

---

# **SZAKÉRTŐI VÉLEMÉNY**

**DR. DÖMÖTŐR BARBARA**

PhD, egyetemi adjunktus

Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék

Budapesti Corvinus Egyetem

A jelen szakértői véleményt a Horváth és Társai Ügyvédi Iroda (1124 Budapest, Csörsz utca 49-51.) megbízásából, az ING (NN) Biztosító Zrt. felperes, Placz József alperes ellen személyiségi jog megsértésének megállapítása iránt indított perben való felhasználásra készítettem el.

### **A vélemény tárgya:**

A fenti perben kirendelt igazságügyi szakértő, a Themis Iroda Igazságügyi és Területfejlesztési Tanácsadó Kft. által készített igazságügyi szakértői szakvélemény véleményezése.

Az igazságügyi szakértőnek feltett kérdések:

1. Megfelel-e a valóságnak, hogy a felperes 2011. május 1. és 2013. szeptember 2. napja közötti időszakban jogosulatlanul (ügyfelek hozzájárulása nélkül vagy egyébként „manipulatív” módon) végzett az általa kezelt eszközalapokba elhelyezett pénzeszközök tekintetében átcsoportosításokat és ezzel a befektető ügyfeleknek kárt okozott?
2. Megfelel-e a valóságnak, hogy minden befektető, aki a „Fejlődő Európa” eszközalapba fektette be vagyonát 2011. május 31. és 2014. június 28. között eltelt 38 hónap alatt -4,78%-os évesített és -10,55%-os éves értékvesztést realizált, mikor az ING Biztosító az eltelt időszak alatt 84%-ban (52,6+31,6%) élt azzal a lehetőséggel, hogy már előre a hónap elején, még mielőtt ismert lett volna az eszközalap havi hozamteljesítése, +(NYERESÉGES) hozam esetén nagy összegeket, esetenként eurómilliókat fektetett be az eszközalapba, valamint mikor a havi hozam mínusz (VESZTESÉGES) lett, akkor már előre, a hónap kezdetén nagy összegeket, esetenként euró milliókat kivett az eszközalaptól és ezzel megmentette a kivont pénzt a hónapban elszenvedett veszteségektől?

### **Vizsgált dokumentumok**

A szakvélemény kizárólag a Themis Iroda Igazságügyi és Területfejlesztési Tanácsadó Kft. által megnevezett és bemutatott iratokon alapul.

### **Szakértői válasz:**

Az igazságügyi szakértő fő állítása, miszerint a *becsatolt bizonyítékok alapján egyik fenti állítás sem bizonyított tény*, megállja helyét. A becsatolt bizonyítékok ugyanis önmagukban teljesen alkalmatlanok a feltett kérdések tartalmi vizsgálatára és kategorikus bizonyítására.

Az igazságügyi szakértő további megállapítása:

*„Összegezve az előzőekben leírtakat a rendelkezésemre bocsátott bizonyítékok alapján megállapítható, hogy az ING Biztosító által kezelt eszközalapokkal kapcsolatosan valaki feltehetően manipulációs szándékkal később nyereségessé vált eszközalapokba jelentős összegeket helyezett el, később veszteségessé vált eszközalaptól jelentős összeget vont ki.”*

A fenti megállapítás, ahogy azt az indoklásban részletesen kifejtem, teljesen megalapozatlan. A szakértő által alkalmazott módszertan alapvető tárgyi tévedéseken alapul, a kereskedési gyakorlat ismeretét teljesen nélkülözi, helyenként értelmetlen már maga a kérdésfeltevés is és a számszerű megállapítások módszertani hibák miatt tévesek.

### **Indoklás:**

Mivel a véleményezés időpontjáig nem érkezett válasz az NN Biztosító Zrt. által a szakértőnek feltett előzetes kérdésekre, beleértve, hogy milyen módszertani megfontolások és egyéb adatok alapján tette a szakértő a fenti megállapításokat, az igazságügyi szakértői szakvélemény 8. oldalán szereplő táblázat adataira támaszkodom, feltételezve, hogy az igazságügyi szakértői szakvélemény is kizárólag ezeket vette figyelembe, illetve, hogy annak adataiból vonta le a szakvéleményben foglalt következtetéseket. Az NN Biztosító Zrt. által rendelkezésemre bocsátott információk alapján a táblázatban szereplő nettó eszközérték (2. oszlop) és hozam információk (5. oszlop) számszakilag helyesek.

### **Az eszközérték megváltozása és a hozam szükségszerűen összefügg**

Az alperes logikája, amit az igazságügyi szakértői vélemény elfogad, az, hogy a vizsgált időszakban (2011.05.31 – 2014.06.28) kiszámítva a nettó eszközérték euróban illetve százalékban kifejezett havi változását, majd összehasonlítva ezeket a havi változásokat az adott hónap hozamával, az esetek 84%-ában (37-ből 31 esetben) egyező a két változás előjele, amiből azt a következtetést vonják le, hogy az eszközérték megváltozásából a Biztosító „manipulatív”, árfolyamváltozást kihasználó pénzátcsoportosításai gyaníthatóak.

Azonban az alperes által „felfedezett” ezen gyanús összefüggés szükségszerű következménye annak, hogy negatív hozamok esetén csökken, pozitív hozamok esetén pedig nő az eszközérték, ami tautológia<sup>2</sup> hiszen a hozamszámítás alapja az eszközérték megváltozása. Egy egyszerű példával szemléltetve az elmondottakat, ha feltételezzük, hogy egy portfólió értékét futamidő alatti ki- és befizetésekkel nem módosítjuk, vagyis semmilyen eszközátcsoportosítást nem végzünk, akkor azt fogjuk tapasztalni, hogy

- (i) az esetek 100%-ában pont akkor nőtt az eszközérték, amikor pozitív hozamok voltak, és akkor csökkent, amikor a hozam negatív volt; valamint
- (ii) az esetek 100%-ában az eszközérték százalékos változása pontosan egyezik az adott havi hozam százalékban meghatározott mértékével.

A fentiek alapján megállapítható, hogy az alperes és az igazságügyi szakértő által azonosított **„különös összefüggés” nemhogy különös, vagy szokatlan, hanem a befektetések esetén a hozamszámítás módjából következik. Statisztikai vizsgálatra a hozam hatásától megtisztított eszközérték változás alkalmas csupán.**

---

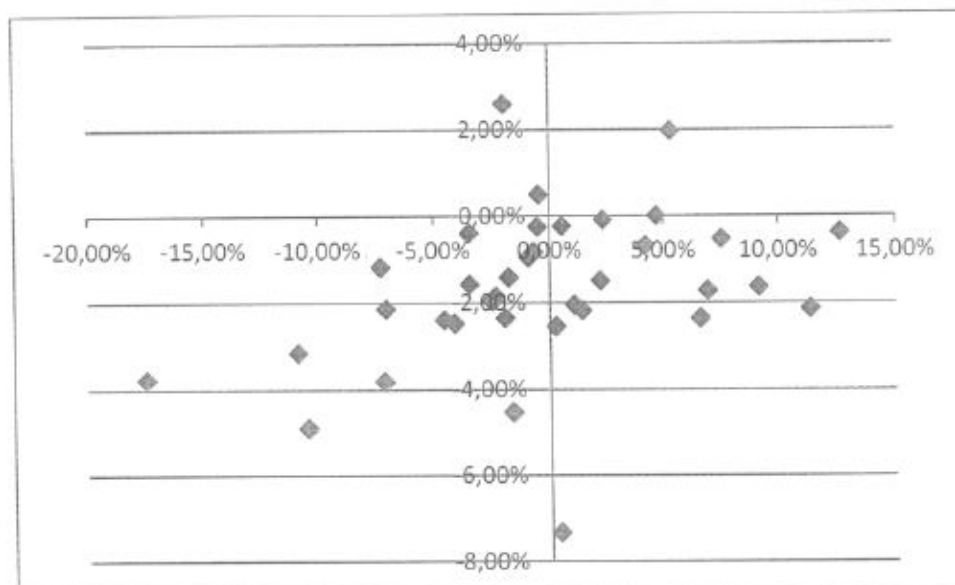
<sup>2</sup> A tautológia egy olyan állítás, amely a saját értelménél fogva igaz: igazságtartalmuk közvetlenül következik a benne szereplő fogalmak definíciójából, illetve az axiómákból.

### A tényleges összefüggés hiánya

Az alábbiakban megvizsgáltam az eszközalap eszközértékének a hozamváltozástól "megtisztított" változásait a vizsgált 37 hónapban.

A vizsgált időszak 37 hónap, a véleményben kicsit keveredik a periódus hossza, néha ugyanis 38 hónapról van szó, ami 2011.04.30-tól értendő. Amennyiben a hónap eleji eszközértéket korrigáljuk a hozammal, vagyis figyelembe vesszük az alap havi teljesítményét, és a hozammal korrigált eszközértékhez képesti változást vizsgáljuk, azt kapjuk, hogy a vizsgált 37 hónapból 21-ben, vagyis az esetek 56,76%-ban történt a hozammal azonos előjelű eszközátcsoportosítás. Mindezek alapján nem lehet semmiféle összefüggésre - még akár közvetetten is - következtetni a havi hozam és az eszközérték hozamon felüli (tehát eszközátcsoportosításból következő) változása között. A leírtakat szemlélteti az 1. ábra.

1. ábra: Eszközérték hozamon felüli havi változása a havi hozam függvényében



Az x tengelyen szerepel a havi hozam, az y tengely mutatja az azonos időszakban az eszközérték hozamon felüli százalékos változását. Amennyiben a kettő között összefüggés lenne, azt kellene látnunk, hogy a pontok valamilyen görbe (illetve lineáris összefüggés esetén egyenes) mentén sűrűsödnek. Az 1. ábrából látszik, hogy a pontok elhelyezkedése teljesen véletlenszerű, semmi nem utal a két változó közötti kapcsolatra. Megjegyzem, hogy a fenti számítások robusztusak abban az értelemben, hogy ugyanerre az eredményre jutunk, akár a hónap elejére, akár a hónap végére tesszük az eszközátcsoportosítás időpontját. Ezek alapján **megállapítható, hogy a vizsgált 37 hónapban a Fejlődő európai régió részvény eszközalap hozamváltozástól megtisztított eszközérték-változása és a hozamváltozása között semmilyen - akár közvetett - összefüggés nem állapítható meg.**

### Fejlődő európai régió részvény eszközalap tendenciái

A hivatkozott eszközalap (Fejlődő európai régió részvény eszközalap) az adott időszakban negatív hozamot ért el, a táblázatban szereplő havi hozamokból számolva 2011.05.31 és 2014.06.28 közötti átlagos (mértani átlagolású) havi hozam -0,62%, ami -7,14% éves hozamnak felel meg (kamatos kamatozást feltételezve). A teljes időszaki hozam pedig -20,41%. Ha megnézzük a hozammal korrigált eszközérték változást, vagyis azt az összeget, amennyivel a hónapban a hozamon felül változott az eszközérték, azt kapjuk, hogy a vizsgált 37 hónapból 33-ban volt negatív előjelű ez a változás, tehát a vizsgált hónapok 90%-ában a befektetők pénzt vontak ki az alapból, amit az alap teljesítménye és az orosz piaci kockázatok növekedése egyaránt indokol.

### A havi összesített adatokból következtetés csak korlátozottan vonható le

A fentiekén túlmenően megjegyzendő az is, hogy még akkor sem lehetne semmilyen „manipulációra” utaló, akár közvetett következtetést levonni az adatokból, ha a hozam-, és eszközérték változás között a kapott 50%-hoz közeli (azaz teljesen véletlenszerű) egyezés helyett valóban 80% fölötti lenne a változások előjelének egyezése, mivel a vizsgált periódusok hossza egy hónap, az eszközalapban tartott pénzüsszeget azonban naponta lehet változtatni<sup>3</sup>. Tehát a hónap végi állományok alapján nem tudhatjuk, hogy a hónap egészében, vagy csak egy rövidebb időszakban volt magasabb/alacsonyabb az eszközérték, mint az előző hó végi állomány. Így nem tudhatjuk azt sem, hogy bárki nyert/veszített az alapból történő pénzkivonással-, vagy betéttel. Megintcsak egy egyszerű példa: tegyük fel, hogy egy befektetési egység értéke a hónap elején 1 euró, ami 1 hét múlva 20%-ot emelkedve 1,2 lesz. Egy befektető ekkor dönt úgy, hogy beszáll az alapba, és 1,2 árfolyamon vásárol, majd hó végén a befektetési egység értéke 1,1. A hó végi adatokból úgy tűnik, hogy az, aki beszállt az alapba, jól döntött, hiszen az alap 10%-os hozamot ért el az adott hónapban, holott a mi befektetőnk 3 hét alatt 8,33%-os veszteséget realizált.

Szintén fontos látni azt is, hogy amennyiben feltételezhető lehetne a számok alapján, hogy bizonyos befektetők tendenciózusan jó befektetési döntéseket hoznak. - amely feltételezés vizsgált adatokból nem vonható le - , akkor sem lehetne biztosan tudni, hogy ez valamilyen többletinformáció eredménye, vagy egyszerűen szerencsések.

### A károkozás hiánya

Az igazságügyi szakvélemény ezt állítja a 11. oldalon:

*„Azzal, hogy veszteséges alapokból még a veszteség realizálódása előtt kivonnak komoly pénzüsszegeket, egyértelműen kárt okoz a többi befektetőnek, hiszen a veszteséget az ő befektetett tőkéjük terhére számlják el. Ugyanez a helyzet a nyereséges alapokba még a nyereség realizálódása előtt elhelyezett összegekkel, hiszen itt a többi befektető hasznát, nyereségét kell elosztani, és azt is részesíteni a nyereségből, aki a befektetési időszak végén helyezte el a befektetését.”*

A fenti állítás a piaci gyakorlat alapján teljesen értelmetlen, mivel azt sugallja, hogy egy hó végén megjelenő eredmény kerül felosztásra azok között, akik a hó végén az alap

<sup>3</sup> A publikusan elérhető dokumentumokból számomra nem derült ki ezzel ellentétes gyakorlat a Biztosítónál.

tulajdonosai. A befektetési alapokba/eszözalapokba történő befektetés a gyakorlatban úgy történik, hogy minden nap, a napi érvényes árfolyamon, - ami nem más, mint az egy befektetési jegyre jutó eszközérték, - lehet befektetési egységet vásárolni, illetve eladni. A napi érték változása, vagyis az előző napi hozam, mindenki számára ismert (általában másnap). A havi hozam tehát nem egyetlen alkalommal, a hónap végén jelenik meg (kvázi teljesen véletlenszerűen), hanem az egy befektetési jegyre jutó eszözérték napi megváltozásainak összegéből adódik. Eszözalapok esetén az alapkezelő az alapba befizetett pénzt egy mögöttes alapba fekteti, amikor emelkedik/csökken a mögöttes alap árfolyama, akkor emelkedik/csökken a befektetési jegy értéke (minden befektető egyformán), és a régi befektetők ezen az új értéken tudják értékesíteni a befektetett tőkéjüket, az új befektetők pedig ezen a magasabb/alacsonyabb értéken tudnak beszállni az alapba. Az általam megismert dokumentumokból nem látszik, hogy a Biztosító gyakorlata ezzel ellentétes lenne. Az egyes befektetők tőkemozgásai csak akkor vannak hatással a többi befektetőre, ha feltételezhető, hogy a tőkemozgás volumene árelmozdító hatású. Jelen esetben a teljes eszözalap értéke (20-65 millió euró) elenyésző a fejlődő európai részvények piacának volumenéhez képest (csak a Gazprom tőzsdei kapitalizációja 3000 milliárd euró feletti). Mindezek alapján nem lehet értelmezni, hogy hogyan is történik a károkozás.

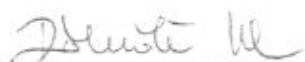
### **Összefoglalás:**

Összefoglalva a fentieket, a Fejlődő európai régió részvény eszözalap 2011. május 31 és 2014. június 28. közötti havi hozam és eszközérték alakulása alapján:

- **a havi hozamok és a hozamokat is figyelembe vevő korrigált eszközérték változás között nem mutatható ki semmilyen kapcsolat;**
- az alapból a vizsgált 37 hónapból 33-ban eszköz kivonás történt, amiből szintén inkább az látszik, hogy a befektetők szabadulni akartak a magas kockázatú és egyre bizonytalanabbá váló orosz piactól;
- a napi árfolyam-jegyzés miatt nem tudható, hogy az alap befektetői milyen hozamot értek el, ezért a havi adatokból csak nagyon korlátozott következtetések vonhatóak le;
- egyes befektetők alapba történő be- és kifizetései nincsenek hatással a többi befektető hozamára, így a károkozás is nehezen értelmezhető.

A két feltett kérdésben a manipuláció nemcsak, hogy nem bizonyítható, de le sem vezethető. A rendelkezésre álló adatokból NEM állapítható meg, hogy az ING (NN) Biztosító által kezelt eszözalapokkal kapcsolatosan bárki manipulációs szándékkal kereskedett volna.

Budapest, 2016. március 1.



**Dömötör Barbara, PhD,**

egyetemi adjunktus

Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék

**Szakirodalmi hivatkozások:**

Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetsége (BAMOSZ) (2013):  
Teljesítménybemutató és Hirdetési Normái. BAMOSZ Szabályzatok.

Száz János (2009): Pénzügyi termékek áralakulása. Jet Set, Budapest

Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus (2005): Befektetések. 4. fejezet: Befektetési alapok és  
egyéb befektetési társaságok. Aula Kiadó

Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus (2009): Essentials of Investments. McGraw-Hill

**Melléklet:**

Önéletrajz - Dömötör Barbara