójában az árfolyamok mozgásának irányára (shortolás esetén esésére, longolás esetén növekedésére) spekulál⁵ a befektető.

Az ügylet jogászai nézőpontból történő jobb megértéséhez, értelmezéséhez szeretnénk felhívni a figyelmet arra, hogy nem tiltott dolog, hogy az eladó olyan dologra kössön adásvételi szerződést, ami a szerződés időpontjában még nem áll a tulajdonában

² <http://www.blochamps.hu/kisokos.html>

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

⁴ WILLIAM A. RINI: *Bevezetés a részvények, kötvények, opciók világába.* Budapest: Panem, 2002. 219.

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

Forrás: Pallas Nagylexikona, elérhető: http://www.kislexikon.hu/spekulacio_a.html.

(például a jövő évi termésre); az a lényeg, hogy amikor teljesítenie kell, megszerezze azt. Tőzsdei termékek esetében ez még egyszerűbb, mint fizikai dolgoknál; a leszálítandó dolog könnyebben megszerezhető, csupán az ára kérdéses...⁶

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

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

2. A shortolás lebonyolítása

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

Fontos garanciális szabály, hogy amikor a befektető short pozíció nyitására utasítja brókerét, akkor – eltekintve az ún. fedezetlen (naked) short ügyletektől¹⁰ – az így eladott részvények piaci értékén felül, annak egy meghatározott hányadát letétbe kell helyezni a brókernél egy letéti számlán. Ez a hányad az USA-ban például jelenleg 50%,

⁶ OSVÁTH PIROSKA: *A magyar EU-elnökségre vár a short selling rendelet*. Magyar Bankszövetség E-Hírlevél, 2010. december. Elérhető: http://www.bankszovetseg.hu/2010_12/index.html

⁷ http://www.equilor.hu/devizapiac_sajatossagai.php

⁸ Részletes leírását ld. KOMÁROMI GYÖRGY: *Részvénypiaci buborékok anatómiája* c. PhD értekezésében (Veszprémi Egyetem, 2004.) 37–42.

⁹ BERI DÁNIEL FERENC: *A short selling és a piaci hatékonyság – Egy válság szabályozásra vonatkozó tanulmányai*. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem, 2010. 14–15. Elérhető: http://bet.hu/data/cms155309/BeriDaniel_Corvinus_ShortSelling_frissített.pdf

¹⁰ Fedezetlen short pozíciók esetén a befektetők nem kölcsönöznek részvényeket a brókerüktől, csupán ennek szándékát jelzik, így az sem garantálható, hogy a pozíció nyitásáig a részvények birtokába kerülnek. A legfőbb veszély, hogy a fedezetlen eladással a befektetők könnyen manipulálhatják az árakat azzal, hogy határtalan mértékű short pozíciókkal árasztják el a piacokat. Forrás: http://index.hu/gazdasag/vilag/2009/07/28/nehezitik_a_shortolok_dolgot_amerikaban/ és http://www.tozsdeforum.hu/i/c-fedezetlen_short_es_cds_igy_regulazna_meg_a_derivativ_piacot_az_ep-menu-cimlap-submenu-onearticle-news_id-430318-red-latest.html

tehát összességében az adott részvény piaci értékének 150%-át kell letétbe helyezni. Ez az ún. kezdő letéti követelmény, melynek minimálisan rendelkezésre kell állni a short pozíció megnyitásakor. A pozíció lezárásáig pedig a bróker kötelessége biztosítani, hogy a részvények visszavásárlására mindig elegendő pénzmennyiség álljon rendelkezésre. Az aktuális piaci ármozgások függvényében aztán naponta meghatározzák a letéti számlán tartandó minimális összeget.¹¹

Ha a shortoló számításai szerint alakul az árfolyam, azaz csökkenés következik be, akkor a letéti számlán a nyitó és az aktuális árfolyam közötti különbözetet jóváírják, míg emelkedés esetén megterhelik a számláját. Ha a terhelésekkel csökkentett számla-egyenleg a minimálisan fenntartandó letéti követelmény és a részvény piaci értékének összege alá esik, akkor a shortoló letétfeltöltési felszólítást (bevett kifejezéssel: „margin call”) kap brókerétől, melynek köteles rövid határidőben eleget tenni; ellenkező esetben brókere zárja a pozíciót.¹² A veszteség nagysága, amennyiben a rövidre eladó az egyes letétfeltöltési felhívásoknak sorozatosan eleget kíván és tud tenni, akár korlátlanul magas is lehet, hiszen a részvények árfolyama bármilyen magasra emelkedhet. Ebben áll a rövidre eladás legnagyobb problémája, illetve kockázata: korlátozott a vele elérhető nyereség – legfeljebb az eladási ár és a nulla közötti (azaz tulajdonképpen a csőd) különbség –, míg a veszteség elvileg korlátlan lehet.¹³

3. A tőzsdei spekuláció és a shortolás megítélése – vélemények pro és contra

A 2008-ban kirobbant pénzügyi válság következtében a shortolás ismét a figyelem középpontjába került, mi több, sokak szerint¹⁴ ez és a különböző egyéb spekulációs műveletek tehetők felelőssé a krízis kirobbanásáért. Más vélemények szerint csupán súlyosbította a negatív folyamatokat,¹⁵ de léteznek olyan nézetek is, miszerint a tőzsdei spekuláció korlátozása inkább káros, mint hasznos, mivel egy ilyen beavatkozás nagymértékben rontja a hatékonyságot.¹⁶

Noha vannak példák, amikor a shortolás valóban komoly károkat okozott (ld. többek között a Lehmann Brothers csődje 2008-ban¹⁷ vagy Soros György angol font elleni spekulációs támadása 1992-ben¹⁸), mégsem indokolt a teljes betiltása, hiszen a kockázatkezelés és a hatékonyabb eszközallokáció eszköze lehet, emellett adott esetben

¹¹ BERI i. m. 19.

¹² BERI i. m. 19.

¹³ KISS ANDREA ÉVA – LUBLÓY ÁGNES: Short selling a pénzügyi válság kapcsán. *Hitelintézeti Szemle*, 2009/5. 418.

¹⁴ Különösen egyes egyházi körök képviselik ezt az álláspontot, ld. pl. SAMUEL GREGG: Hitelválság és jellemválság *Kommentár*, 2008/6. 3.

¹⁵ Ezen a véleményen van pl. a belső piacért és a szolgáltatásokért felelős biztos, Michel Barnier is, ld.: <http://www.jogiforum.hu/hirek/23798>

¹⁶ Pl.: NÉMET SÁNDOR: *Ördögtől való-e a spekuláció?* ld.: http://index.hu/gazdasag/penzbeszel/2011/06/20/ordogtol_valo_e_a_spekulacio/

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

¹⁸ Az ügylet részleteivel kapcsolatban ld. pl. BERI i. m. 25.

még a piac stabilizálásában is szerepet játszhat.¹⁹ Továbbá egy-egy válságos helyzetben gyakran nem is maga a short ügylet jelenti a legfőbb problémát, hanem az ahhoz kapcsolódó rémhírterjesztés, mint ahogy történt ez az OTP részvények elleni, Soros Fund Management LLC általi támadáskor 2008-ban. Ekkor ugyanis a következő történet: az a hír terjedt el e-mailben a pénzpiaci szereplők között, hogy válságos helyzete miatt államosítani fogják az OTP-t, s hogy egy orosz nagyrészvényesét a bankpapírok eladására kényszerítették. Mindemellett olyan állítások is megjelentek, hogy az OTP sok hitelt vett fel az akkoriban épp államcsőddel küszködő szigetország, Izland bankjaitól. Közben az OTP-részvények 22 százalékot veszítettek értékükből a Budapesti Értéktőzsdén, „zárás előtt pár perccel ugyanis egy szokatlan nagyságrendű, több százezer darabos eladási megbízás öntötte el a börzét, így az aznap délelőtt még 4500-4900 forintos sávban mozgó árfolyam 3855 forinton zárta a napot.” Az ügylet kivizsgálására a PSZÁF is piacfelügyeleti eljárást indított. A vizsgálat megállapította, hogy a Soros Fund Management LLC shortolta az OTP részvényeit, de nem ez volt a probléma, hanem az, hogy „az alapkezelő a tőzsde zárására időzítve nagy mennyiségben öntött piacra OTP-papírokat, s ezzel félrevezette azokat a befektetőket, akik döntéseiket a záróárra tekintettel hozzák meg.”²⁰ Az ügylet miatt egyébként a Felügyelet 489 millió forintra bírságolta Soros cégét, elsősorban a piacbefolyásolásra vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt.²¹ A társaság bíróságon támadta meg a döntést, de a Fővárosi Ítéltábla 2010. április 23-án jogerősen elutasította a Soros Found Management LLC keresetét.²²

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

A) AZ ELLENTÁBOR ÉRVEI

A spekulációt ellenzők indokait jól szemlélteti Leiter Lévi József esete, aki egy hónap alatt 20 millió dollárra tett szert a búzaár mesterséges felemelésével oly módon, hogy az ügyletekben szereplő 100 000 mázsa búza nem is volt a birtokában. Ezzel kapcsolatban arra mutatnak rá az ellenzők, hogy a történet főhőse „se nem aratott, se nem vetett, csak üzérkedett és nyert [...], elvonva a hasznot a verejtékező emberi munkától. [...] Természetellenes állapot az, hogy a pénzkapitalista üzérkedéssel pénzt csinálhat anélkül, hogy a valóságos értékekbe munkát fektetne bele.”²³

¹⁹ KISS-LUBLÓY i. m. 432–433.

²⁰ http://hetivalasz.hu/uzlet/capatamadas-22066/?cikk_erteke=1&ertekeles=1

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

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

²³ TAMÁS JÓZSEF: *Prohászka Ottokár társadalomszemlélete*. Budapest: Magyar Fialok Kiadása, 1934. 20.

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

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

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

- a) Sokak szerint a rövidre eladás etikátlan tevékenységre ösztönöz, hiszen a shortolók gyakran lejárató kampányokat indítanak a célvállalatok ellen, és ennek során hamis, megtévesztő információkat terjesztenek. Ennek jó példája lehet akár a fent bemutatott, Soros Fund-féle támadás az OTP ellen. Ezzel szemben azonban azt is fontos látnunk, hogy a két dolgot nem szabad összemosni: a short ügyletnek nem (kellene, hogy) eleme (legyen) a félrevezetés és a lejárató kampány. Ezért lényeges, hogy az ilyen „kapcsolódó tevékenységeket” a felügyeleti szervek keményen büntessék.
- b) Vannak, akik szerint a rövidre eladók nemcsak profitálnak mások szerencsétlenségéből, hanem egyenesen maguk okozzák azt. Nehezen vitatható, hogy a shortoló mások szerencsétlenségéből profitál, de a félrearázást, mely leginkább

²⁴ VERES ANDRÁS: *Erkölcssteológia*. (jegyzet) Eger, 1993. 105. Elérhető: <http://www.kpszi.hu/h/erkolcssteologia%20jegyzet.pdf>

²⁵ A *Katolikus Egyház Katekizmusa*, 2409. pont. Elérhető: <http://www.katolikus.hu/kek/kek02331.html> (a továbbiakban: KEK)

²⁶ ANDRÉ KOSTOLANY: *A pénz és a tőzsde csodavilága*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1990. 37–38.

²⁷ JAMES J. ANGEL – DOUGLAS M. MCCABE: The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling. *Journal of Business Ethics* 85. 239–249.

lehetővé teszi, hogy nyerjenek az árfolyamesésen, nem ők okozták. Ha az adott részvény/árfolyam felülértékelt, rövid távon valóban kárt okoznak a shortolók az aktuális részvénytulajdonosoknak, de azt is megakadályozzák, hogy mások felülértékelt részvényt vásároljanak.

- c) Nemcsak a rövidre eladással, hanem az egész tőzsdével szemben gyakran hangoztatott érv, hogy mindez csak szerencsejáték. Amellett, hogy ez a kijelentés szinte bármelyik, nem csak kimondottan tőzsdei pénzügyi termékkel kapcsolatban elmondható (gondoljunk például a '90-es évek magyar bankválságaira, amelyek eredményeképpen gyakran az Országos Betétbiztosítási Alapnak kellett kártalanítani a betéteseket, pedig a bankbetét biztonságos megtakarítási formának tekinthető), a spekuláns a kockázatot nem játékból, hanem alapos kalkulációk alapján kiszámított kockázati prémium fejében vállalja. E kérdéskör jogi szempontú értékelésére a későbbiekben még visszatérünk (ld. ezzel kapcsolatban a jelen dolgozat VI.1. pontját).

B) A SHORTOLÁS TÁMOGATÓINAK ÁLLÁSPONTJA

A támogatók szerint a shortolás azért nagyon hasznos, mert segít abban, hogy az ún. tőzsdei buborékok²⁸ korábban kipukkadjanak; így módon ez egy alkalmas eszköz arra, hogy az áremelkedésben vakon bízó optimistákat fegyelmezni lehessen. Ezt a következő példával szemléltethetjük: adott egy tőzsdére bevezetett cég. A részvényeivel történő kereskedés megkezdésekor egyesek optimistán, mások pesszimistán ítélik meg a jövőbeli lehetőségeit. A pesszimista részvényesek ezért eladják, az optimisták pedig megveszik a cég részvényeit, így egy idő után a cég részvényei – ezen álláspont képviselői szerint – az optimisták kezébe kerülnek és ők adják-veszik egymás között a részvényeket. Az adásvételek révén az ár emelkedik, hiszen feltehetőleg egy optimistától egy még optimistább fogja megvenni a részvényt, így az árfolyam az egekbe szökik, a buborék egyre nagyobb lesz. Ezen irányzat szerint a többi piaci szereplő shortolás nélkül már nem tudna közbelépni, hiszen nincs a kezükben részvény. A shortolás révén viszont eladhatják a részvényeket az optimistáknak anélkül, hogy az a birtokukban lenne. Ha sokan shortolnak, akkor pontosan ezzel fogják kipukkasztani a buborékot, hiszen valószínűleg a sok shortolás láttán mindenki elkezd szabadulni a részvényeitől, így az ár lezuhan, azaz ebben az értelmezésben az áremelkedést korrekció követi. Ezen irányzat szerint a shortolás lényegében egy fogadás arra, hogy az ár csökkenni fog.²⁹

Látható, hogy ez az álláspont meglehetősen sok feltételezésre épít, így ebben a formában ez is vitatható. Mindazonáltal tény, hogy vannak olyan esetek, amikor a rövid-

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

²⁹ A shortolás pedig jó dolog c. bejegyzés alapján. Elérhető: http://konzervatorium.blog.hu/2009/04/09/a_shortolas_pedig_jo_dolog

re eladás, előre kalkulálható eredménnyel, a kockázatkezelés megfelelő eszköze lehet. Ezt mutatjuk be a C) pontban.

C) A SHORTOLÁS, MINT A KOCKÁZATKEZELÉS ELFOGADHATÓ MÓDSZERE

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

Tegyük fel, hogy adott egy magyarországi, exportra termelő autóalkatrészeket előállító vállalkozás. A szállítások időpontja és a várható árbevétel befolyása előre ütemezett, a gyártási költségek fixen kalkulálhatók. A probléma abban áll, hogy az árbevétel euróban realizálódik, a gyártási költségek viszont forintban jelentkeznek (munkabér, rezszi stb. Magyarországon fizetendők). Ily módon az egyedüli előre nem kalkulálható tényező a vállalkozás életében az EUR/HUF árfolyam, ami pedig alapvetően befolyásolja az üzlet nyereségességét, a következők szerint. Tételizzük fel, hogy az exportálandó alkatrész gyártása októberben kezdődik, és ezzel egyidejűleg szerződést köt az exportra a külföldi autógyárral azzal, hogy az alkatrész szállítása következő év júliusában fog megtörténni, az árbevétel pedig augusztusban folyik be.

Októberben a napi árfolyam 275 HUF/EUR.

Az alkatrész előállításának önköltsége 41 250 HUF/db (150 EUR).

Felek 164 EUR/db (azaz 45 100 HUF/db) export árban állapodtak meg, így a fenti árfolyamon a profit darabonként 14 EUR (3850 HUF) lenne. Ettől alacsonyabb árfolyamon azonban a profit elvárás nem teljesül, sőt a veszteség esélye is fennáll. Ugyanis, ha például az árfolyam 248 HUF/EUR szintre leesik, akkor a cég eurónként 27 forint árbevétel kieséssel kénytelen szembenézni. Ez annyit jelent, hogy a darabonkénti tervezett 3850 HUF összegű profit helyett $164 \times 27 = 4428$ HUF árbevétel kiesést realizált, tehát összességében az üzlet ráfizetéses lett, darabonként 578 HUF veszteséget eredményezve.

Az ún. deviza short hedge³¹ ügylet révén azonban kivédhető az árfolyamesés kockázata és biztosítható a fentiekben felvázolt 3850 HUF/db összegű profit. Ehhez az alábbi stratégiát kell vállalkozásunknak követnie:

1. Október: Az exportszerződéssel egyidejűleg jövő augusztusi határidőre eladási pozíciót kell nyitnia a HUF/EUR devizára 275 HUF/EUR árfolyamon.
2. Július: A vállalkozás teljesíti a szerződés szerint áruexportot a szerződés szerinti (164 EUR/db) áron.
3. Augusztus: Az árbevétel euróban megérkezik a vállalkozás számlájára 248 HUF/EUR árfolyamon. Ezzel egyidejűleg a vállalkozás likvidálja a nyitott tőzsdei pozícióját, azaz a tőzsdén a nyitott pozíciónak megfelelő értékben, azzal megegyező határidőre ellentétes irányú üzletet köt. Így a tőzsdén 27 forint árfolyam-különbözetet realizál, hiszen a tényleges, 248 HUF/EUR árfolyam helyett 275 forintért

³⁰ Az ismertetésre kerülő példa forrása: KOZÁR LÁSZLÓ: *Nemzetközi áru- és tőzsdei kereskedelmi ügyletek*. Budapest: Szaktudás Kiadó Ház, 2011. 103–108.

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

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

4. A válság utáni szabályozási tendenciákról

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

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

II. Az igazságosság formáiról röviden

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

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

Az osztó igazságosság arányosságot, egyúttal középértéket jelent; ennek értelmében mindenki kapja azt, ami „a természettől adott kiválósága szerint neki jár. Ennek kiegészítése – ha ezt valami sérelem éri, akkor következik a kiegyen-

³² CSERNÁTONY CSABA: *Máshol betiltották, Budapesten nem – mi az a shortolás?* Elérhető: <http://www.origo.hu/uzletinegyed/hirek/20110812-mi-az-a-shortolas-amit-betiltottak-a-shortolas-tobb-europai.html>

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

³⁴ ARISZTOTELÉSZ: *Nikomakhoszi Etika*. Budapest: Európa Könyvkiadó, 1997.

lító-kiigazító (korrektív) igazságosság; ez a szolgáltatás és ellenszolgáltatás, a károkozás és a kártérítés egyenlőségére irányul.³⁵

- b) A katolikus erkölcteológiában bevett egyik megoldás³⁶ az alábbi rendszerezést alkalmazza:
- törvényhozó és törvénytisztelő igazságosság (iustitia legalis), mely a közjó elérésére irányul;
 - osztó igazságosság (iustitia distributiva) az egyén és a közösség kapcsolatában bontakozik ki; az egyén részéről ez az önző érdekek feladását követeli meg a közösség felé, míg a közösség részéről az egyén igényeinek az adott lehetőségeken belüli figyelembevételét kívánja;
 - kereskedelmi igazságosság (iustitia commutativa) a közösségen belül az egyének és csoportok egymás közötti jogi kapcsolata;
 - szociális igazságosság, mely a közösségek kölcsönös kötelezettségeiről szól.
- c) Végezetül megjegyezzük, hogy Aquinói Szent Tamás nem határolja el élesen egymástól a különböző aspektusokat, hiszen – mint írja – akkor uralkodik igazságosság egy államban, ha az egyének viszonyában a iustitia commutativa, a szociális egész–egyén relációban az osztó igazságosság (iustitia distributiva) és a közösség tagjainak a szociális egészhez való viszonyában pedig a törvényes, általános igazságosság (iustitia legalis, iustitia generalis) érvényesül.³⁷

III. Gondolatok a iustitia commutativa és az arany szabály kapcsolatáról

1. A iustitia commutativa fogalmáról

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

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

A fogalom egyébként – miként az igazságosság formáit tárgyalva is láthattuk – már az ókori görög bölcselek munkáiban is megjelenik, különösen Arisztotelész foglalkozott részletesen a csere igazságossága kérdésével, kiemelve, hogy a csere akkor igazságos,

³⁵ SAMU MIHÁLY: *Az igazságosság és az alkotmányosság*. 6.

Elérhető: http://magtarsasag.files.wordpress.com/2011/02/az_igazsagossag.pdf

³⁶ VERES i. m. 100.

³⁷ FRIVALDSZKY JÁNOS: *Klasszikus természetjog és jogfilozófia*. Budapest: Szent István Társulat, 2007. 157.

³⁸ Ld. pl. KEK 2411. pont.

³⁹ Ld. <http://lexikon.katolikus.hu/C/csereigazs%C3%A1goss%C3%A1g.html>

⁴⁰ Többek között ld.: VÉKÁS LAJOS: Új irányok a magánjogtudományban. *Magyar Tudomány*, 2007/12. 1563.

⁴¹ Ld. VERES i. m. 100.

⁴² <http://lexikon.katolikus.hu/C/csereigazs%C3%A1goss%C3%A1g.html>

ha egyenértékűsége alapszik. Aquinói Szent Tamás Arisztotelész nyomdokain haladva rögzíti, hogy a iustitia commutativa szerint minden árucikket annak igazi értéke szerint kell eladni. Tamás szerint a csereigazságosság azt jelenti, hogy megadjuk a Másiknak azt, ami őt illeti.⁴³

A iustitia commutativa értelmét a magánjogra vonatkoztatja Vékás Lajos professzor, amikor – Arisztotelész nyomán – úgy véli, hogy az nem más, mint „a magánszemélyek között az egyenjogúság és mellérendeltség helyzetében létrejövő cserekapcsolatok igazságossága.”⁴⁴ Vékás azon állítása, miszerint a iustitia commutativa a magánjogi igazságosság fő formája, néhány szemléletes példával, illetve magánjogi alapelvvel is igazolható. Elsőként hivatkozunk e körben a szolgáltatás-ellenszolgáltatás egyenértékűségének követelményére,⁴⁵ mint a szerződési jog egyik princípiumára, de említhetnénk a kölcsönös együttműködési kötelezettség⁴⁶ alapelvét is.

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

2. Az arany szabály jelentése és kapcsolata a kommutatív igazságossággal

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

⁴³ FRIVALDSZKY i. m. 157.

⁴⁴ VÉKÁS i. m.

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

⁴⁶ Ld. Ptk. 4. § (1) bekezdés.

⁴⁷ FRIVALDSZKY i. m. 454–455.

⁴⁸ Mt 7,12.; Lk 6,31.

megfogalmazása⁴⁹) az, amelyet a *iustitia commutativa* az egyének egymással szembeni viselkedésére előír.⁵⁰ A pozitív, krisztusi formula ugyanakkor ennél magasabb mércét állít fel: arra ösztönöz minket, hogy olyan helyzetekben is vállaljuk fel a jó cselekedeteket, amikor az (jogilag) nem volna kötelező.⁵¹

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

A magánjog területén is találhatunk példákat a pozitív formula megkövetelésére, bár itt sok esetben nem ilyen egyértelmű a helyzet. Polgári Törvénykönyvünk egyik alapelve a jóhiszeműség és tisztesség, valamint a kölcsönös együttműködés követelménye.⁵³ A Ptk. alapelvei ugyanakkor többnyire generálklauzulák, melyek értelmezése gyakran vitákat generál a jogirodalomban. Ezt mutatja be Lábady Tamás, amikor a fenti alapelv kapcsán rögzíti,⁵⁴ hogy míg Vékás ezt etikai megalapozottságúnak tartja, addig Harmathy szerint az elv etikai megalapozása „ma még nem tisztázott”;⁵⁵ e feladat elsősorban a bírói jogalkalmazásra vár. A Legfelsőbb Bíróság ugyanakkor egy konkrét ügyben⁵⁵ úgy tűnik, magáévá tette az etikai megalapozásra vonatkozó fejtegetéseket, mi több, az arany szabály pozitív formulájának alkalmazásával döntötte el az elé került jogesetet. Az alapul fekvő tényállás szerint egy nyugdíjas magánszemély egy pénzintézettől takarékjegyeket vásárolt, melyek lejáratú ideje 12 hónap volt, ám az idős magánszemély egy nappal a lejárat előtt kiváltotta a takarékjegyeket, és ezzel elesett a kamattól. A Legfelsőbb Bíróság szerint a megfelelő szakapparátussal rendelkező pénzintézet megsértette együttműködési kötelezettségét azaz, hogy az ügyfelet nem figyelmeztette a – nyilvánvalóan tévedésből eredő – korábbi felvételről. Emiatt a bíróság a teljes kamatnyereség kifizetésére kötelezte a pénzintézetet.

IV. Az arany szabály és a *iustitia commutativa* szellemiségének megjelenése a shortolás hazai szabályozásában

1. Általános megfontolások és terminológiai problémák

A *iustitia commutativa* és az arany szabály joggal való lehetséges kapcsolódási pontjait már a III.2. cím alatt elkezdtük felderíteni néhány példán keresztül. Az általánosabb

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

⁵⁰ http://www.uni-miskolc.hu/~www/juris/jogelm_rendszer.pdf.

⁵¹ <http://www.evangelium365.hu/evangelium/2011-06-21>

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

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

⁵⁴ LÁBADY TAMÁS: *A magyar magánjog (polgári jog) általános része*. Budapest–Pécs: Dialog Campus, 2002. 142–143.

⁵⁵ BH 1996/7. 364.

összefüggések elemzésének folytatása helyett vizsgálódásainkat a shortolásra vonatkozó magyar szabályozásra igyekszünk korlátozni a továbbiakban. Ezirányú törekvéseinket nehezíti, hogy a short selling vagy rövidre eladás kifejezéseket a magyar jogszabályok nem használják, így a kérdéskört rendező előírások beazonosítása, feltárása jelenti az első problémát. Következetlenséget mutat ugyanakkor, hogy a PSZÁF használja a short selling kifejezést különböző aktusainak címében (ld. pl. a már említett 4/2008. sz. Vezetői körlevelet, mely „Adatszolgáltatási kötelezettség elrendelése a short selling ügyletek bejelentésére” címet viseli).

A pénzügyi területre vonatkozó joganyagot vizsgálva arra a következtetésre jutottunk, hogy a rövidre eladás folyamatának az értékpapír-kölcsönzéseként leírt jogintézmény nélkülözhetetlen eleme, így az erre vonatkozó rendelkezéseken keresztül érthetjük meg legpontosabban a shortolásra vonatkozó jogalkotói szándékot. Sőt olyan forrásokkal is találkoztunk, melyek gyakorlatilag szinonimaként használják a shortolás és az értékpapír-kölcsönzés fogalmát,⁵⁶ bár ezzel kapcsolatban fenntartásainkat szeretnénk hangsúlyozni, tekintettel arra, hogy rövidre eladni nem csak értékpapírokat lehet, hanem, mint korábban (ld. I.3. C) pontot) láttuk, devizát is, így az értékpapír kölcsönzésre vonatkozó rendelkezések nem fedik le teljes körűen a shortolás témakörét. Annál is inkább így van ez, mivel az értékpapír-kölcsönzés álláspontunk szerint nem csupán short, hanem long ügyletek alapjául is szolgálhat. Mindezek ellenére terjedelmi okokból most csak az értékpapír-kölcsönzésre vonatkozó szabályokat tárgyaljuk a iustitia commutativa és az arany szabály érvényesülésének szemszögéből.

2. A jogszabályi keretéről általában

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

E két jogszabály mellett fontos előírásokat tartalmaz – különösen a befektetővédelem terén – a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az

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

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

⁵⁸ Tpt. 168. § (1).

általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény (továbbiakban Bszt.) is.

3. Az arany szabályban foglalt követelmények megjelenése a vonatkozó jogszabályokban

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

A) BENNFENTES KERESKEDELEM ÉS PIACBEFOLYÁSOLÁS TILALMA

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

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

A piacbefolyásolás, mint tiltott tevékenység alatt az alábbiakat érti a Tpt.: olyan ügylet kötése, amely hamis vagy félrevezető jelzéseket ad/adhat az adott pénzügyi eszköz keresleti vagy kínálati viszonyairól, árfolyamáról, vagy amely az adott pénzügyi eszköz árfolyamát mesterséges vagy rendellenes szinten rögzíti. Ide tartozik továbbá olyan ügylet kötése is, amely színlelt, illetve amelyben bármilyen más formájú meg-

⁵⁹ Tpt. 200. §, majd 201–205. §.

⁶⁰ ETS (1989)

⁶¹ VAJDA ISTVÁN: Bennfentes kereskedelem. *Közgazdasági Szemle*, L. évf., 2003. március, 235.

⁶² Tpt. 201. §.

⁶³ Btk. 299/A. §.

tévesztéshez, manipulációhoz folyamodnak, vagy megalapozatlan, félrevezető, hamis információkat közölnek, híresztelnek, nyilvánosságra hoznak. A tényállás megállapíthatóságához az is szükséges, hogy az információt terjesztő személy az információ hamis vagy félrevezető mivoltának tudatában van, vagy az adott helyzetben elvárható gondossággal eljárva tudatában kellett volna lennie.⁶⁴ A tilalmazott magatartás megállapíthatóságához viszont – miként a PSZÁF Soros ügyben hozott határozata hangsúlyozza – nincs szükség az eredmény bekövetkezésére, a piacbefolyásolás tényleges megvalósulására.⁶⁵

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

B) A BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÓK TÁJÉKOZTATÁSI KÖTELEZETTSÉGE

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

A törvény általános követelményként előírja, hogy a szolgáltató köteles az ügyfél vagy leendő ügyfél részére világos, egyértelmű, kiegyensúlyozott és pontos tájékoztatást adni, egyúttal rögzíti, hogy tilos az ügyfelek megtévesztése.⁶⁷ Az általános követelményeket a jogalkotó igyekszik konkretizálni:⁶⁸ részletesen előírja, hogy a tájékoztatásnak mire kell kiterjednie, illetve milyen formában, módon kell annak eleget tenni. Pozitívumként értékelhetjük, hogy a lakossági ügyfelek részére nyújtandó tájékoztatással kapcsolatban fokozott követelményeket támaszt a törvény, kifejezésre juttatva ezzel a kiigazító igazságosság követelményét, hiszen a lakossági ügyfél–pénztézet kapcsolatban nagyobb fokú az ügyfelek kiszolgáltatottsága. A magunk részéről ugyancsak üdvözljük, hogy a törvény kifejezetten is előírja, hogy a szolgáltató nem hangsúlyozhatja a (kiegészítő) befektetési szolgáltatási tevékenység, vagy a pénzügyi eszköz előnyös tulajdonságait, jellemzőit anélkül, hogy ezzel egyidejűleg a hátrányos tulajdonságok vagy jellemzők, illetőleg a kockázatok tárgyilagos és pontos bemutatására sor ne kerülne.⁶⁹ Ugyanakkor e követelmény betartásának ellenőrzése különösen szóbeli tájékoztatás esetén nehézségekbe ütközik, de írásbeli tájékoztatás esetén is

⁶⁴ Tpt. 202. §.

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

⁶⁶ Ld. Bszt. 8.§ (5) bek. f).

⁶⁷ Bszt. 40. § (1).

⁶⁸ Ld. Bszt. 40. § (2) – (10), 41–43. §.

⁶⁹ Bszt. 40. § (2) bek. c).

megvannak a „technikái”, hogy a lényeg a sorok között, vagy az általánosság magas szintjén maradjon.⁷⁰

C) ELŐZETES TÁJÉKOZÓDÁSI KÖTELEZETTSÉG ÉS ÜGYFÉLMINŐSÍTÉS

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

V. Az egyenértékűség kérdése a shortolás és egyes részfolyamatai során

1. Általános megállapítások

Tekintettel arra, hogy a iustitia commutativa a dolgok egyenértékűségén alapszik, nem kerülhetjük el annak vizsgálatát, hogy a shortolás egyes aktusai (kölcsonvétel, eladás, visszavásárlás) során mennyiben érvényesül ez a követelmény. Az alábbiakban a fedezetlen short ügyleteket nem vizsgáljuk, tekintettel arra, hogy elfogadjuk az e körben létrejött széleskörű konszenzust, miszerint ezek az ügyletek veszélyesek és többnyire tiltottak is. Az egyéb rövidre eladásos tranzakciók viszont – mint már utaltunk rá – árnyaltabb megközelítést igényelnek.

Az ügylet első lépéseként tehát a shortoló kölcsönveszi az üzlet tárgyául szolgáló eszközt (tipikusan értékpapírt vagy devizát). A kölcsönvételért cserébe a kölcsönvevő – többnyire a vonatkozó keretszerződésekben előre meghatározottak szerint – díjat fizet a kölcsönadónak. Ez az összeg előre kalkulálható és többnyire arányban áll az ügylet értékével. Mivel a befektetési szolgáltatók piacán is éles verseny bontakozott ki, így ezek az arányok általában alacsonyak, ezért itt általában az egyenértékűség problémája nem merül fel.

Az ügylet következő fázisában a kölcsönvett eszközök eladásra kerülnek, elvileg az aktuális piaci áron (természetesen ilyenkor a shortoló abban érdekelt, hogy ez az aktu-

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

⁷¹ Bszt. 44–51. §.

⁷² A befektetővédelmet szolgáló jogszabályi rendelkezések. (ÁKK Zrt. tájékoztató anyag) Elérhető: <http://www.akk.hu/object.d5dfcd6d-ebc1-4647-ae5b-dba101a29e35.ivy>

ális ár minél magasabb legyen). Az eladási ár kialakulásában már nagy szerepe lehet a manipulációnak, így előfordulhat, hogy az eladott termék és a befolyt vételár között meglehetősen nagy az értékaránytalanság. Mégis, a példák azt mutatják, hogy a legtöbb probléma a harmadik fázisban, a visszavásárlás során merül fel. Ennek egyik oka, hogy ha nagymértékű eladás következik be, az önmagában olyan üzenetet hordozhat, hogy azért akarnak intenzíven szabadulni az adott terméktől, mert azzal valami gond lehet. Erre a folyamatra erősíthetnek rá a különböző rosszindulatú híresztelésekkel, rémhírek terjesztésével. De az is előfordulhat például, hogy a shortoló bennfentes információk birtokában, azok nyilvánosságra kerülése előtt eladja egy adott társaság részvényeit, majd azok ismertté válása után, az ezt követő árfolyamesés után, immár alacsonyabb áron visszavásárolja azokat. Ebben az esetben, a shortoló általi eladás pillanatában a termék nyilvánvalóan túlértékelt volt, így az ilyen áron történő értékesítés ugyancsak sérti az egyenértékűség követelményét. Ismételten hangsúlyozzuk azonban, hogy az előbbieken vázolt esetekben nem önmagában a rövidre eladás, hanem a hozzá kapcsolódó etikátlan tevékenységek (rémhírterjesztés, bennfentes ismeretek kihasználása) jelentik a problémát.

2. Az árfolyam elszakadása a jogviszony közvetett tárgyának valós értékétől

Az egyenértékűség vizsgálata során felmerülő alapvető kérdés, hogy mit is kell összemérnünk egymással, azaz mi is tulajdonképpen a rövidre eladás tárgya. Az általános megjegyzések során az ügylet közvetlen tárgyának értékét vizsgáltuk, az adott tőzsdei termék árfolyamát. Fontos látnunk azonban azt is, hogy a közvetlen tárgy mögött milyen érték áll. A short ügyletek közvetlen tárgya leggyakrabban valamilyen deviza vagy értékpapír. A devizaárfolyam kialakításában az adott ország gazdasági teljesítménye mellett még számos tényező játszik szerepet, ezek számbavétele egyrészt meghaladná jelen dolgozat kereteit, másrészt nem is célja egy alapvetően jogi-etikai szempontú elemzésnek. Jogi szempontból talán egyszerűbb és célravezetőbb az értékpapírok értékének vizsgálata, melynek meghatározására számos módszer⁷³ napvilágot látott, de önmagában egyik sem jelent tökéletes megoldást.

Az értékpapír-fogalom⁷⁴ részletes elemzését mellőzve rögzítjük, hogy az értékpapír kibocsátója és tulajdonosa között fennáll egy alapjogviszony, amely arra vonatkozik, hogy a kibocsátót milyen kötelezettségek terhelik a papír tulajdonosával szemben. Ennek alapján értékpapír kiállítható pénzkövetelésről (ilyen pl. a váltó, csekk, kötvény, kincstárjegy), tagsági jogviszonyból eredő jogosultságról (részvény), valamely dologra vonatkozó tulajdonjogról (közraktári jegy) vagy más egyéb jogosultságról.⁷⁵ *Az értékpapír-műveletek közvetett tárgyat tehát mindig az alapjogviszony tárgyában kell keresnünk.*

Problémát jelent, hogy sokszor a közvetett tárgy nehezen felismerhető, így *az adott részvény árfolyama erősen elszakadhat a mögöttes jogviszony tárgyaként szolgáló dolog*

⁷³ A két leggyakoribb a technikai és a fundamentális elemzés.

⁷⁴ Ld. Ptk. 338/A.§, valamint Tpt. 5.§ (1) 42. pont

⁷⁵ PETRIK FERENC (szerk.): *Bankjog*. Budapest: HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. 2003. 375–376.

reális értékétől. Ennek okai a manipulációtól kezdve a mentális horgonyzáson⁷⁶ és az emberi kapzsiságon át a buborékok kialakulásáig sokfélék lehetnek. Különösen problematikusnak tekinthetők ebből a szempontból az értékpapírosított termékek. Az értékpapírosítás (securitization) folyamán egy alapba összegyűjtenek előre jelezhető pénzáramlással (cash flow) rendelkező eszközöket, majd ezt az alapot egy független jogi társaság megvásárolja. Ezt követően ez a társaság különböző hozam-kockázat tulajdonságokkal rendelkező értékpapírokba „csomagolja” az eszközöket és ezeket kínálja fel a befektetőknek megvásárlásra.⁷⁷ Szemléletesen fogalmazva, értékpapírosításra akkor kerül sor, amikor „egy külön erre a célra létrehozott entitás, vagy céltársaság tulajdonjogot szerez a pénzügyi eszközök egy csoportja felett, és a pénzügyi eszközökből befolyó várható bevételek fedezetére alapozva értékpapírokat bocsát ki.”⁷⁸ A többszöri átcsomagolás után – bár ez számtalan előnnyel is járhat⁷⁹ – pedig már gyakorlatilag senki sem tudja, hogy „az értékpapírcsomagok mögött milyen struktúrájú eszközök és hitelek állnak; a bankok, az értékpapírosítók és a befektetők között csak cash flow-k áramoltak.”⁸⁰ Könnyen belátható, hogy egy ilyen nehezen átlátható termék esetén a tömeges rövidre eladások milyen pánikot válthatnak ki...

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 reáltevékenység jövedelmezősége számít, hanem csakis a realizálható nyereség.* Az újabb és újabb befektetők egy ideig egyre csak felfelé hajtják az árakat, mígnem egyesek rájönnek, hogy a termék túlértékelt és elkezdik eladni azokat, majd a tömeges eladásokat általában összeomlás követi.⁸¹

⁷⁶ A mentális horgonyzást (anchoring) főképpen a pénzügyi viselkedés tan vizsgálgja; eszerint ez a jelenség az új információknak az árfolyamra gyakorolt hatásában érhető tetten: rövidtávon a részvény hozamának változása nagyobb lesz, mint a befektetők által prognosztizált hozamváltozás. Ennek oka, hogy az újonnan érkező információk a szükségesnél kisebb mértékben befolyásolják az adott termékről a korábbi információk alapján kialakult képet, így a befektetők korábbi véleményükhöz „horgonyozzák” döntéseiket. Részletesebben ld.: KOMÁROMI GYÖRGY: Befektetési döntések és tudásillúzió. *Competitio*, Vol. 2. No. 1.2. Elérhető: <http://www.econ.unideb.hu/competitio-ii-evfolyam-1-szam-2003-szeptember-124.html>

⁷⁷ bet.hu/data/cms76991/BET_elemzes_julius.pdf

⁷⁸ Fabozzi alapján leírja: NÁDASDY BENCE: *Miért értékpapírosítanak a bankok? Empirikus vizsgálat az Egyesült Államokban és a magyarországi konzekvenciák.* Budapest: Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 2004. 17.

⁷⁹ Címszavakban: kockázat koncentrációjának csökkentése, kisebb tőkekövetelmény, nagyobb likviditás, befektetési lehetőség, stb. Részletesen ld. VANCSEK TIBOR: *A 2008-as hitelválság – és ami mögötte van.* Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola, 2009. 25–26.

⁸⁰ MARSÍ ERIKA: Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről. *Hitelintézeti Szemle*, 2008/5. 484.

⁸¹ BÉKÉS GÁBOR – MURAKÓZY BALÁZS: Spekuláció és válság a történelemben – Kifektetett befektetők. *Narancs*, XX. évf. 51–52. szám, 2008-12-18. Elérhető: <http://www.mancs.hu/index.php?gcPage=/public/hirek/hir.php&id=18065>

VI. A szerencse elem jelenléte és a jóerkölcsbe ütközés kérdései

Sokan, sokféle érvet hangoztatva kardoskodnak amellett, hogy egyes tőzsdei ügyleteket jogilag be kellene tiltani, vagy legalább a bírói kikényszeríthetőségüket kellene megszüntetni. Az alábbiakban két érvet vizsgálunk meg röviden.

1. *A szerencse elem jelenléte: fogadás versus tőzsdei ügylet*

Gyakran felvetődik, hogy egyes tőzsdei ügyletek – tekintettel a szerencse elem meghatározó voltára – nem sokban különböznek a fogadástól. Azt azonban nem könnyű meghatározni, hogy vajon az ilyen elemek milyen arányú jelenléte tehet egy tőzsdei ügyletet tisztán fogadássá, ergo naturalis obligatio-vá. Bár az ügyletek valóban tartalmaznak kockázati elemeket, de – ideális esetben, a tájékoztatási kötelezettséget betartva – a felek által tudottan és elfogadottan, így ezek az ügyletek bár aleatórikus szerződések, nem minősíthetők fogadásnak.

Itt szeretnénk rámutatni, hogy a korábbi magyar jogelmélet és gyakorlat számos esetben bíróilag nem érvényesíthető szerződések közé sorolt egyes ügyleteket.⁸² Zlinszky Imre szerint például, ha az értékpapírok ténylegesen nem képezik adásvétel tárgyát, hanem „velük csak fogadásszerű tőzsdeüzel gyakorlatik”, az árfolyam-különbözetből származó nyereséget bírói úton nem lehet érvényesíteni.⁸³ Ezt az álláspontot a bírói gyakorlat is magáévá tette: a Curia 3286/1883. számú ítélete alapján, Kolosváry Bálint szerint „különbözeti ügylet az az adásvétel formájába burkolt fogadás, amelynél a felek akaratától fogva nem a vétel tárgyának valóságos szállítására és annak követelésére, hanem kizárólag a teljesítés helyén és idején a szerződési és piaci vagy tőzsdei ár közötti különbsétre irányul.”⁸⁴

2. *A tőzsdei ügyletek és a jóerkölcsbe ütköző szerződések semmissége*

Ennél is nehezebb kérdés a jóerkölcsbe ütközés problematikája. A legfőbb nehézséget nyilván az jelenti, hogy mit értük jóerkölcs alatt, hiszen az erkölcsi normarendszer időben és térben változó, ráadásul egy adott helyen és időben érvényesülő erkölcsi normák sem képeznek homogén rendszert. (Nem könnyíti meg a dolgunkat, hogy a Ptk. sem ad normatív támpontot ebben a vonatkozásban, csupán annyit rögzít, hogy a nyilvánvalóan jóerkölcsbe ütköző szerződés semmis.⁸⁵) Léteznek persze irányelvek, melyek közelebb vihetnek a megoldáshoz, így például, hogy a bírónak, a jogalkalmazónak e heterogén normarendszer közös nevezőjét kell minimum standardként elfogadni, vagy az adott időpontban a társadalomban uralkodó normák alapulvételének elve. Megalapozott döntéshez ugyanakkor ennél szilárdabb fogódzókra van szükség, melyek kidolgo-

⁸² Számos példát hoz erre: MAKLÁRY ZOLTÁN: *Az értéktőzsdei ügyletek, mint kereskedelmi szerződések*, 2007. 22–23. Elérhető: www.szocsestarsai.hu/publ/tozsdeiugyletek.pdf

⁸³ ZLINSZKY IMRE: *A magyar magánjog*. Budapest: Franklin Társulat, 1883. 483.

⁸⁴ MAKLÁRY i. m. 23.

⁸⁵ Ptk. 200.§ (2).

zása a jogtudomány és a gyakorlat feladata. Menyhárd Attila a jóerkölcs fogalmának az alábbi lehetséges elemeit nevesíti:⁸⁶

- az elismert rend biztosítása és védelme;
- védelem a szabadság korlátozásával szemben;
- védelem a hatalmi helyzet kihasználásával szemben;
- harmadik személyek károsodástól való védelme;
- védelem az értékegyensúly túlzott sérelmével szemben;
- elvetendő célok elérésének megakadályozása;
- védelem bizonyos javak kereskedelem tárgyává válásával szemben;

Különösen e felsorolás harmadik, negyedik és ötödik elemének vizsgálata lehet témánk szempontjából gyümölcsöző, ezért az alábbiakban ezekre szorítkozunk.

A hatalmi helyzet kihasználásával kötött ügyletek tulajdonképpen a bennfentes kereskedelem korábban tárgyalt tilalmába ütköznek, így a Ptk. 200. § mellett a Tpt. rendelkezési alapján is szankcionálhatók.

A harmadik személy károsodástól való védelme, mint követelmény is megjelenik a Ptk-ban, mégsem valószínű, hogy erre hivatkozással a bíróság érvénytelennek nyilvánítana egy short ügyletet, hiszen egyrészt a tőzsdei kereskedésben történő részvételhez számos szakmai követelménynek kell megfelelni, másrészt a szolgáltató köteles tájékoztatni ügyfeleit a kereskedés kockázatairól. Harmadrészt, a *tőzsdei Kereskedési Kódex értelmében a tőzsdei ügylet érvénytelenség címén nem támadható meg és nem is törölhető*.⁸⁷ Ez a rendelkezés elgondolkodtató és felveti a kérdést, hogy ezek szerint a tőzsdei kereskedelemre nem lennének érvényesek a Ptk. és egyéb jogszabályok rendelkezései? Maklárly ezzel kapcsolatban rámutat,⁸⁸ hogy a Kereskedelmi Kódex fenti szabálya a forgalom biztonságát hivatott szolgálni, és megerősíti feltételezésünket, hogy előfordulhat olyan helyzet, amikor az ügylet létrejön abszolút szerződés-kötési korlátozás ellenére is. Mindez nem jelenti azonban azt, hogy semmilyen szankciója ne lenne a jogellenes ügyletnek: ha nem is megtámadhatók, kártérítés követelhető miattuk. Emellett a Kódex 10.3. pontjának kategorikus megtámadási tilalmát oldja az a rendelkezés is, miszerint a vezérigazgató rendkívüli helyzetben a Kódex rendelkezéseitől eltérhet.⁸⁹

Az értékegyensúly túlzott sérelmével szembeni védelmet hivatott biztosítani a Ptk-ban a feltűnő értékaránytalanság, mint megtámadhatósági ok.⁹⁰ Azonban a Kereskedési Kódex fenti rendelkezése miatt e jogszabályhely nem alkalmazható, ennek alapján sem lehet tehát a tőzsdei ügyletet megtámadni.

VII. Záró gondolatok

Dolgozatunkban tulajdonképpen egy gazdasági ügylet és az igazságosság viszonyát próbáltuk elemezni, egy morális alapelvre figyelemmel. Kockázatos vállalkozás, hiszen

⁸⁶ MENYHÁRD ATTILA: *A jóerkölcsbe ütköző szerződések*. Budapest: Gondolat Kiadó, 2004. 101.

⁸⁷ A Budapesti Értéktőzsde Zrt. Szabályzata a Kereskedési Kódexről (legutolsó módosítás hatályba lépése: 2011. július 1., továbbiakban: Kódex), 10.3. pont.

⁸⁸ MAKLÁRY I. M. 34.

⁸⁹ Kódex 5.2. j) pont.

⁹⁰ Ptk. 201.§ (2) bek., 236.§ (2) bek. c) pont.

többnyire elfogadottnak tekinthetjük, hogy az értékek általában nem tárgyai a közgazdasági elemzésnek.⁹¹ Valójában itt nem is erről van szó, sokkal inkább egy gazdasági ügylet etikai és jogi nézőpontból történő vizsgálatáról, melynek során arra keressük a választ, hogy mi módon lehetne az igazságosságnak és az arany szabálynak leginkább megfelelő szabályokat alkotni a shortolásra vonatkozóan. Kérdésfeltevésünkben impliciten egyfajta állásfoglalás is található, hiszen az ideálshoz közelítő szabályozás keresésével jelezzük, hogy nem értünk egyet azzal a felfogással, mely a rövidre eladással kapcsolatos problémákat egyszerűen az ilyen ügyletek teljes körű betiltásával kívánja orvosolni. A teljes körű tiltás helyett – mely véleményünk szerint már csak a fogalmi bizonytalanságok⁹² miatt sem kivitelezhető – e tevékenység megfelelő keretek közé szorítását tartjuk tehát a járható útnak. Az ideális szabályozás kérdését ezúttal nem vizsgáltuk, csupán a vonatkozó magyar szabályozás köréből igyekeztünk kiemelni néhány rendelkezést, melyet áthat a kiigazító igazságosság szellemisége.

A vonatkozó hazai rendelkezések áttekintését követően megállapítható, hogy a jogalkotó több alkalommal is teret kíván adni a *iustitia commutativa* követelményének, hiszen több esetben is megfigyelhető a kiszolgáltatottabb fél védelme. Mégis, sokszor az az érzésünk, hogy a gyakorlatban mindez ritkán érvényesül, ezért is igyekeztünk az elméleti jellegű dolgozat kereteit túllépve konkrét esetekkel is szemléltetni, hogy a jogalkalmazástól sem teljesen idegen ezen elvek alkalmazása (ld. Soros György PSZÁF büntetése és az ezt követő bírósági eljárások, valamint a LB ítélete az időős ügyfelet nem tájékoztató pénzügyi intézménnyel szemben). A vonatkozó, legfontosabb hazai szabályok áttekintését követően megkíséreltük a tőzsdei ügylet, mint jogviszony közvetett tárgyának vizsgálatát. Ennek során, az egyenértékűség kapcsán felmerült az ügyletek esetleges naturalis obligatio, illetve jóerkölcsbe ütköző jellege, ám e rendelkezések alapján a Kereskedési Kódex szabályaira figyelemmel, a tőzsdei ügyletek megtámadhatósága kizárt.

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

⁹¹ PETE PÉTER: Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről. *Közgazdasági Szemle*, XLVI. évf., 1999. május, 390.

⁹² Nagyon nehéz ugyanis meghúzni, hogy meddig terjednek a spekuláció határai. Ezzel kapcsolatban ismételten utalunk André Kostolany felvetésére a bibliai József történetével kapcsolatban, ahol a tőzsdeguru spekulációnak minősítette a készletek felhalmozását, majd „piacra öntését” a szűk esztendőik idején.