

## KÖNYV- ÉS FOLYÓIRATSZEMLE

*Richard R. Lindsey & Barry Schachter: How I became a Quant. Insights from 25 of Wall Street Elite (Hogyan lettem Quant? Bepillantás a Wall Street-i elit 25 tagjától). John Wiley & Sons, 2009; ISBN 978 0 470 45257 8*

„Kezdetben kiugrott fizikusok, matematikusok, számítógéptudósok és néhány hozzájuk csapódott pénzügyi tudós tarka csapatát vonzotta magához a Wall Streeten megjelenő igény, hogy a vezető befektetési házaknál kvantitatív matematikai eszközökkel támogassák a technikai részleteikben mind bonyolultabbá váló befektetési módszerek kimunkálását. Ők lettek a quantok.” (Idézet a bevezetőből)

A paperbackkiadásban ismét megjelent kitűnő könyv a pénz világának high-tech részébe ad különösen érdekes és nagyon tanulságos betekintést.

Úgy fest, a biotechnológia mellett talán a pénzügyi derivatív eszközök fejlesztése az a terület, ahol – ha másként és más dimenziókban is – a legveszélyesebbek tudnak lenni az innovációk, és a legkevésbé követhetők azok hatásai, s e hatások következményei.

„Több dolgok vannak földön és egen, Horatio, mintsem bölcselmegek álmodni képes” – mondta Hamlet, és még nem is ismerte napjaink pénzügyi eszközeinek zavarba ejtő, számban és fajtákban gyorsan gyarapodó, érdemben szinte áttekinthetetlen gazdagságát. 1998-ban adta ki, ugyancsak a Wiley Kiadó *Julian Walmsley* akkor sokak számára felfedezésértékű művét *New Financial Instruments* (Új pénzügyi eszközök) címmel. Ebben írta a szerző: „Kezdetben négy pénzügyi eszköz volt: a banki betét, a váltó, a kötvény és a részvény. Mára a pénzügyi innovációk folyamatos beáramlásának eredményeként a piaci látkép sokkal bőségebb és sokkal összetettebb ... . A mű világos, gyakorlatias betekintést kínál a pénz- és tőkepiaci eszközök és technikák napjainkban tapasztalható szédítő burjánzásába, és a mögöttük álló változásokba.” Akkor azt fűzhettük ehhez, hogy „Az utóbbi évtizedekben igen látványosan gyarapodnak az új pénzügyi eszközök és mindinkább fel is gyorsul az újdonságok megjelenésének üteme. Valószínűleg igen kevés olyan területe van a gazdaságnak, ha van egyáltalán, ahol ilyen sebességgel folya az innovációs fejlesztés, ilyen gyakran jelennének meg új konstrukciók, eszközök a piacon.” Ma viszont, visszatekintésben, nagyon is csábít, hogy azt mondjuk e hajdani pénzügyi világról: régi békeidők!

2007-ben adta ki a Wiley *Richard Bookstaber* kitűnő könyvét: *A demon of our own design – Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovations* (Egy démon, amelyet magunk alkottunk – Piacok, fedezeti alapok és a pénzügyi innovációk veszedelmei). Ebben mondja: „Az esetek többségében a pénzpiacokon bekövetkezett válságokat nem hirtelen gazdasági hanyatlások, sem pedig természeti katasztrófák okozzák. Gyakorlatilag az utóbbi évtizedek valamennyi ilyen bajának kiváltó oka magában a pénzpiacok komplex szerkeze-

tében gyökerezik. A piac mechanizmusa maga kaphat fel egy kisebb jelentőségű eseményt, és torzíthatja el azt a lavina elindítójává. És minél szorosabban igyekszünk követni az elméleti modellt, ezáltal növelve a komplexitást és szorosabbá téve a piaci történések közötti összekapcsolódást, annál gyakrabban törnek ki válságok.

Az épületek, hidak szerkezeti tervezésétől az olajfinomítók és az erőművek működtetéséig, az autók és repülőgépek biztonságáig, megtanultuk a leckéinket. Ezzel szemben a pénzpiacokon óriási termékfejlesztés valósult meg az utolsó 30 évben, ám az eredmény az üzemzavarok gyakoriságának és súlyosságának növekedése lett. Ezek az üzemzavarok pedig nem e piacok szerkezetének és működésének javítását célzó erőfeszítéseink ellenére állnak elő, hanem éppen azok következményeként.

A mai, információcentrikus világban aligha lehet olyan dolgokat tudni, amelyeket más nem ismer. Előnyt így mindinkább abból lehet kovácsolni, hogyan tudjuk a mindenki számára hozzáférhető információkat egymással összeilleszteni és elemezni.

Bármilyen egyenletrendszert is álmodunk meg a pénzvilág leképezésére, az nem ad valódi ok-okozati összefüggéseket. Véletlenszerű megrázkódtatások érkeznek politikai és gazdasági eseményekből és a szereplők preferenciáinak és magatartásának változásaiból. Ha pedig nem követhetjük a rendszer ok-okozati összefüggéseinek menetét, mint ahogy ez megtehető például a folyadékok mechanikájában, akkor a részletek semmilyen ismerete sem segít hozzá ahhoz, hogy hosszú távú előrejelzéseket tegyünk a pénzvilág menetére, amelyet a gazdaság kiszámíthatatlanságai és a pszichológiai tényezők szeszélyei lökdösnek ide-oda.”

Az utóbbi évtizedekben a biotechnológia mellett minden bizonnyal a pénzügyi szektorban a legtermékenyebb az innováció, és itt kerülnek a leggyorsabb ütemben és mind szélesebb választékban piacra az új termékek. Bármi kétség nélkül elmondható az is, hogy az innovációs fejlesztést itt szinte kivétel nélkül a kereslet hajtja előre: a piaci szereplőknek az a kereslete, hogy a maguk sajátos – vagy éppen speciális – igényeihez és lehetőségeihez a legjobban illeszkedő, azokra optimális megoldást kínáló pénzügyi termékeket és konstrukciókat kapjanak, továbbá a pénzügyi szolgáltatóknak az a törekvése, hogy ilyen új termékek kínálatával javítsák versenyképességüket, üzletmenetüket, erősítsék piaci pozícióikat, és – nagyon nem utolsósorban – növeljék nyereségüket. Mára már mindebben alapvető szerepe van a globalizációnak is, amely egyetlen nagy, lényegében teljesen átjárható küzdőtérre alakította a pénzpiacokat, ahol mindenki versenyezhet mindenkivel – ha bírja! –, mindenkinek szembe kell néznie azzal, hogy mások kiszoríthatják, s minden új pénzügyi eszköz szinte korlátlanul terjedhet el az egész piacon. Ebben a mai piaci erőterben a méretgazdaságossági megfontolások önmagukban is arra ösztönzik a nagyobb pénzügyi szolgáltatókat, hogy igyekezzenek növelni piaci részesedésüket, új értékesítési lehetőségeket kihasználva maguknak a piacból – ez pedig nyilvánvalóan fokozza a piacon a versenyt, s annak megvívásához mindig újabb eszközökért kiált. Az utóbbi évek erős és nagyhatású tendenciája továbbá a pénzügyi szolgáltatási ágazatok – hitelintézeti, befektetési, biztosítási, pénztári stb. – közötti határokon átnyúló integráció, s az ezen alapuló, új típusú, kombinált

termékek megjelenése a pénzügyi vállalkozások kínálatában. Ez új területeket nyitott meg, és új lehetőségeket teremtett a szolgáltatók, valamint a termékeik közötti versenyre, s szintűgy erőteljesen növelte annak szorítását. Szükségszerű, hogy ez a kíméletlen piaci verseny hatalmas erővel hajtja előre a pénzügyi termékek innovációját, az új eszközök megjelenését, választékuk bővülését. Mindez kiemelkedő gazdasági szerepet és jelentőséget adott egy új szakterületnek, a pénzügyi eszközök tervezésének, amelynek rendeltetése, hogy a finanszírozási feladatok optimális megoldására, és úgyszintén a befektetési lehetőségekkel szembeni igények kielégítésére olyan innovatív pénzügyi konstrukciókat, termékeket alakítson ki, amelyek jól illeszkednek a finanszírozást keresők és/vagy a finanszírozók és az egyéb befektetők igényeihez és lehetőségeihez.

2004-ben jelentette meg a Wiley a fizikusból lett pénzügyi terméktervező Emanuel Derman könyvét: *My Life as a Quant – Reflections on Physics and Finance* (Életem quantként – Gondolatok fizikáról és matematikáról) címmel. Amint ott elmondja „*A legtöbb nyereséges opciós stratégiának ugyanaz az alapja: vásárolj nagy tételben valamilyen egyszerű, kevésbé kelendő terméket. A pénzügyi terméktervezés segítségével alakítsd át valami vonzóbbá, és azt add el a retail üzletágban. ... Minden összetett pénzügyi termék előállítható a piacon kapható egyszerűbb termékek alkalmas kombinációjával. Ez az üzleti gyakorlatban azt jelenti, hogy a felhasználók minden egyedi igényéhez, a piaci szereplők minden sajátos szükségletéhez előállítható olyan testre szabott termék, amely azt optimálisan kielégíti, és ehhez az alkotóelemeket meg lehet venni a pénzpiacón.*” Ugye milyen bájosan egyszerű? Azért annyira mégsem. Teljesen egyértelmű, hogy mindebben az átalakítás az, ami a nyereségszerzés eszközéül szolgál, vagyis a jelentős többletértéket megteremti. Folytassuk tehát Dermantól: „*Ehhez az átalakításhoz jól kell ismerni az ügyfelek szükségleteit, és jól kell tudni kezelni a technikát*”. Aki tudja, hogyan fejlődtek, sokasodtak, differenciálódtak a pénzügyi termékek az emlegetett időszakban, milyen iramban vágtat itt az innováció, annak egyértelmű, hogy mindebben a kritikus elem a „*jól kell tudni kezelni a technikát*”. Ehhez a technikához pedig csupán a belépő a modern felsőfokú matematika ismerete – hozzá még kiemelkedő kreativitás is kell, s természetesen mind a „nyersanyagul” szolgáló, mind pedig a létrehozandó pénzügyi termékek tökéletes ismerete.

És itt jöttek a quantok. A quant a szakma szlengjében pénzügyi területen alkalmazott matematikust jelent. Az előzőekben vázoltak már érthetővé teszik, hogy a matematikusokból, elméleti fizikusokból és a felsőfokú matematika egyéb tudásaiból lettek a pénzügyi terméktervezés legkifinomultabb területeinek kiemelkedő szakemberei, a legkiválóbb quantok. Ha magyarítani akarnánk, talán a *pénzmatos* lenne a jó szó (a már bevett szleng, a tervmatos kifejezés nyomán). Ha viszont innen visszatekintve azt nézzük, milyen veszélyeket idéztek nem is egyszer a világra a pénzügyi derivatív termékekkel való kereskedés szélsőségesen túlhajtott ügyletei, szinte hajlamosak vagyunk azok megalkotóit – persze roppant igazságtalanul – boszorkánymesternek, netán bombagyárosnak nevezni. Tény, hogy a pénzügyi derivatív termékek gyors térnyerésével azok kereskedelme végtelenen el is szakadt a reál-

gazdaságtól, ez pedig új veszélyforrásokat teremtett a világgazdaság egésze számára. Hogy ennek következményei mennyire súlyosak lehetnek, azt a legerősebben a közelmúltban a pénzügyi szektorból cunamiként ránk zúdult globális válság mutatta meg, amely a pénzügyi szektorból indult, s kiváltó okát részben a súlyosan elhibázott amerikai (gazdaság)politika, részben bizonyos derivatívákkal folytatott, módfelett óvatlan spekulációk teremtették meg. Hozzá képest a korábbi, szintén a derivatívákkal való túlhajtott spekulációból kirobbant nagy pénzügyi tengerrengés, a Long Term Capital Management fedezeti alapnak a pénzvilág egészét fenyegető összeomlása (l. Dunbar említett könyve, és *Roger Lowenstein: Tőzsdeguruk tündöklése és bukása – Alinea Kiadó, 2007*) szinte szelédnek tűnik.

A quantok tevékenységének lényegét a szerzők, akik maguk is e szakma csúcskategóriás mesterei, az alábbiakkal mutatják be: „*A quant matematikai modelleket tervez és működtet derivatívák árazására, kockázatok felmérésére vagy a piaci mozgások előrejelzésére. Olyan modelleket valósít meg, amelyek pénzügyi összefüggéseket képeznek le. (Ezekből születnek az új pénzügyi termékek – a szerző.) Közülük talán a legismertebb az opciók árazására szolgáló Black–Scholes-képlet, amely leírja az összefüggést két olyan pénzügyi eszköz ára között, amelyek között speciális kapcsolat áll fent. A képlet kifejlesztését gyakran nevezik az egyik alapvető tényezőnek, amely elindította a quantok forradalmi szerepét a Wall Streeten.*” (Erről részletesen ír *Nicholas Dunbar az Inventing Money (Pézt alkotni)* c. könyvében – Wiley, 2001.)

Kiemelik: a derivatíváknak, amelyekkel a quantok dolgoznak, közös jellemzőjük, hogy azok olyan pénzügyi eszközök, amelyek értéke valamilyen dolog jövőbeni értékétől függ. A kulcsfontosságú elem, amely a quantokat hozzájuk, valamint a kockázatbecsléshez és a piaci előrejelzéshez köti, a matematikai know-how. Ehhez tudnunk kell, hogy minden olyan befektetési ügylet, amelyben a felek arra számítanak, hogy az ügylet tárgyát alkotó dolognak a piaci ára a továbbiakban megváltozik, és ők abból húznak nyereséget, valójában egy fogadás az eladó és a vevő között. Az előbbi arra fogad, hogy a kérdéses ár csökkenni fog, az utóbbi viszont arra, hogy növekedni. (Az egyik legegyszerűbb ilyen ügylet a tőzsdén jegyzett részvény adásvétele, és ugyanilyen megfontolások, indítékok állnak minden nyíltpiaci befektetési eszközzel végzett ügylet mögött.) A derivatívákra így végső soron elmondható, hogy azok matematikai konstrukciókban testesítenek meg a piacon forgó befektetési eszközökhöz fűződő jogokat. A probléma – s az előbb említett veszély – gyökere abban áll, hogy a mai pénz- és tőkepiacokon a különféle, gyorsan szaporodó és egyre jobban specializált derivatív eszközök a piacokon forgó termékek árfolyamai között az összefüggések mindinkább áttekinthetetlen és kiszámíthatatlan rendszerét hozták létre, amelyben a változások következményei egyre inkább követhetetlenek. Bookstaber írja fentebb említett könyvében: „*Amikor az innováció bonyolult eszközök, eljárások, konstrukciók bevezetését eredményezi egy már eleve, önmagában is bonyolult rendszerbe, ez elkerülhetetlenül azzal a kockázattal jár, hogy a bevezetett újdonság többé-kevésbé a várttól eltérően működik, és/vagy nem várt hatásokat is generál a rendszerben.*”

Nagyon is jellemző erre, hogy ezt a veszélyforrást még a piacfelügyeleti módszerekben és eszközökben e célból létrehozott innovációk sem képesek kiküszöbölni. Bookstaber kiemeli

(talán valamennyire túlzó általánosítással): „jóllehet a pénzügyi eszközök körében létrehozott innovációk egyik fő rendeltetése, hogy a befektetők, valamint a befektetések kezelői számára áttekinthetőbbé, kezelhetőbbé tegyék a pénzpiacokat, és hasonló a rendeltetése e piacok hatósági szabályozásának és felügyeletének is, valahogy még kockázatosabbá teszik azokat, a fokozottabb szabályozás pedig sajátos módon tovább növelheti a piacok működésének kiszámíthatatlanságát, s ezzel a kockázatait”.

Fő mondanivalója – amelyet bizonyára sokan utasítanak el eretnekségként vagy még rosszabbnak –, hogy nem lenne szabad minden pénzügyi innovációt ráereszteni a piacra csak azért, mert az hasznot tud hozni. Minden innováció újabb kockázati elemeket visz be a piacba, ezeket pedig nem lehet felügyelettel és szabályozással semlegesíteni, mert azok maguk is növelik a komplexitást és vele a kockázatot. A rendszer bonyolultsága miatt az innovációk hatásait, főként az áttételeseket, nehéz – olykor lehetetlen – előre felmérni, viszont azok uralhatják az innovációk egész eredményét, s létrehozhatnak nem várt, gyakran kedvezőtlen következményeket. Ezért reális veszély, és sokszor meg is valósuló kedvezőtlen kimenetel, hogy az ezekből kialakuló gazdasági folyamatokat már senki nem tudja teljes biztonsággal kézben tartani. (Ennyit a boszorkánymesterekről.)

Érdemes tudnunk, hogy opciók, önálló pénzügyi eszközökként, már évszázadok óta a kereskedelem tárgyát képezi. Például mezőgazdasági árucikkekre vonatkozó opciókkal rendszeresen kereskedtek az amerikai polgárháború alatt. A pénzügyi innovációkat létrehozó matematikusok megjelenése is jóval megelőzte a XX. századot. Az önkormányzati és állami forrásbevonásnak már a reneszánsz korában gyakori eszköze volt életjáradékok árusítása meghatározott összeg befizetése ellenében. Ehhez 1671-ben Johan de Witt matematikus dolgozott ki egy modellt – a híres matematikus Christian Huygens munkájára támaszkodva –, amely már jól figyelembe vette a kedvezményezett várható további élettartamát.

A derivatívák forradalmának kezdete 1973. április 26-hoz köthető: ekkor indult el a rendszeres kereskedésük a Chicago Board Options Exchange tőzsdén. Ennek is jelentős része volt a quantok forradalmi térnyerésében. Szintúgy a számítástechnika rendkívül erőteljes előretörésének, ideértve a személyi számítógépek megjelenését 1980 körül – technológiai vonatkozásban ez utóbbiak teremtették meg a hatékony eszköztárat. Kritikus jelentőségű tényezőként emelik ki még a szerzők a tőzsdei árucikkek árvolatilitásának drámai növekedését. Ebben számos tényező játszott szerepet, így a rögzített árfolyamok rendszerének megszüntetése 1973-ban, az első olajárrobbanás, a vietnami háborút követő infláció, az áruk és szolgáltatások nemzetközi kereskedelmének deregulációja és a nemzetközi tőkeáramlás szabályozásának liberalizálása. Mindez erősen megnövelte a bizonytalanságot a pénz- és tőkepiacokon (is), s azok szereplőinek húzódozása a megnövekedett kockázatoktól hajtotta előre a quantok szerepének térnyerését – no meg a pénzügyi szolgáltatók igyekezete, hogy a maguk hasznára új lehetőségeket kínáljanak ügyfeleiknek. Ebben a helyzetben a quantok teremtették meg a lehetőséget, az eszközöket arra, hogy a piaci szereplők elkerüljék a nem kívánt pénzügyi kockázatokat oly módon, hogy megfelelő üzleti konstrukcióban mások vegyék át azokat tőlük.

A már említett Black–Scholes-képlet kifejlesztését gyakran nevezik az egyik alapvető tényezőnek, amely elindította a quantok forradalmi szerepét a Wall Streeten. Myron Scholes 1997-ben közgazdasági Nobel-díjat kapott Robert C. Mertonnal együtt, aki szintén alapvető jelentőségű eredményeket ért el e téren (Fischer Black addigra már meghalt). Az indoklás kiemelte: *„Módszertanuk sok új típusú pénzügyi eszköz létrehozását eredményezte, és segítette a hatékonyabb kockázatmenedzsmentet a társadalomban.”* Nem sokkal a Black–Scholes-képlet megjelenése után a tudósok és a befektetési szakemberek már elkezdték azt útmutatónak tekinteni a kockázati kitettség módosításához. A pénzügyi eszközökkel való kereskedés eleve magában hordja a kockázatok adásvételét, hiszen mindegyikük tekinthető a kockázatok egy meghatározott kosaraként. Ez a megközelítés pedig gyorsan elvezet annak felismerésére, hogy másfajta kockázatok is kereskedés tárgyává tehetőek, s hogy létrehozhatók újfajta pénzügyi eszközök, amelyek a kockázatokkal történő kereskedést teszik lehetővé akár egyedileg, akár azok egy bizonyos kombinációjában.

Az új szemlélet kibontakozásával szinte szó szerint határtalannak mutatkoztak az olyan új utak-módok létrehozásának különféle lehetőségei, amelyek lehetővé tették, hogy a piaci szereplők módosítsák a kockázati kitettségeiket, valamint megosszák egymással a kockázatokot. Szintúgy határtalannak mutatkoztak a Wall Street cégeinek lehetőségei a profit-szerzésre abból, hogy eszközöket, módokat szolgáltatnak a piaci szereplőknek a kockázatok kezeléséhez és adásvételéhez. Csupán egyetlen adalék hiányzott még ennek kiaknázásához: az a speciális tudás, amely lehetővé teszi a megfelelő matematikai modellek kifejlesztését, a modellekét, amelyek korlátlan lehetőségeket teremtenek a kockázatok menedzselésére az erre alkalmas pénzügyi eszközök adásvétele révén. És ekkor jöttek be a képbe a quantok. Ők alkották a fent említett „tarka csapatot”, ők hozták ezt a tudást. Nagyon jellemző minderre, amit az egyik itt megszólaló quant mond: *„A befektetés művészete a befektetés tudományává fejlődik. Kvantitatív módszerekben járatos egyetemi pénzügyi szakemberek, és máshonnan a pénzügyi területre átjött tudósok hozták a tudományos módszerek erejét a befektetési eszközök tárába. Elemzések, működési folyamatok és struktúrák váltják fel az állításokat, megérzéseket, kóbor ötleteket. Az intuíció továbbra is központi jelentőségű a befektetéseknél, ám a menedzserek egyre inkább módszeresen jutnak el hozzá, és használják azt fel.”*

Lindsey és Schachter a quantok világáról a lehetséges legéletszerűbb és leginkább hiteles áttekintést adja e kötetben: huszonöten a legnevesebb quantok közül vallanak személyes arról, hogy milyen szakmai háttérrel és hogyan jöttek erre a pályára, hogyan látják és végzik munkájukat. S bár személyes történeteket kapunk, a kép, amely ezekből összeáll, magába a szakmába, annak lényegébe, sajátosságaiba és jelentőségébe ad kitűnő, mélyreható és sokoldalú betekintést.

*Dr. Osman Péter*

*Jogi lexikon – átdolgozott és bővített kiadás. Complex Kiadó, 2009; ISBN 978 963295039 6*

A kapcsolatok kezelésének ősidők óta három alapvető eszközszerrendszere van: a bunkó, a göcsörtös ágtól, az erőfölény kihasználásán át, az interkontinentális rakétáig és az ürbe telepített harci eszközökig; az érdekek összehangolása – már amíg ez működik; valamint a jogrend. Ezzel a lexikkal az ismeretek különlegesen hasznos és értékes forrásával gyarapodott mindenki, akinek oka és/vagy érdeke fűződik ahhoz, hogy tájékozott legyen, vagy legalább tájékozódni tudjon az utóbbi világában.

Régi, ma is igaz alapelv, hogy a törvény ismeretének hiánya nem mentesít azoktól a következményektől, amelyeket annak megszegése idéz ránk. Hasonlóképpen, mindenki csak magára vethet azokért a veszteségeiért, amelyek abból következnek, ha nem ismeri kellőképpen a jogait, vagy nem képes olyan jól kezelni a jog eszközeit, mint a vele szembenálló. Korunkban pedig kivétel nélkül mindannyian a jogrend erőterében élünk. Nincs, akinek mindennapi életét ne fonná át a jog, s ennek a következményeibe akkor is beleütközik, ha kellő tudás híján fel sem ismeri, hogy mivel áll szemben. Bármit teszünk, bárhogy viselkedünk állampolgárként, magánemberként, a közélet és/vagy a gazdaság szereplőjeként, jogszabályok határozzák meg lehetőségeinket, kötelezettségeinket, jogi keretek rendezik egymáshoz és a világhoz fűződő viszonyainkat. Ebből viszont szükségszerűen következik, hogy nekünk jobb, ha ismerjük, értjük ezeket a szabályokat, ha rendelkezünk bizonyos jogi ismeretekkel.

A jognak is megvan ugyanakkor az a csúf sajátossága, mint a legtöbb magas színvonalon kimunkált szakmának: kialakította saját nyelvezetét, amelyet folyamatosan fejleszt, formál. Az e téren kevésbé jártasoknak ezért veszedelmes csapdát jelenthet, hogy a jog igen gyakran úgy használja a közönséges magyar szavakat, kifejezéseket, hogy a köznapitól többé-kevésbé eltérő jelentéssel ruházza fel azokat. Igen élesen megmutatkozhat ez abban, ahogy egy gazdasági vagy műszaki szakember, illetve egy jól képzett jogász értelmezi ugyanazt a jogi szakszöveget, például törvényt vagy szerződést. Egy ilyen lexikon segít az ebből eredő buktatók elkerülésében is.

Akinek nincs meg az éppen szóban forgó jogterületen az elegendő tudása és jártassága, s így áll neki jogi ügyletekben maga barkácsolni anélkül, hogy ehhez szakképzett segítséget is igénybe venne, az nagyjából olyan bölcsen jár el, mint aki maga szereli ki a vakbelét. Ilyenkor aligha adatik meg a kegyelem, miszerint „bocsássatok meg nekik, mert nem tudják, mit cselekszenek”, és meg sem érdemelné, mert az ostobaság nem érdemel kegyelmet. Ám szintúgy különösen veszélyes az is, ha valaki úgy bízta az ügyét jogászra, hogy magának fogalma sincs, az mit, hogyan és miért tesz az ő nevében és számlájára. Ez ugyanis eleve olyan kiszolgáltatottságot jelent, amelyet gondolkodó ember, hacsak teheti, nem fogad el. Ezen túlmenően is súlyos hiba, s nem azért, mert netán a jogász nem elég lelkiismeretesen képviselné, hanem mert így esélye sincs arra, hogy képes legyen követni az ügye alakulását, s szükség szerint akár beavatkozni abba a maga érdekei szerint, akár segíteni a jogászt an-

nak optimális vitelében. Tehát jogi ismeretekre mindegyikünknek szüksége van, s ha már nem a fejében, legalább mindig a közelében, felüthetően, amihez kitűnő segédeszköz ez a lexikon is.

Előző, 1999-ben megjelent kiadását, a Complex Kiadó jogelőde, a méltán nagynevű Közgazdasági és Jogi Kiadó (akkori nevén a KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó) adta közre. Az volt a szakterület első összegző műve a XX. század fordulóján megjelent Magyar jogi lexikon óta, s benne 175 elméleti és gyakorlati jogász négyéves munkája, kiemelkedő szakmai teljesítménye vonult fel. A jog meghatározó jelentőségű és értékű társadalmi és gazdasági szerepét az adja – és csakis az adhatja –, hogy együtt fejlődik az étellel, a szabályozandó területekkel, és kellőképpen reagál a változásokra, az új fejleményekre. Az előző kiadás létrejötté óta pedig különösen viharos évtizedek teltek el, s Magyarországon és világszerte is olyan jelentős változások történtek, amelyek a jogra és a jogtudományra igencsak hatással voltak, amelyeket a jognak is követnie kellett. A kiadó azt is kiemeli, hogy a tudomány és a technika fejlődése következtében is szinte minden jogágban nagy előrehaladás következett be, sőt újabb jogágak, illetve jogintézmények alakultak ki. Mindebből következik, hogy korábbi kiadásához képest e lexikonnak is meg kellett újulnia, mint minden hasonló tudástárnak, amely a mához szól, s nem csupán elégáns múzeumi tárgy akar maradni.

Az új kiadás ennek megfelelően szolgál rá az átdolgozott és bővített minősítésre. Amint a kiadó összegzi: követi az egyes jogágakban bekövetkezett változásokat; több mint 300 új szócikkkel bővült; a korábbi szócikkek átdolgozásra kerültek, bővültek, pontosabbak lettek. E kiadás előszava azt is kiemeli, hogy az új szócikkeket, a kiegészítéseket és az átdolgozásokat kizárólag az MTA Jogtudományi Intézet kutatói készítették. Tartalmazza további több száz neves magyar és külföldi jogtudós lezárt életművének legfontosabb adatait.

Így állt össze 4300 szócikk egy kötetben, amelyek fogalmi szinten magyarázzák a legkülönbözőbb jogágakba tartozó jogintézményeket, utalnak a jogintézmények történelmi gyökereire, adatokat közölnek a jog fejlődésének szempontjából meghatározó jelentőségű dokumentumokról, nemzetközi dokumentumokat, illetve nemzetközi szervezeteket ismertetnek.

A címszavak összeállítását illetően a kiadó azt is hangsúlyozza, hogy abban a szerkesztő elsősorban a magyar jogot, illetve intézményeinek fejlődését tartotta szem előtt, mindemellett igyekezett figyelemmel lenni a külföldi jogrendszerek egyes alapvető intézményeire, illetve sajátosságaira is. A külföldi tudósok kiválasztásánál a szakmai szempontok mellett figyelmet fordított arra is, hogy mindenképpen szerepeljenek a lexikonban azok a külföldi szakemberek, akik nemcsak munkásságuk, hanem a magyar tudománnyal való kapcsolataik révén különösen ismertek idehaza.

A jó lexikonok természete szerint a benne lévő szómagyarázatok többet is adnak, mint a fogalmak értelmezését. Gyakorta betekintést engednek a mögöttes összefüggésekbe, abba, hogyan illeszkedik a jog szövetébe a kérdéses fogalom vagy éppen az ügy, cselekedet, dolog,



amelyhez e fogalom kapcsolódik. Egy-egy bővebb szócikk elolvasása révén nemcsak a fogalmat értjük meg, hanem közelebb kerülhetünk a jog szóban forgó területéhez is.

Nem hagyható említetlenül azonban, hogy – mint oly gyakran – az iparjogvédelem tekintetében itt is található szakmai hibák. Négyet említünk közülük. „Formatervezési minta” szócikk nincs, helyette a korábban használatos „ipari minta” fogalom kapott szócikket. Ez kissé szűken határozza meg a minta jelentéstartalmát, majd közli, hogy ízlésmintának is nevezik, s ez utóbbit zárójelben Gebrauchsmusterként adja meg. Ez utóbbival csak az a baj, hogy az az iparjogvédelem egy másik intézményét, a használati mintát jelenti. Az „iparjogvédelem” szócikk nagyon helyesen idesorolja a know-how jogi oltalmát, viszont tőle hivatkozással az „ötlet jogi védelme” szócikkhez vezet. Ez egyrészt félrevezető, hiszen a know-how soha nem pusztá ötlet, hanem kimunkált, speciális tudás, másrészt az utóbbi szócikk nem kevésbé pontatlan. A „védjegy” szócikk a jogosultat közvetett módon gazdálkodó tevékenységet folytató szervezetként azonosítja, ami valaha így is volt, de hatályos jogszabályunk – a védjegyek és a földrajzi árujelzők oltalmáról szóló 1997. évi XI. törvény – már nem alkalmaz ilyen megszorítást. Külön szócikk szól az „árujelzőkről”. Az ebben használt fogalmak sincsenek teljes összhangban az előbb hivatkozott hatályos jogszabályunk terminológiájával.

Ezzel együtt kifejezetten érdekes a lexikont lapozgatni, olvasgatni. Bőven találunk benne olyan címszavakat, fogalmakat, amelyek tanulságos betekintést adnak múltunk és jelenünk társadalmi berendezkedésének, viszonyainak sajátos vonásaiba, elemeibe. Egzotikus címszavak tárulnak elénk, mint például előszereteti érték, felentúli sérelem, forum shopping, kalózzlevél, kameranisztika. Olyan izgalmasak, mint például állami immunitás, állami, illetve nemzetközi jogi szolgálat, vagy éppen – merész vállalkozásként – a találmány definíciója. Továbbá mind nagyobb fontossággal bíró fogalmak, mint a termékfelelősség, a jogi személyek honossága vagy éppen az integrált áramkörök jogi oltalma. És ki gondolná, hogy a gyümölcs címszóhoz tartozó kifejtés fél oldalnál is többet tesz ki!

Az emberi értelem teljesítményeinek egyik kiemelkedő csúcsa a római jog. Latint már nem tanult nemzedékeink itt megtalálhatják számos fogalmát és annak magyarázatát, s meglepődve fedezhetik fel, milyen fejlett volt, s mennyi él abból a mai világunkban is.

Mindezekkel kitűnő, hasznos és érdekes ez a lexikon, jogásznak és mindenki másnak egyaránt (ha nem is mindenben ugyanúgy). Benne különösen nagy koncentrációban és mégis jól áttekinthetően sorakoznak a jogra vonatkozó vagy azzal kapcsolatos információk, és ezzel lehetőséget teremt arra, hogy könnyen és gyorsan, azaz nagyon hatékony módon hozzáférhessünk e nélkülözhetetlen ismeretek nagy köréhez.

*Dr. Osman Péter*

*James M. Kocis, James C. Bachman IV, Austin M. Long III, Craig J. Nickels: Inside Private Equity. The Professional Investor's Handbook (A magántőke világa belülről – A hivatásos befektetők kézikönyve). John Wiley and Son, 2009; ISBN 978 0 470 42189 5*

E mű szerzői a magántőkealapok működésének meghatározó elemeit és vonásait mutatják be a tényleges gyakorlatuk elemzésével. Mondanivalójuk az iparág mélyreható és naprakész ismeretére támaszkodik, véleményük tárgyilagossága pedig még inkább segítheti az e téren kevésbé járatosakat. Kitűnő előadásmódjukkal, világos, jól érthető magyarázataikkal s a kötet jól áttekinthető szerkesztésével könyvük az ismeretek igen jó forrása ahhoz, hogy minden érdekelt és érdeklődő megérthesse a magántőke működését.

A könyv egész mondanivalójának vezérfonala, hogy a magántőke finanszírozási tevékenységében mit hogyan kell mérlegelni, megfontolni, s főként mérni, elemezni, és az így kapott eredményeket felhasználni a tevékenység hatékonyabbá és sikeresebbé tételére. A szerzők kiemelik, hogy az itt részletesen bemutatott mérési és elemzési technikák mindegyikét a gyakorlat igazolta.

A magántőke lényegét már összefoglaltuk a *Private Equity – History, Governance, Operations* c. kötet ismertetésében (I. Iparjogvédelmi és Szerzői Jogi Szemle, 2009. 3. sz.). Az ott vázoltakra most csak annyiban térünk vissza, amennyi okvetlenül kell az itt mondanók megértéséhez.

A magántőke szakirodalma már igen bőséges. A szerzők e könyvük megkülönböztető sajátosságaként azt emelik ki, hogy elsősorban azok kitanítására szolgál, akik befektetendő tőkéjüket a magántőke kezén kamatoztatnák. Azért ide fűzzük: szintúgy nagyon hasznosak a belőle nyerhető ismeretek azoknak is, akik ilyen pénzügyi tevékenységet kívánnak folytatni, s valójában nélkülözhetetlenek azoknak, akik a gazdaságirányítás és -fejlesztés területén dolgoznak, és tevékenységükbe beletartozik, hogy segítsék a jó növekedési képességű vállalatokat tőkéhez jutni, segítsék a magántőkét bevonni a gazdaság fejlődésének finanszírozásába, s kialakítani ennek eszközrendszerét. (Hajdani kockázatitőke-törvényünk, a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény éppen azért maradt hatástalan, mert ehhez nem teremtett működőképes eszközöket.) Nem kevésbé elengedhetetlenek ezek az ismeretek azoknak, akik magántőke-befektetést akarnak szerezni cégüknek, vagy még dönteniük kell arról, vajon érdemes-e a külső forrásbevonásnál a befektetőknek ezt a típusát számításba venniük – hiszen tudniuk kell, hogyan gondolkodik, működik és milyen elvárásokkal lép fel az a cég, amelytől ilyen befektetést kapnak/kaphatnak, s amellyel a befektetés megvalósulása esetén hosszú együttélést kell végigcsinálniuk minél gördülékenyebben és sikeresebben. Mindezekon túl, a szerzők joggal mondják, hogy ezek az ismeretek ugyancsak kellenek az ilyen ügyletekkel foglalkozó jogászoknak, valamint gazdasági és pénzügyi tanácsadóknak is.

A magántőke fogalmának jelentése ugyanúgy többes, mint a kockázati tőkéé. Egyaránt jelölik vele a tőkepiaci szereplők meghatározott körét, valamint magát a pénzt (tőkét), amelyet ezek a vállalkozásokba fektetnek. Továbbá, akárcsak a kockázati tőke, a magántőke a tőkepiaci befektetési eszközök egyik osztályát is jelöli – e két osztály értelemszerűen egybe is esik úgy, hogy a magántőke, mint szélesebb kategória, magában foglalja az előbbit. Ennek magyarázata – amely egyben a magántőke üzleti tevékenysége és működési módja túlnyomó hányadának is magyarázata – az alábbiakban összegezhető.

Azokban az ügyletekben, amelyekben a pénztulajdonosok mások vállalkozásába fektetnek tőkét, a befektetőknek két fő típusa jelenik meg. Az egyik a szakmai befektető. Náluk az ilyen befektetés alapvető indítéka, hogy gazdasági érdekeltségeik fűződnek olyan céghez, amely maga is azon a piacon dolgozik – vagy oda akar betörni –, mint a vállalkozás, amelyben a befektetésükkel jelentős befolyást akarnak szerezni. Céljuk ezzel, hogy a továbbiakban a maguk érdekei szerint alakíthassák az utóbbi tevékenységét, sorsát. Normál esetben ezzel arra törekszenek, hogy a befektetésükkel működő cég segítse egyéb érdekeltségeik tevékenységét, összjátékuk kedvezőbb és főként jövedelmezőbb működést eredményezzen. Ennek haszna a szakmai befektető számára abban is megjelenhet, hogy megnövekszik ily módon megerősített cégének gazdasági értéke, tőzsdei cégek esetében részvényeinek árfolyama. Az ilyen befektetések speciális változata a vállalatközi fejlesztőtőke-befektetés is. Szélsőséges – sajnos számunkra itt a gyakorlatban is jól ismert – változata a szakmai befektető tevékenységének, midőn azért szerez meghatározó uralmat egy cég felett, hogy részben-egészben leépítse annak tevékenységét, és a maga egyéb érdekeltségei számára megszerezze annak piacait, és/vagy kivigye belőle annak értékes eszközeit, és más cégeiben hasznosítsa azokat.

A befektetők másik fő típusát a pénzügyi befektetők alkotják. Az ő indítékuk sokkal egyszerűbb: nyereséget és/vagy jövedelmet igyekeznek húzni a befektetésükből. A nyereség legfőbb forrása, ha megnő a befektetéssel szerzett tulajdoni részesedésüknek – részvényeiknek, kft. üzletrészüknél – a piaci értéke, s ennek köszönhetően drágábban tudják azt eladni, mint amennyiért vették. Ez a kockázati tőke befektetéseinek fő indítéka is, s szintűgy ilyen befektetők azok, akik az értékpapírtőzsdén azzal a céllal vásárolnak részvényeket – vagy egyéb befektetési eszközöket –, hogy keressenek azok árfolyamának (remélt) emelkedésén.

Jövedelmet a pénzügyi befektető főszabályként osztalék formában tud húzni a vállalati befektetéséből. Ez szolgál befektetési indítékul az üzleti angyalok egy részének, s szintűgy az olyan intézményi befektetőknek, akiknek a feladataik ellátásához a befektetéseikből folyamatos bevételt is kell generálniuk (ilyenek lehetnek például a nyugdíjpénztárak).

A pénzügyi befektetők túlnyomó hányada tőkepiaci közvetítők igénybevételeivel intézi az ilyen ügyleteit. Ennek egyik fő oka, hogy az óvatos befektető igyekszik több cégre is szétteríteni az ilyen „tétjeit”, hogy ezzel csökkentse kockázatát. Főszabályként ezen a piacon is maradéktalanul érvényes, hogy nagyarányú nyereség elérésére csak annak van esélye, aki hajlandó ezért felvállalni a nagyarányú veszteség veszélyét is, aki pedig nem akar nagyot veszíteni, ennek elkerülése érdekében igyekszik olyan széles befektetési portfólióval (szá-

mos különböző cégbe, egyébbe tett befektetésből álló „csomaggal”) dolgozni, amelyben az árfolyammozgások kiegyenlítik egymás szélsőséges ingadozásait. E könyvnek is az egyik középponti témája, hogy tőkepiaci befektetéssel senki sem képes biztosra menni, ez elvileg is lehetetlen – hacsak nem folytat tiltott bennfentes kereskedést vagy csal más módon –, tehát a kockázatvállalás mértékének optimalizálása a befektetési stratégia különösen fontos eleme. A felkészültség, a szaktudás, a tapasztalat abban segíthet, hogy úgy állítsanak össze és kezeljenek egy ilyen portfóliót, hogy jó esélye legyen annak, hogy abban a nyereségek végeredményben számottevően meghaladják a veszteségeket. Ez az a mesterség, amellyel a kockázati tőke hajdan új iparágként megjelent a tőkepiacon. Ha pedig azt nézzük, hogy mennyi fogalmazható meg ebből egzakt módon, s mennyi az, ami csak a tudásból, tapasztalatból, hozzáértésből táplálkozó „megérzés” számlájára írható, úgy elmondható, hogy a tartósan sikeres befektetés részben tudomány, részben művészet, és jobb nem bolygatni, hogy ebből melyik a meghatározó.

Annyi bizonyos, hogy – szélsőségesen sarkított példával élve – igaz ugyan, hogy a tőkepiacra is elvben érvényes a „vak tyúk is találhat szemet” elv, ám nagyon nem mindegy, milyen valószínűséggel. Mődfélet nagyobb esély van a sikerre, ha legalább meg tudja különböztetni a kifutópályát a frissen vágott tarlótól, a hullott kalászt az elszórt csavartól. Említenünk kell azt is, hogy a tőkepiaci befektetések tudományában két nagy iskola áll szemben egymással. Az utóbbi évtizedekben a többségi – mondhatni az uralkodó – nézet, hogy a befektetési portfóliókat aktívan kezelni kell, azaz módszeresen és folyamatosan kigyomlálni belőlük a romló kilátású befektetéseket, és ígéretesekekkel váltani fel azokat. Ezzel ellentétes elvet hirdet és gyakorol a világ legismertebb és legsikeresebb tőkepiaci befektetője, Warren Buffett, aki szerint nagyon jól kell összeállítani a részvényportfóliót, s utána évekig – a piaci hullámzástól meg nem rendülve – kitartani mellette. Ugyanezt hirdette és gyakorolta már jóval korábban a legismertebb magyar tőzsdei spekuláns, André Kostolany, aki maga minősítette e szóval az élete egyik fő szenvedélyét is alkotó foglalkozását. Igazságot tenni pedig e két iskola között csak annyira lehet, mint például a Nagy Bumm hívői és a kreacionisták között.

Mindenesetre a pénzügyi befektetők túlnyomó része praktikus megfontolásokból sem igyekszik e téren tudóssá és művésszé válni, s nem akarja az idejét és a kapacitásait arra fordítani, hogy maga kezelje befektetéseit. Így jön a képbe a magántőke, egészen pontosan így kerülnek be a magántőke-befektetéssel foglalkozó alapok (cégek), a magántőke tevékenységének azzal az alapvető elemével, hogy közvetítő szerepet töltenek be a pénzpiacon: pénzt gyűjtenek a pénztulajdonosoktól kifejezetten arra a célra, hogy azt vállalatokba fektessék. (A pénzügyi közvetítő szerep legismertebb változatát a kereskedelmi bankok gyakorolják, midőn betéteket gyűjtenek, és az így szerzett pénzből kölcsönöket adnak.) A pénztulajdonosok így a magántőkealap által létrehozott és kezelt befektetési portfólióba teszik a pénzüket, és abban válnak érdekeltté, hogy annak egésze hogyan teljesít. Erre vonatkozóan ki is kell emelnünk egy kritikus jelentőségű tényezőt: a magántőkealapoknak a piacon versenyezniük kell a befektetők pénzéért mind a többi ilyen alappal, mind az egyéb befektetési lehetősé-

gekkel. Ha nem tudnak eléggé vonzó nyereségkilátást kínálni a pénztulajdonosoknak, nem jutnak pénzhez, nincs mit befektetniük, és ezzel végük. Meghatározó jelentőségű ebben, hogy – amint azt a szerzők részletesen be is mutatják – ha a magántőkealap megkezdte működését, az a továbbiakban ciklikus ismétlődéssel vég nélkül folytatódik. Az alap pénzt gyűjt > befektetési lehetőségeket keres, minősít, válogat > befektet > követi és ellenőrzi a befektetésével működő cégek gazdasági teljesítményét, esetleg részt vesz azok menedzselésében > kezeli a befektetési portfólióját > végül kivonja a sikeres befektetéseiből a tőkét és a nyereségét, és visszaosztja a maga befektetőinek az azokat megillető részt > majd pedig friss tőkét keres a piacon új portfólió felépítéséhez, s kezdődik minden előlről. Szükség lehet még arra is, hogy az így körvonalazott cikluson belül vonjon be további tőkét a piacról, akár a már meglévő befektetőitől, akár újaktól. Mindebben a magántőkealapok piaci versenyképességét, vonzerjét legfőképpen a már elért teljesítményük adhatja, tehát hogy milyen hozamot tudtak elérni befektetőiknek. Egész tevékenységüket ennek a szorításában folytatják, az újabb befektetéseik megválasztásánál is ezt kell szem előtt tartaniuk, vagyis hogy képesek legyenek azokkal ismét jó eredményeket produkálni. Az e téren kevésbé járatosak számára ezért különösen fontos tudni, hogy – amint a szerzők is kiemelik – amíg a magántőkealap befektetési jól teljesítenek, viszonylag könnyű újabb pénzt szereznie, sőt, gyakran jóval könnyebb is, mint a pénzhez megfelelő befektetési lehetőséget találni. Ugyanebből következik az is, hogy bármennyi befektetendő pénze is van, nem engedhet az elvárásaiból, amelyeket a cégekkel szemben támaszt, amelyekbe a pénzt teszi, hiszen azokkal is hoznia kell a tőkevonzó képességét biztosító nyereségeket.

A könyv világosan és mindenki számára jól érthetően írja le a magántőke-befektetés-sel foglalkozó alapok (cégek) tevékenységének lényegét, folyamatát, meghatározó elemeit, annak olyan kulcsfontosságú technikai vonatkozásait, mint pl. a befektetési portfólió értékelése, teljesítményének mérése. Legfőbb erőssége, hogy betekintést ad azokba a megfontolásokba is, amelyek döntő súlyúak az alapok menedzselésében, s amelyeket a kívülállók alig ismerhetnek, a hatásaikat viszont nagyon is megérezhetik. Belőle négy aranszabályt emelünk ki.

- Hivatásos magántőke-befektetőknek, valamint azoknak, akik pénzüket ezek kezére adják: „A magántőke, mint befektetési eszköz, egyáltalán nem való a rövid futamidőben gondolkodó befektetőknek, s azoknak sem, akiknek nincs jól átgondolt stratégiájuk”; továbbá: „Bízhatsz, de ellenőrizd!”
- Magántőke-befektetést kereső cégeknek: „Naiv mindenki, aki befektetőként befogadja a magántőkét, azaz érdemben így tulajdoni részesedést ad neki a cégében, és azt hiszi, hogy ezzel pénzt kap, ám külső befolyás nem telepszik rá. A tőkebefektetés ára a befogadó cég tulajdonosai és vezetői számára az irányítási jogok egy részének elvesztése.”
- Magántőke-befektetést kereső cégeknek, magántőkealapoknak és befektetőknek: „A tőkebefektetéssel működő cég tulajdonosai és a magántőkealap között akkor ideális a kapcsolat, ha valamennyi érdekük egybeesik.”

Az előszót többnyire csak átfutjuk – az itteni nagyon érdekes képet ad a kockázati tőke korai korszakáról. A továbbiakban a mondanivaló a következő részekre tagolódik: Az alapokról – ez adja a magántőke-iparágnak és a befektető tevékenységének az általános ismertetését, s az alapismereteket a további, komoly szakmai mélységű, technikai részletekben is gazdag leírásokhoz, magyarázatokhoz és elemzésekhez / Mérések és összehasonlítások (a befektetési portfóliókra vonatkozóan) / A kockázat kérdései / Következtetések / Függelékek további fontos elemekről és témakörökről.

*Dr. Osman Péter*