

MATITS ÁGNES

Mennyire lehetünk elégedettek a magánnyugdíjpénztárak hozamteljesítményével?

A cikk a magánnyugdíjpénztárak portfólióiról 2009. évre közzétett hozam adatok elemzése kapcsán kísérletet tesz a portfóliók hozamteljesítményének minősítésére. A minősítéshez 5 szempontot vizsgál: a rövid és a hosszú távú értékmegőrzés minőségét, a rövid és hosszú távú referenciakövetés minőségét, valamint a 2008. évi veszteségek kompenzálásának sikerességét. Az eredmények szerint a vizsgált 81 portfólió közül mindössze 8 hozamteljesítménye gyenge minőségű, míg a többi jó vagy megfelelő, sőt két portfólió kiválóan minősíthető. Ugyanakkor azt is láthatjuk, hogy az egyes portfóliók hozamai között esetenként igen nagy eltérések mutatkoznak. Ennek következtében azonos befizetések mellett is jelentős különbségek lehetnek az egyéni számlákon felhalmozódó pénzek között a különböző pénztárakban, ami végső soron azt eredményezheti, hogy azonos keresetű pénztártagok eltérő mértékű nyugdíjakra számíthatnak.

A tanulmány fontos megállapítása, hogy az egyéni számlákon felhalmozott összeg minden portfólióban meghaladja azt az elméleti fedezeti szükségletet, amely ahhoz kellene, hogy az elmúlt 12 évben (a mai jogszabályok alapján meghatározott) tb-nyugdíjjogosultságukból elvesző 25 százalékot a magánnyugdíjpénztári járadékok lépések legyenek kompenzálni.

1. BEVEZETŐ

A PSZÁF minden év március 15-ig közzéteszi a nyugdíjpénztárak előző évi, illetve a megelőző 10 év hozamadatait. Sajnos azonban csak kevesen tudják, hogy mit is kezdjenek ezzel a rengeteg számmal, ami a nyugdíjpénztárak hozamairól évről évre megjelenik. (Magánnyugdíjpénztárak esetében 19 pénztárral, pénztáranként 3 portfólióra 5 hozamattal számolhatunk, ami összesen 285 szám.) A hozam adatok önmagukban valójában nem is minősíthetők, mindig valamihez viszonyítanunk kell ahhoz, hogy a tényt számokat értékelni is tudjuk. Az persze nem várható el, hogy mindenki szakértő véleményt alakítson ki, ezéért lenne nagyon fontos, hogy az értékelésnek is kialakuljanak bizonyos standardjai.¹ Ez azon

1 A magánnyugdíjpénztárakról szóló 1997/LXXXII. törvény tartalmazott egy olyan előírást, hogy a nyugdíjpénztárak teljesítményét csak független minősítő intézmények értékelhetik. Sajnálatos módon azonban ilyen független minősítő intézmények mind mai napig nem léteznek, így valójában nincs is hivatalos értékelés.

ban még nincs így, az olvasó többnyire magára marad. Ezért mutat be ez a tanulmány a hozam adatok értékeléshez közérthetőnek remélt szempontokat, és a 2009. év lezárása kapcsán egyúttal bemutatja a lehetséges értékeléseket is a magánnyugdíjpénztárak példáján.

2. A KÖZZÉTETT HOZAMMUTATÓK MINŐSÍTÉSE

Ha adatokat rangsorolunk, akkor abból mindig lesz legjobb meg legrosszabb, holott a minősítés szempontjából lehet, hogy valamennyi eredmény nagyon jó, vagy éppen nagyon rossz. És az sem mindegy, hogy mennyire különböznek az adatok egymástól. Nem mondhatjuk, hogy például egy 0,2 százalékkal alacsonyabb hozamot elérő pénztár rosszabb lenne a másikinál. Ezért nem rangsor, hanem kategorizálás alapján javasolnánk a pénztárak minősítését.

Minden vizsgált mutatóról meg lehet mondani, hogy *mihez képest* vizsgáljuk. Ennek alapján megadható, hogy mekkora értéket/mértéket tekinthetünk kiválónak, vagy éppen rossznak. Az áttekinthetőség miatt minden esetben csak néhány – választásunk szerint legfeljebb öt – minősítő kategóriát határoznánk meg. Abból az alapelvből indulunk ki, hogy a gyakorlatban az fontosabb információ, ha egy hozamértékről azt tudjuk megmondani, jó vagy rossz-e, mintha azt mondjuk meg, mennyi.

Bármiféle viszonyítás alapján meghatározott minősítő kategóriákban elkerülhetetlenül szerepet játszik a minősítő szubjektuma. Nem igazán objektív azoknak a kategóriáknak a definiálása, amelyeknek az alapján a minősítés történik. Ezért szó sincs arról, hogy az általunk definiált minősítő kategóriák megfellebbezhetetlen ítélet alkotására alkalmasak lennének. Mindössze egyfajta irányítúként használhatók az adatok dzsungelében.

A közzétételben rövid (egyéves) és hosszú távú (tízéves) hozammutatók szerepelnek. Most arra törekszünk, hogy ezekről alkossunk ítéletet, hogy értéküket mennyire jónak vagy rossznak kell tartanunk.

2.1. A tárgyévi hozamok értékelése

Több fontos kérdésre adhatnak választ az egy adott évre vonatkozó adatok, de az értékelésüket mindig óvatosan kell kezelni. Mindenekelőtt azt kell tudnunk, hogy különböző kockázatot vállaló pénztárak (portfóliók) teljesítményei közvetlenül eleve nem hasonlíthatók össze. Tehát vagy csak az azonos kockázati szintet megcélzó portfóliókat hasonlíthatjuk össze, vagy tudomásul vesszük, hogy egy-egy évben a legkockázatosabb portfóliók mondjuk rendre sokkal nagyobb, vagy éppen sokkal kisebb hozamokat értek el, mint a kevésbé kockázatosak. Azaz a kockázatvállalás mértéke eleve egyik magyarázata lehet a mindenkori hozamteljesítményeknek.

A tárgyévi hozamok szempontjából mindenekelőtt a pénzromlás mértéke² lehet a viszonyítási alap, hiszen a pénztári befektetések elsődleges célja a tagok vagyonának értékmeg-

2 A pénzromlás mértékére is számos mutatószám ismert. Hogy pontosan melyiket tartjuk megfelelőnek, az végül is választás kérdése. Mi általában az MNB decemberre vonatkozó, 12 havi fogyasztói árindexeit használjuk, de alkalmazható más inflációs mutató is.

őrzése. Ennek alapján fontos minősítési kritériumot jelent, hogy ez mennyiben sikerült az adott esztendőben. Tehát itt adódik az első értékelési szempont.

2.1.1. 1. értékelési szempont: értékmegőrzés (tárgyévi)

Az éves hozam viszonya az inflációhoz

Ennél az értékelésnél bizony az inflációtól való elmaradást önmagában is károsnak ítéltjük, ezért nem szimmetrikus minősítő kategóriákat javasolnánk:

1. *Kiváló*: az infláció mértékét +5%-nál jobban meghaladó hozamú pénztár.
2. *Jó*: a pénztár éves hozama az inflációt legalább 1%, de legfeljebb 5%-kal haladja meg.
3. *Elfogadható*: a pénztár hozama az infláció mértékétől legfeljebb 1%-ban tér el.
4. *Gyenge*: a hozam az inflációtól több mint 1%-kal elmarad, de pozitív.
5. *Rossz*: a pénztár hozama abszolút érteken negatív.

Természetesen lehet, hogy az inflációtól való esetleges elmaradás, vagy éppen annak a túlszárnyalása valójában az adott időszak piaci körülményeinek a következménye. Ezért fontos azt is megvizsgálni, hogy egy adott pénztár portfóliójának kezelője megtett-e mindent ahhoz képest, amit az adott piacon egyáltalán meg lehetett tenni. Tehát azt is vizsgálnunk kell, hogy egy pénztár a saját *referenciahozamához* (azaz a saját befektetési politikája alapján elvárható hozamához) képest mit volt képes a valóságban elérni. Ezért kötelező a referenciahozamok közzététele a pénztár (illetve az adott kockázatú befektetéseket jelentő portfólió) nettó hozamrátája mellett.

Itt persze rögtön tudnunk kell, hogy a nettó hozam már azt mutatja, ami a pénztárnál a hozamokból ténylegesen megmaradt, hiszen itt a hozamok már a befektetéssel kapcsolatos költségekkel csökkentve jelennek meg – miközben a referenciahozamok elvileg egy bruttó (azaz a költségekkel nem csökkentett) hozamrátát mutatnak. Ennek a két értéknek az összehasonlítása tehát már eleve feltételezi azt az elvárást, hogy a vagytonkezelés költségeit a referenciahozam felett termelje ki a pénztár. Vagyis legalább annyival nagyobb hozamot termeljen, hogy még a nettó hozam is megfeleljen a referenciahozamnak.

Az vitatható, hogy a referenciahozam meghaladása mennyire elvárható. De azok, akik a saját befektetési politikájukat betartva, az ahhoz tartozó referenciahozamnál magasabb hozamokat értek el, a tagoknak az elvárhatónál is jobb eredményt hoztak. Ezért minősítjük jónak a referenciahozam meghaladását. Legfeljebb – s ez a realitás –, ha minden pénztár csak a referenciahozam tartására törekszik, akkor ebből a szempontból mindenki a „*megfelelő*” kategóriába kerül. Ugyanakkor lehet rossz a választott referenciaindex is. Előfordulhat, hogy valaki könnyen meghaladja azt; vagy éppen jó hozam mellett is elmarad a saját referenciahozamától. Így lehet, hogy ezzel esetenként kissé félrevezető minősítést adhatunk. Mivel azonban más orientáció nincs az „elvárható” hozam mértékéről, ráadásul ezt közzé is tesszik, csak ezt tudjuk erre a célra felhasználni, s egy efféle minősítés legalább ösztönzi a pénztárakat a választott referenciaindexek folyamatos felülvizsgálására.

2.1.2. 2. értékelési szempont: rövid távú vagyonekezelési teljesítmény Az éves hozam viszonya az éves referenciahozamhoz

Ebben az esetben csak három kategóriát határoznánk meg az alábbiak szerint:

1. *Felülteljesítő*: a referenciahozamot a pénztár több mint 1 százalékkal meghaladja.
2. *Megfelelő*: a referenciahozamtól legfeljebb 1%-kal eltérő hozamú a pénztár.
3. *Elmaradó*: a referenciahozamtól több mint 1 százalékkal elmaradó hozamú a pénztár.

2.2. A hosszabb távú teljesítmény értékelése

A hosszú távú értékelések esetében az időtáv önmagában is kérdéses lehet. Gyakran láthatunk olyan nemzetközi elemzéseket, ahol a hozamteljesítményeket 1, 3, 5 vagy 10 évre egyaránt bemutatják. A baj csak az, hogy ezzel – a hozammutatók számához hasonlóan – a minősítési szempontok száma is megnő, ami végső soron újra a tisztánlátás rovására mehet. Úgyhogy most nem is próbálunk dönteni a hosszú távú értékelés időhorizontjának a kérdésében, hanem egyszerűen elfogadjuk a mai közzétételi kötelezettség által meghatározott, 10 éves időtávot, és az a véleményünk, hogy a hosszú távú minősítést is – általában – erre az időtávra vonatkozó mutatókra érdemes elvégezni.

Vannak azonban speciális minősítést igénylő időszakok, s bizony a 2008–2009-es éveket ilyennek tartjuk. Nagyon fontos ugyanis, hogy két ilyen mértékű szélsőségeket mutató évben egy-egy pénztár összességében hogyan volt képes teljesíteni. Most pontosan azt a kérdést tehetjük fel, hogy a 2008. évi nagy veszteséget mennyire sikerült az adott pénztárnak a 2009. évi hozamokkal kompenzálnia. Vagyis ezúttal ilyen kivételes minősítő szempontnak tekintjük az előző évi veszteség kompenzációjának a sikerességét. Ennek mindenekelőtt az értékkörsz szempontjából kell érdeklődésre számot tartania, ezért a kétéves hozamot³ ezúttal is a (kétéves) inflációhoz viszonyítva minősítjük.

2.2.1. 3. (specifikus) értékelési szempont: veszteségkompenzálás A kétéves (2008-as és 2009-es) együttes hozam viszonya a kétéves inflációhoz

Az általunk értelmezhetőnek tartott minősítő kategóriák:

1. *Kiváló*: a kétéves hozam legalább 5%-kal magasabb, mint a kétéves infláció.
2. *Jó*: a kétéves hozam legalább 1, de legfeljebb 5%-kal magasabb, mint a kétéves infláció.
3. *Elfogadható*: a kétéves hozam legfeljebb 1%-kal tér el a kétéves inflációtól.
4. *Gyenge*: a kétéves hozam 1% -nál jobban elmarad a kétéves inflációtól, de pozitív.
5. *Rossz*: a kétéves hozam negatív.

Ezután térjünk rá a hivatalos közzétételben szereplő *10 éves nettó átlaghozam* mutató minősítésére. Mindenekelőtt azt kell leszögezni, hogy ez a szám a nettó hozamoknak a *súlyozatlan* átlagait mutatja. Vagyis ez az átlag meglehetősen félreinformálhat bennünket, ha

3 A kétéves hozamrátát az $(1 + r_1)(1 + r_2) - 1$ képlet alapján számoljuk.

az időszak tényleges hozameredményeire vagyunk kíváncsiak. A közölt átlaghozam-mutató azt jelzi, hogy az időszak elején befektetett 1 forint átlagosan mekkora hozamot kapott.⁴ De mivel az időszak alatt további befizetések is történtek, így ez a mutató nem jelzi az időszak alatti eredményességet, ezért inkább a vagyonnevelés minősítésére használhatjuk. Ha összehasonlítjuk az ugyanezen időszakra vonatkozó referenciaindexek átlagával, akkor azt vizsgálhatjuk, hogy a vagyonnevelés hosszú távon mennyire teljesítette az elvárható hozamokat.

A tényleges minősítésnek gátat szab azonban az, hogy ma még csak az elmúlt 8 éve ismerjük a referenciahozamokat. Ezért elfogadhatatlan a közzétételben szereplő, 10 éves átlaghozamoknak és a mellettük megjelenő, 8 éves átlagos referenciahozamoknak a közvetlen összehasonlítása. De ezt a problémát az idő hamarosan megoldja (hiszen 2 év múlva már lesz 10 évre vonatkozóan referenciahozam). Addig persze jobb lett volna, ha az átmeneti időszakban az átlaghozamokat is csak annyi évre számolják, ahány évre már ismertek a referenciahozamok.

Az is elvárható lenne, hogy az átlagszámításban szereplő hozamadatokat mind a 10 évben azonos módszer alapján határozzák meg. De sajnos, ez nem így történik. A választható portfóliók bevezetése előtti időszakban (2008 előtt) a pénztáraknak az összes eszközre vonatkozó nettó hozamrátáit hozták nyilvánosságra (ráadásul időközben azoknak is változott a számítási módszere). A választható portfóliók bevezetését követően azonban a portfóliónkénti nettó hozamráták szerepelnek a nyilvánosságra hozott adatok között, amit jobb lenne a korábbi években is a fedezeti tartalékra számolt hozamrátákkal átlagolni.⁵ Emellett az utóbbi két évben bevezették az elszámoló egységes nyilvántartást és az árfolyamok alapján történő hozamráta-számítást, ami persze megint némileg eltérő eredményeket ad a korábbi módszertan szerint számított hozamoktól. Egyszóval, ez a 10 éves átlaghozam-mutató sok sebből vérzik. Mivel azonban a torzítások minden pénztárat, ha nem is egyforma mértékben, de érintenek, jobb híján ezzel dolgozhatunk, s ennek alapján alakíthatjuk ki a következő – ezúttal valódi hosszú távú teljesítményt mutató – minősítési kategóriánkat.

2.2.2. 4. értékelési szempont: a vagyonnevelés hosszú távú hatékonysága A hosszú távú átlaghozam viszonya az azonos időszakra számolt, átlagos referenciahozamhoz

A felhasználható minősítő kategóriák:

1. *Felülteljesítő*: az átlagos referenciahozamot több mint 1 százalékkal meghaladó átlaghozamú pénztár.
2. *Megfelelő*: az átlagos referenciahozamtól legfeljebb 1 százalékkal eltérő átlaghozamú pénztár.
3. *Elmaradó*: az átlagos referenciahozamtól több mint 1 százalékkal elmaradó átlaghozamú pénztár.

4 Itt jegyezzük meg: ezek a hozammutatók nem tartalmazzák a tagoknak azt a veszteségét, hogy az általuk befizetett pénznek csak egy részét (jelenleg minimum 95,5 százalékát) fektetik be. Vagyis a hozamteljesítmények értékelésénél nem a befizetések, hanem azok egyéni számlára jóváírt részének a hasznosulását értékeljük.

5 A pénztár egészére, illetve a fedezeti tartalékokra számolt hozamráták között általában nem voltak lényegi különbségek, mivel a pénztári vagyont több mint 95 százaléka a fedezeti tartalékokban volt.

A kötelező közzétételkor még egy hosszú távú teljesítményt mérő mutatószámot találunk, az úgynevezett „vagyonnövekedési mutatót”. Ezt szintén 10 éves időszakra számolják, s ez az éves nettó hozamrátáknak a pénztártagok tárgyévi vagyonával súlyozott átlaga. Valójában ezt a mutatót – jobb híján⁶ – tekinthetjük a hosszú távú átlagos hozamteljesítmény mértékének.

A mutató értékelésekor itt is (az éves hozammutatók értékeléséhez hasonlóan) azt vizsgálhatjuk, hogy az adott portfólióban mennyire sikerült a 10 éves időszak átlagos pénzromlásának mértékéhez képest teljesíteni.

Tekintsük a pénzromlás 10 éves átlagos mértékének az éves fogyasztói árindexeknek⁷ a pénztárak összvagyonával⁸ súlyozott átlagát. Ennek alapján kialakítható a következő minősítési szempont.

2.2.3. 5. értékelési szempont: hosszú távú értékmegőrzés

A vagyonnövekedési mutató viszonya a 10 éves súlyozott átlagos inflációhoz

1. *Kiváló*: a vagyonnövekedési mutató az átlagos infláció mértékét +5%-nál jobban meghaladja.
2. *Jó*: a vagyonnövekedési mutató az átlagos inflációt legalább 1%-kal, de legfeljebb 5%-kal haladja meg
3. *Elfogadható*: a vagyonnövekedési mutató az átlagos infláció mértékétől legfeljebb 1%-ban tér el.
4. *Gyenge*: a vagyonnövekedési mutató az átlagos inflációtól több mint 1%-kal elmarad, de pozitív.
5. *Rossz*: a vagyonnövekedési mutató abszolút értékben negatív

Végeredményben – minden portfóliót öt szempont szerint mérlegelve – megláthatjuk, hogy az adott portfóliót általában mennyire tarthatjuk jónak. Persze az is lehet, hogy az egyes minősítő szempontokat nem tartjuk egyformán fontosnak, vagyis a portfólió összesített minősítését a minősítési szempontok szerinti „pontozás” súlyozott átlagai alapján alakítjuk ki.⁹

3. A MAGÁNNYUGDÍJPÉNZTÁRAK HOZAMTELJESÍTMÉNYÉNEK 2009 ÉVI MINŐSÍTÉSE

Nézzük, hogy mit mutatnak a számok!

Örömmel láthatjuk, hogy 2009 évben gyakorlatilag minden portfólióban a fogyasztói árindex mértékét általában jelentősen meghaladó hozamokat értek el. Ezt mutatja az, hogy a rövid távú értékmegőrzés szempontjából nincs gyenge vagy rossz minősítésű portfólió.

6 Itt is felmerül, hogy az időszak alatt nem ugyanolyan módszer alapján számolt hozamokat átlagolnak.

7 MNB dec./dec. minden évben.

8 Talán jobb lenne súlyként az egyéni számlák záró állományaival számolni, de ez az adat nem áll rendelkezésünkre.

9 A melléklet a magánnyugdíjpénztári portfóliókra egy olyan összesített minősítést mutat be, ahol a referenciahozamhoz való viszony 1, a rövid távú hozam 2, a hosszú távú hozam 3 súllyal szerepel, miközben a 2 éves veszteségkompenzációs szempontot az összesítésben nem vettük figyelembe (mivel ennek eredménye a 10 éves hozamban benne van).

Mindössze két portfólió (AXA2, Prémium2) lett „elfogadható” minősítésű, azaz olyan, amelynek a nettó hozama csak nagyjából az éves pénzromlás mértékének felel meg; míg az összes többi ennél jobb. Sőt, az összes vizsgált portfóliónak a 77 százaléka „kiváló” minősítésű, azaz olyan, amelynek a nettó hozama az inflációt több mint 5%-kal haladja meg. Természetesen nem elhanyagolható az sem, hogy a kiváló minősítést kapott 45 portfólióban a legjobb (Questor³¹⁰: 34%) és legkevésbé jó (Allianz1: 11%) között óriási a különbség; de ezúttal csak arról beszélünk, hogy az értékmegőrzési szerep mennyire volt sikeres, és ebből a szempontból ezeket mind kiválónak minősíthetjük. De ha erre volt lehetőség ebben az évben, bizony akár el kellene marasztalnunk azokat, akiknek nem így sikerült. De érdemes megnézni, hogy az utóbbiak között többnyire klasszikus portfóliók vannak, amelyeknek a kockázat mérséklése miatt nem is célja az esetleges kiemelkedő hozamok hajszolása. Éppen ezért valójában elgondolkodtatónak csak azoknak a kiegyensúlyozott vagy éppen növekedési portfólióknak az eredményét tartjuk, amelyeknek a magas kockázatvállalás és kiváló piaci adottságok mellett sem sikerült jó eredményeket felmutatniuk. Ezek a portfóliók a következők voltak: AXA2, AXA3, Generali3, Prémium2.

Ha azt nézzük, hogy a piaci adottságokhoz milyen mértékben alkalmazkodtak a magánnyugdíjpénztárak a 2009. évben, bizony azt állapíthatjuk meg, hogy igen sok azoknak a portfólióknak a száma, amelyek jelentősen (1%-nál nagyobb mértékben) elmaradtak a saját referenciahozamuktól. És itt szinte semmi különbséget sem látunk aszerint, hogy milyen típusú portfóliókat vizsgálunk. A 18 közül a klasszikus portfólióban 12, a kiegyensúlyozott portfóliók közül 11, a növekedési portfóliók között 10 hozama 1%-nál jobban elmaradt a saját referenciahozamától. Bár ezek a számok egyáltalán nem alkalmasak arra, hogy ennek a jelenségnek az okait feltárják, de két megjegyzést mindenképpen fűznénk ehhez az értékhez: egyrészt az elmaradás azt mutatja, hogy még jobb eredményeket is el lehetett volna érni 2009. évben; másrészt, hogy még olyan portfóliók is vannak, ahol az elmaradás a 10%-ot is meghaladja. (AXA2, Prémium2, Generali3, MKB3). Ez némileg kétségessé teszi, hogy komolyan vehetjük-e a referenciaindexeket. Különösen akkor, ha azt is tudjuk, hogy a szóban forgó pénztárak esetén aligha vannak következményei a mandátumok megítélésekor annak, ha a vagyongazdálkodó elmarad a referenciahozamoktól.

Bár a 2009. évi hozamok elég magasak voltak, a korábbi veszteségek még nagyon sok esetben éreztetik a hatásukat. A 2008. és 2009. évi teljesítményeket együtt szemlélve, azt kell mondanunk, hogy még nem lehet nyugodt minden pénztártag – különösen akkor, ha azt tekintjük alapkövetelménynek, hogy a nettó hozamok legalább a pénzromlás mértékét fedezzék.

A vizsgált 54 portfólió¹¹ közül mindössze 11 esetben látunk pozitív reálhozamot, és mindössze 5 olyan pénztár van (Életút, MKB, Postás, Vasutas, VIT), ahol egyik portfólióban sem marad a kétéves hozam értéke a negatív tartományban, vagyis ahol a pénztárszintű veszteségkompenzációt valóban sikeresnek mondhatjuk. De ezúttal már inkább portfóliótípusonként kell az értékelést néznünk.

10 A továbbiakban a klasszikus portfóliókat a pénztár neve mellett szereplő 1, a kiegyensúlyozott portfóliókat 2, a növekedési portfóliókat 3-as sorszámmal jelölöm, vagyis a pl. Generali3 a Generali nyugdíjpénztárnak a növekedési portfólióját jelöli.

11 Csak 18 olyan volt, amelyik mindkét évben működött, s mivel 2009-ben már mindegyik a választható portfóliós rendszerben üzemelt, összesen 18×3 portfóliót vizsgálhatunk.

- *A klasszikus portfóliókban* a 2008. évi veszteség kompenzálása szempontjából mindössze három pénztár tekinthető kiválónak (Dimenzió1, AXA1, Erste1), és még további 3-nál jónak tekinthető a kétéves hozamteljesítmény (Honvéd1, Évgyűrű1, Életút1). De van 5 olyan pénztár is, amelyeknek a kétéves teljesítményét kimondottan rossznak kell minősítenünk (Prémium1, Aegon1, Budapest1, Allianz1, Questor1), ahol a pénztártartagok még a két év eredményei alapján is tényleges veszteségeket realizálhattak.
- *A kiegyensúlyozott portfóliókban* a legrosszabb a helyzet. Itt is van öt olyan pénztár, ahol a veszteségkompenzálás szerinti minősítés rossz, azaz a kétéves hozam még abszolút értelemben is negatív (Prémium2, Aegon2, Budapest2, Allianz2, Évgyűrűk2). Ugyanakkor az összes többi is gyenge minősítésű, azaz legalább 1%-kal elmarad a kétéves hozam a kétéves infláció mértékétől. Vagyis a kétéves teljesítmény a kiegyensúlyozott portfóliókban mindenütt alatta marad az elvárható értékmegőrzésnek.
- Meg kell jegyeznünk, hogy az 5 rossz minősítésű pénztár közül négyben a klasszikus portfóliók kétéves eredménye is rossz. Ezek mind olyan pénztárak, amelyek 2008. évben még nem választható portfóliós rendszerben működtek, vagyis ahol minden tagnak el kellett szenvednie a nagy kockázatok miatti 2008. évi veszteséget, amelyre a klasszikus és kiegyensúlyozott portfólióban lévő befektetések 2009. évben még nem tudtak kompenzálást adni. Vagyis a 2008. évi veszteségkompenzálás szempontjából a pénztáraknak hátrányos volt a választható portfóliós rendszer későbbi bevezetése.
- Valójában a legtöbb pénztártagot a *növekedési portfóliók* teljesítménye érinti. De sajnós, itt sem túl rózsás a kép: mindössze 2 olyan pénztár van, ahol a kétéves hozamteljesítmény szignifikánsan nagyobb, mint a kétéves pénzromlás üteme (Questor3, Postás3), miközben 9 pénztárnak abszolút értelemben is negatív a kétéves hozama, vagyis a 2009. évi kiemelkedően magas hozamok nem voltak elegendők a 2008. évi nagy veszteségek kompenzálására sem. Sőt, öt pénztár esetében a kétéves veszteség mértéke a mínusz 5 százalékot is meghaladja (OTP3, Erste3, AXA3; Prémium3, Évgyűrűk3).

A 2008–2009 közötti időszakra vonatkozó, átlagos hozamértékek nagyon jól mutatják a tényleges kockázatvállalás mértéke és a várható hozamok közötti elméleti összefüggést (1. 1. táblázat). Láthatjuk, hogy a nagyobb veszteségek és a nagyobb nyereségek is a magasabb kockázatú portfóliókban realizálódnak.

1. táblázat

A magánnyugdíjpénztári portfóliók átlagos nettó hozamai

Portfólió	Átlagos hozam		
	2008	2009	kétéves
Klasszikus	-7,5%	11,9%	4,0%
Kiegyensúlyozott	-13,7%	16,2%	0,4%
Növekedési	-18,1%	22,1%	-0,1%

Mindezek alapján sajnos nem lehetünk egészen elégedettek a 2009. évi hozamteljesítményekkel, de tudnunk kell, hogy a 2008. évi rossz eredmények még 2009 első negyedében is folytatódtak, vagyis valójában csak a 2009. év egy része hozott nyereséget. S talán remélhetjük, hogy az első teljes évnyi nyereséges időszak után már a fentieknél szebb képet festhetünk a pénztárak hozamteljesítményeiről.

Azt tudjuk, hogy nagyon bizonytalan befektetési környezetben kellett dolgoznia valamennyi pénztárnak. Ami viszont nyugtalanító: az egyes pénztárak között (azonos típusú portfóliók esetén is) megmagyarázhatatlanul nagyok a teljesítménykülönbségek. A vizsgált mindkét – egymástól nagyon különböző hozamlehetőséget rejtő – évben azt látjuk, hogy a legjobb és legrosszabb éves nettó hozamok között akár a 20 százalékot(!) is meghaladja a különbség, s a kétéves teljesítmények esetében még jobban széthúz a mezőny. A növekedési portfóliók esetében a legjobb kétéves teljesítmény (+18%) és a legrosszabb (–19%) között 37% az eltérés! De még a klasszikus portfóliók között is igaz, hogy a kétéves hozam terjedelme is meghaladja a 30%-ot. Márpedig az egyén szempontjából ezek a különbségek meghatározó eltéréseket eredményezhetnek a jövőbeli nyugdíjak szempontjából.

A 10 éves hozamteljesítmények már kiegyenlítettebbek, hiszen a 10 éves vagyonnövekedési mutató (de ugyanígy a 10 éves átlaghozamok) esetén a terjedelem (azaz a legjobb és a legrosszabb érték közötti különbség „mindössze” 6%.¹² A viszonylag kiegyenlített teljesítményt azt is jelzi, hogy a relatív szórás 30% körül van.

A vizsgált portfóliók között 7 olyan portfólió van, amelyeknek az esetében gyenge a 10 éves vagyonnövekedési mutatóval jelzett, hosszú távú értékmegőrzés minősége. Vagyis a vagyonnövekedési mutatójuk ugyan pozitív, de több mint 1 százalékkal elmarad a 10 éves pénzromlás mértékétől, tehát mínusz 1%-nál is gyengébb reálhozamot képesek felmutatni (Allianz3, Allianz2, Allianz1, Évgyűrűk2, Évgyűrűk3, AXA1, Budapest1).¹³ Ugyanakkor mindössze 4 portfólió eredményét tekinthetjük kiválóknak¹⁴, vagyis olyanok, ahol a vagyonnövekedési mutató alapján számolt reálhozam a 3 százalékot is meghaladja. (Életút1, Dimenzió1, Questor1, Honvéd1). További 6 portfólió esetében a reálhozam 2 százaléknál felett van, amit jó eredménynek tekintünk (AXA1, Évgyűrűk1, Erste1, Életút2, Honvéd2, VIT3). A jó hosszú távú hatékonyságot felmutató portfóliók között többségben vannak a klasszikus portfóliók. Ennek főként az az oka, hogy ezek 2008. évben a legkisebb veszteséget szenvedték el. De fontos látni, hogy nem az összes klasszikus portfólió tartozik ide, másrészt vannak magasabb kockázatú portfóliók, amelyeknek mégis sikerült jó eredményt felmutatniuk.

A hosszú távú vagyongazdálkodási hatékonyságnak tekintett szempont (azaz jelen esetben a 8 éves átlagos referenciahozamnak és a *nyolc éves átlaghozamnak* a viszonya szerinti kategóriák) vizsgálatakor 10 portfólió bizonyult alulteljesítőnek, de ebből mindössze egy olyan van, ahol az elmaradás a hosszú távú referenciahozamtól 2%-nál is nagyobb (Évgyűrűk2).

12 Ámde vegyük számításba, hogy ez egyéves átlag, azaz a 10 év alatt ez igen tekintélyes mértékű különbséget is generálhatott.

13 Mivel a 10 éves hozamoknál csak az utolsó két évben vannak választható portfóliók, ezért ha egy pénztár a korábbi időszakban elért gyenge teljesítményei miatt került a gyenge minősítésű kategóriába, akkor nem meglepő, ha mindegyik vagy több portfóliója ide került.

14 Természetesen lehetnek olyanok, akik a 3% reálhozamot nem kiválóknak, hanem legfeljebb megfelelőnek minősítik, hiszen akár a 4-6% reálhozamot sem tekintenek lehetetlennak. De az elmúlt 12 év magyar gazdasági környezetében ez nem lenne reális elvárás.

Másrészt mindössze 4 hosszú távú felülteljesítő portfólió van (VIT2, VIT3, AXA3, Élet-út3). Vagyis összességében azt látjuk, hogy vagyonekezelés általában referenciakövető volt az elmúlt 8 évben, ami azt jelenti, hogy a 2009. évi nagyobb eltérések a korábbi időszakokban nem voltak jellemzőek. Ugyanakkor a referenciakövetés a vagyonekezelők biztonságát, és nem feltétlenül a tagok érdekeit szolgálta.

A mellékletben bemutatjuk az öt értékelési szempont szerint az egyes magánnyugdíj-pénztári portfóliókra adott minősítéseket.

4. A HOZAMTELJESÍTMÉNYEK EREDMÉNYE

A különböző hozamok a pénztártagok számláin – azonos befizetések mellett – különböző egyenlegértéket generálnak. A kérdés az, hogy mennyire különböznek ezek a számlaegyenlegek a különböző pénztárakban. Hiszen azt láttuk, hogy esetenként ugyan meglehetősen nagy hozamkülönbségek vannak, de hosszú távon némi kiegyenlítődést figyelhetünk meg. A rövid távú különbségek abból is adódhatnak, hogy a különböző befektetési stratégiákkal esetleg egymástól eltérő ütemezésben realizálódhatnak a hozamok, s az is előfordulhat éppen, hogy egyes esetekben a rövid távon, míg más esetekben a hosszú távon elérhető előnyöket célozza meg egy pénztár. Nem is szabad egy-egy év teljesítménye alapján elharmkodottan ítélnünk, hanem nagyon fontos követni a hosszabb távon elért eredményeket.

Ezért néztük meg, hogy egy mindvégig átlagkereset után tagdíjat fizető pénztártag a különböző pénztárakban mekkora egyéni számlafedezettel rendelkezhet.

Az összehasonlíthatóság miatt külön (is) megvizsgáltuk a különböző portfólióba sorolt pénztártagok eseteit. A számításokat 1998 és 2009 közötti időszakra végeztük, értelemszerűen kisebb-nagyobb egyszerűsítésekkel, amelyek azonban a végső következtetések szempontjából nem tekinthetők fontosnak.

Az illusztráció kedvéért bemutatjuk a növekedési portfóliók egyéni számlaegyenlegeinek időbeli változását (1. 1. ábra), azzal a megjegyzéssel, hogy a másik két portfólióról készült ábrák gyakorlatilag nem különböznek ettől. Érdekes módon a klasszikus portfólió „győztese” (Dimenzió1) és a növekedési portfólióban legjobb (Questor3)¹⁶ esetében az átlagkereseten lévő pénztártag egyéni számlaegyenlege nagyjából azonos (kb. 2,2 millió forint), míg a vesztesek esetében az egyéni számlaegyenleg mindhárom portfólióban 1,65 millió körül van.¹⁵

Az eredmények azt mutatják, hogy a teljes időszakban a mindenkori átlagkeresettel rendelkező pénztártag esetében több mint 20 százalék, abszolút értékben mintegy 500 ezer forint különbség van a legjobban és legrosszabbul teljesítő pénztárakban¹⁶ elérhető, egyéni számlaértékek között. És valójában az sem számít ebből a szempontból, hogy azok melyik típusú portfólióba tartoznak, hiszen a különbség mindegyik esetében tetten érhető. De az is igaz, hogy az egyéni számlák közötti különbségeket valójában a 2008. évi nagy hozamkülönbségek eredményezték, s csak azóta vannak olyan portfóliók, amelyeknek a kumulált tel-

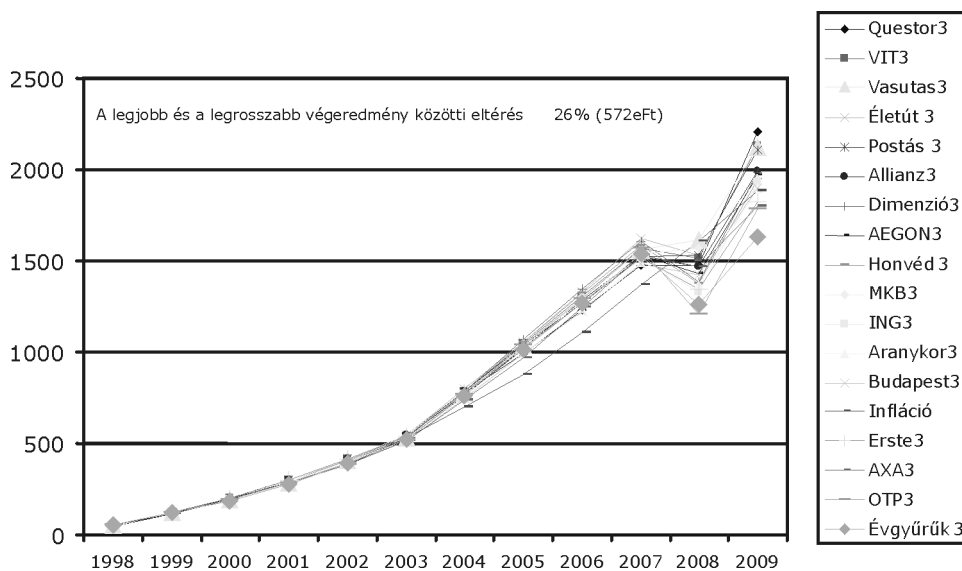
15 Mivel a választható portfóliós rendszer a vizsgált 12 évből általában csak két évig állt fenn, ezért még nem is várható, hogy a teljesítménykülönbségekre a portfóliótípusnak jelentős hatása legyen.

16 Ezúttal csak 17 –az időszak alatt mindvégig működő – pénztártat vizsgálhatunk.

jesítménye elmarad az inflációtól. Ugyanis 2007-ben még minden pénztárban igaz, hogy az egyéni számlaegyenlegek magasabbak, mintha a magánnyugdíjpénztárak minden évben az inflációval megegyező hozamot termeltek volna. Viszont a 2008. évi nagy – és nagyon különböző mértékű – zuhanás következtében (amikor is minden pénztár kumulált reálhozama negatív volt), 2009 végére 12 olyan portfóliót látunk, amelynek a tagjai kevesebb pénzzel rendelkeznek, mint amennyi az inflációs hozam alapján keletkezhett volna (Évgyűrűk3, Évgyűrűk2, AEGON1, AEGON2, Budapest1, Budapest2, Allianz1, Erste3, AXA3, OTP3, Questor1). Sajnos, ezek a portfóliók az összes pénztári vagyon több mint 30 százalékát fedik le. Láthatjuk, hogy ezek között a negatív (hosszú távú) reálhozamot felmutató portfóliók között mindhárom típusú portfólió megtalálható. Van olyan pénztár, amelynek két különböző típusú portfóliója is ide tartozik. Igaz, van (összesen öt) olyan portfólió is, ahol az egyéni számlák egyenlege több mint 15%-kal meghaladja az inflációval elérhető hozamok melletti egyenleget (Dimenzió1, Questor3, Honvéd1, Életút1, Axal), de ezeknek a vagyona nem éri el az összes pénztári vagyon 1 százalékát.

1. ábra

Az átlagkeresetek utáni befizetések értéke a magánnyugdíjpénztárakban: növekedési portfóliók



Vagyis egyáltalán nem mondhatjuk azt, hogy minden pénztár teljesítménye azonos! Ezért lenne nagyon fontos, hogy a pénztártagok figyelemmel kísérjék saját pénztáruk teljesítményét, s ha elégedetlenek, akkor bizony érdemes átlépni egy másik pénztárba. De erre, sajnos, csak kevés példát láthatunk.

5. AZ ELVÁRHATÓ HATÉKONYSÁG

Valójában a fő kérdés az: a magánnyugdíjpénztárban felhalmozott vagyon fedezi-e a megszerzett társadalombiztosítási nyugdíjjogosultság 25%-át, vagyis jobban járnak-e vagy sem a vegyes nyugdíjrendszer tagjai a tisztán tb-ellátást kapó biztosítottaknál? Másképpen úgy is fogalmazhatunk: elvárható, hogy a 12 év alatt felhalmozott nyugdíjpénztári vagyon elegendő legyen a 12 évnyi tb-nyugdíjból elvesző 25% kompenzálására.¹⁷

Erre az egyszerűnek tűnő kérdésre gyakorlatilag aligha lehet pontos választ adni. Egyrészt azért, mert korántsem világos, hogy adott tőkeösszegért mekkora járadékot fizetnének a pénztárak – de ezt némi aktuáriusi absztrakcióval még meg tudnánk becsülni. Nagyobb gond az, hogy nehezen mondható meg, mit értsünk megszerzett társadalombiztosítási jogosultságon. A 2013-tól hatályos törvényben rögzített nyugdíjképletben¹⁸ ugyanis nem tisztázott, hogyan is kell az átlagkeresetet számolni. De az sincs rögzítve, hogyan fognak a törvény szerint bruttó módon megállapított járadékok adózni. A törvényalkotók szándéka szerint a szolgáltatási évenként számolt 1,65% (illetve 1,22%) a bruttó keresetek átlagához tartozik, vagyis ezeket a szorzószámokat elvileg sem alkalmazhatjuk a nettó átlagkeresetekhez, amit viszont esetleg ki tudnánk a mai szabályok szerint számolni. Ha adóköteles jövedelemmé válnak a nyugdíjak, akkor értelemszerűen a magánnyugdíjpénztári szolgáltatások is adókötelesek lesznek.¹⁹

Ezek szerint az elvárható hatékonyságra vonatkozóan csak nagyon közelítő jellegű megoldásokat használhatunk.

A megszerzett tb-jogosultság becslésére tegyük fel, hogy a 12 évig átlagkeresettel rendelkező pénztártagunk összesen ezzel a 12 év munkaviszonnal rendelkezik, de a hatályos törvények szerint más országban szerzett munkaviszonyával összesen 40 év szolgáltatási idő alapján válik nyugdíjassá.²⁰ Így viszont a jelenlegi előírások szerint számított nettó átlagkereset 80%-nak megfelelő jogosultságának csak a 12/40 hányadát kapja. Tekintsük ezt a 12 év alatt megszerzett tb-jogosultságának.

A számítások alapján az adódik, hogy az 1998 óta átlagkeresettel (és 12 év munkaviszonnal) rendelkező biztosított induló nettó tb-nyugdíja mai értéken havi 33 ezer forint lenne.²¹ Ennek a 25 százalékát kellene kompenzálnia a magánnyugdíjpénztárból várható nyugdíjaknak, azaz elvárhatjuk, hogy a pénztártagunk ma legalább havi 8273 forint jára-

17 Az elvárható hatékonyság kérdését szeretnénk attól a ténytől elkülönítve vizsgálni, hogy az önkéntesen belépő tagok korábbi időszakból elveszített jogosultságának pótlására mennyi fedezetre lenne szükség.

18 Az induló nyugdíj = az átlagkereset \times szolgáltatási idő \times 0,0165, illetve 0,0122.

19 Az eredeti törvényben ez szerepelt! Mégis nagyon furcsa lenne, ha 2013 után a magánnyugdíjpénztári szolgáltatás egyszerre adókötelessé válna. Főként azért, mert a személyi jövedelemadót a munkavállaló elvégre a pénztári tagdíj után is megfizette, vagyis nem mondható, hogy a járulékok adómentessége miatt jogos lehet a nyugdíj adózása. (A 2010. évtől bevezetett szuperbruttósítás némileg változtat ezen.) S ne feledjük, hogy tőkésített rendszerben nem lehet hirtelen elhatározás alapján egyszer csak bruttó alapon számolni a nyugdíjakat.

20 A tényleges nyugdíjba lépésig a mindenkori valorizáció miatt a megszerzett kereset természetesen nem mai értéken fog szerepelni. De feltesszük, hogy az alapján számolt induló nyugdíjat is a jövőbeli valorizációnak megfelelően diszkontáljuk. Így a mai értékre számolt nyugdíjakat fogjuk összehasonlítani a ma rendelkezésre álló nyugdíjpénztári fedezetekkel.

21 A számításokhoz a bruttó átlagkereseteknek a tb által a 2009. évben nyugdíjba lépők esetén felhasznált járulékkulcsaival, illetve a járulékkal csökkentett bruttó jövedelmek adott évi adóelőírásai szerint nettósított jövedelmeknek az érvényes valorizációs táblázatokkal valorizált értékei átlagaival számoltunk.

dékhoz²² szükséges fedezettel rendelkezzen. A fedezeti szükséglet számításához a 62 éves korban induló életjáradékok fajlagos fedezeti szükségletével számolva²³, ehhez a számított fedezeti szükséglet 1720 ezer forint. Az előző fejezetben bemutatott elemzés alapján viszont azt látjuk, hogy ma minden nyugdíjpénztári portfólióban (kivéve a Évgyűrű2 és Évgyűrű3 portfóliókat) ezt meghaladó összegű fedezettel rendelkeznek a pénztártagok, sőt a portfóliók 80 százalékában a rendelkezésre álló fedezet 10 százalékot meghaladó mértékben nagyobb, mint az elvárt fedezet. Hat olyan portfólió van, ahol a többlet a 25 százalékot is meghaladja (Dimenzió1, Honvéd1, Questor3, Életút1, AXA1, Életút2). Az persze igaz, hogy ezek csak nagyon kevés tagot számláló portfóliók.

Természetesen újra hangsúlyozzuk: semmiféle biztosíték nincs arra, hogy egy magánnyugdíjpénztári tag nyugdíjba lépéskor az általunk alkalmazott módszertan szerint számolt járadékot kapna.

Fontosnak tartjuk megjegyezni: a bruttó átlagkeresetek és a 2013 utáni szabályozást figyelembe vevő nyugdíjjogosultságok vizsgálata alapján arra a következtetésre jutottunk, hogy egyik magánnyugdíjpénztári portfólióban sem rendelkeznek a tagok az annak alapján meghatározott tb-nyugdíj elveszített 25 százalékának a kompenzálásával!²⁴ Ezért lesz nagyon fontos, hogy a törvényhozók a 2013. évtől érvényes szabályozást nagyon nagy körültekintéssel dolgozzák ki.

És lehetőleg minél hamarább.

(A felhasznált adatok forrása: Nyugdíjpénztári hozamok 2000–2009, <http://www.pszaf.hu>, http://www.pszaf.hu/data/cms2127509/nyphozamok_2000_2009.pdf)

22 A havi 33 ezer forint 25%-a.

23 A 62 éves korban induló járadék mai értékéhez a mai tőkeérték felkamatolásával kellene számolni. De ha feltesszük, hogy az így kapott járadékok mai értékét ugyanazokkal a rátákkal való diszkontálással kapjuk, akkor számolhatunk a mai tőkeértékeknek a 62 éves korhoz tartozó fedezeti szükségleteivel. Az egységjáradék fedezeti szükségleteit 3,5% technikai kamattal, évi 1% költséggel és inflációs indexálással számoljuk. Az annuitástényező számolásakor a 2004. évi halandósági táblázatokat használtuk. (Alacsonyabb technikai kamatlábban értelemszerűen magasabb fedezeti szükséglet adódna, de az érvényes inflációs előrejelzések mellett a 3,5% nem irreálisan magas.)

24 Ha a magánnyugdíjak 17%-os adózását feltételezzük.

MELLÉKLET

**A magánnyugdíjpénztári portfóliók minősítése
a 2009. évben ismert hozammutatók alapján**

Portfóliók	Rövid távú teljesítmény		2008. évi veszteség kompenzálása	Hosszú távú teljesítmény		Portfólió minősítése
	Érték-megőrzés	Referencia-követés		Referencia-követés	Érték-megőrzés	
VIT2	Kiváló	Túteljesítő	Gyenge	Túteljesítő	Jó	Kiváló
VIT3	Kiváló	Túteljesítő	Elogadható	Túteljesítő	Jó	Kiváló
Dimenzió1	Kiváló	Megfelelő	Kiváló	Megfelelő	Kiváló	Kiváló
Honvéd1	Kiváló	Megfelelő	Jó	Megfelelő	Kiváló	Kiváló
Vasutas1	Kiváló	Túteljesítő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Questor1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Kiváló	Megfelelő
VIT1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Vasutas2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Vasutas3	Kiváló	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő	Jó	Jó
Questor2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Dimenzió2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Életút3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Túteljesítő	Jó	Jó
Postás3	Kiváló	Megfelelő	Jó	Megfelelő	Jó	Jó
Questor3	Kiváló	Túteljesítő	Kiváló	Megfelelő	Elogadható	Kiváló
Életút1	Jó	Elmaradó	Jó	Megfelelő	Kiváló	Jó
ING2	Kiváló	Túteljesítő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Jó
Erste3	Kiváló	Túteljesítő	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Jó
Életút2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Honvéd2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Postás2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
MKB2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Postás1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Jó
ING1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Jó
Aranykor1	Kiváló	Elmaradó	Elogadható	Elmaradó	Jó	Megfelelő
Évgyűrűk1	Jó	Elmaradó	Jó	Megfelelő	Jó	Jó
AXA1	Jó	Elmaradó	Kiváló	Megfelelő	Jó	Jó

Portfóliók	Rövid távú teljesítmény		2008. évi veszteség kompenzálása	Hosszú távú teljesítmény		Portfólió minősítése
	Érték-megőrzés	Referencia-követés		Referencia-követés	Érték-megőrzés	
AXA3	Jó	Túteljesítő	Rossz	Túteljesítő	Gyenge	Jó
Dimenzió3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Honvéd3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
ING3	Kiváló	Megfelelő	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Erste2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Aranykor2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Aranykor3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
MKB1	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
OTP2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Erstel	Jó	Elmaradó	Kiváló	Elmaradó	Jó	Megfelelő
Évgyűrűk2	Kiváló	Túteljesítő	Rossz	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő
Budapest1	Jó	Túteljesítő	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
Allianz3	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
MKB3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
OTP3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Budapest2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Budapest3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Évgyűrűk3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
Allianz1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
Allianz2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
AXA2	Elogadható	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Generali 2	Kiváló	Túteljesítő				
Generali 3	Jó	Elmaradó				
Prémium1	Jó	Elmaradó	Elogadható			
Prémium2	Elogadható	Elmaradó	Rossz			
Prémium3	Kiváló	Elmaradó	Jó			