



MAGYAR NEMZETI BANK

## MNB-tanulmányok

48.

2006

DR. CZAJLIK ISTVÁN–SZALAY GYÖRGY

A magánnyugdíjpénztárak működése  
és szabályozása



**dr. Czajlik István–Szalay György**

**A magánnyugdíjpénztárak  
működése és szabályozása**

**2005. december**



Az „MNB-tanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák,  
és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

MNB-tanulmányok 48.

A magánnyugdíjpénztárak működése és szabályozása

Írta: dr. Czajlik István–Szalay György

(Magyar Nemzeti Bank, Pénzügyi stabilitás)

Budapest, 2005. december

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Missura Gábor

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1585-5678 (on-line)



# Tartalom

<b>Bevezetés</b>	5
<b>1. Nemzetközi tapasztalatok</b>	7
1.1. A második pillérben működő alapok fajtái	7
1.2. A második pillérben működő alapok	15
1.3. A második pillér működésének nemzetközi tapasztalatai	17
1.4. Megállapítások	24
<b>2. A hazai magánnyugdíjpénztárak hatékonysági vizsgálata</b>	26
2.1. A pénztári rendszer kialakulása	26
2.2. A magánpénztári piac mérete	26
2.3. Irányítási és szervezeti kérdések	29
2.4. Díjterhelés	31
2.5. Költségszerkezet és profitabilitás	33
2.6. A pénztárak portfóliójának alakulása	36
2.7. Pénztári hozamok	39
<b>3. Szabályozási kérdések</b>	42
3.1. A pénztárak működési formája	42
3.2. Transzparencia	44
3.3. A díjszerkezet és a díjak szintjének szabályozási kérdése, a rendszer működési költségei	47
3.4. A portfólió összetétele, hozama és a vagyonkezelés ösztönzői	48
3.5. Szabályozási lehetőségek	49
3.6. További vizsgálandó kérdések	50
<b>4. Összefoglaló</b>	51
<b>5. Irodalomjegyzék</b>	54
<b>1. melléklet: Terhelési mutató</b>	56
<b>2. melléklet: A lengyel alapkezelők költségeinek elemzése</b>	57
<b>3. melléklet: A svéd intézményi modell</b>	60



# Bevezetés<sup>1</sup>

A tanulmány célja a magyar magánnyugdíjpénztárak működési tapasztalatainak összegzése. Az elemzés elvégzését indokolja, hogy a pénzügyi közvetítés növekvő fontosságú szegmensét jelentő nyugdíjpénztári rendszer hatékony működése, valamint a nyugdíjpénztári rendszerbe vetett bizalom hosszú távú fenntartása a pénzügyi stabilitási szempontból támogatandó cél. A szektor stabilitási szempontú vizsgálatának fontosságát növeli, hogy a magánpénztári rendszer kötelező jellegéből fakadóan a tagok nagyrészt kiszolgáltatottak az esetleges negatív hatásokkal szemben, melyek érdekeik potenciális sérülése mellett egyrészt az időskori egzisztenciális kockázatokon keresztül a háztartások pénzügyi pozícióját, másrészt a jelenlegi rendszer hosszú távú működését is hátrányosan befolyásolhatják. Az elemzés a jelenlegi intézményi struktúra hatékonyságát vizsgálja, a jelenlegi hárompilléres nyugdíjrendszer kereteit adottnak veszi. A tanulmány elemzési horizontját a pénztárak felhalmozási periódusára szűkítettük, a kifizetési periódusba tartozó, járadékfizetéssel kapcsolatos kérdések jelen tanulmánynak nem képezik részét<sup>2</sup>.

A magánnyugdíjpénztárak működésének elemzéséhez felhasználjuk a nemzetközi tapasztalatokat. Mivel a nyugdíjrendszerek mind szervezeti, mind finanszírozási megoldásaikat tekintve rendkívül változatos képet mutatnak, ezért a tanulmányban kizárólag a világbanki reformkoncepció alapján induló nyugdíjreformok tanulságait elemezzük. Az első fejezetben a reformországok tapasztalatainak ismertetésén túlmenően azonosítjuk azokat a szempontokat, amelyek alapján értékelhető a pénztári működés.

A második fejezetben – a banki és biztosítói alapítású pénztárakra fókuszálva – a működés hazai tapasztalatait elemezzük. A vizsgált területek közé tartozik a pénztárak irányítási gyakorlatának áttekintése, a pénztárak díjterhelésének és költségeinek elemzése, a pénztárak befektetési politikájának, a befektetések összetételének és hozamainak az elemzése.

A harmadik fejezetben a felmerülő szabályozási kérdéseket tekintjük át és megfogalmazzuk javaslatainkat a kívánatosnak tartott változásokról.

---

<sup>1</sup> A szerzők köszönetet mondanak Borza Gábornak, Erdős Mihálynak, Farkas Miklósnak, Holtzer Péternek, Kovács Zsoltnak, Matits Ágnesnek, Póra Andrásnak a hasznos észrevételekért és Bálint Tamásnak az adatgyűjtésben nyújtott segítségéért.

<sup>2</sup> Ezen a területen jelentős szabályozási munkára van szükség a közeljövőben, amelynek szakértői egyeztetése már megindult.





# 1. Nemzetközi tapasztalatok

A kívánatos nyugdíjrendszer felépítése a kilencvenes évek eleje óta világszerte az érdeklődés középpontjában áll. A viták egyik fontos eleme a különböző alternatív megoldások előnyös és hátrányos vonásainak mérlegelése. A '90-es évek elejére – elsősorban a demográfiai és foglalkoztatási változások hatására – sürgetővé vált a nyugdíjrendszerek hosszú távú fenntarthatóságának elemzése. Az elemzések közül az egyik legnagyobb hatású a World Bank (1994) kutatási tanulmánya, amely a probléma részletes feltárásán túlmenően javaslatokat fogalmazott meg a kívánatos nyugdíjrendszerre vonatkozóan. A világbanki javaslat központi eleme az ún. többpilléres rendszer (multipillar system), amely a kötelező felosztó-kirovó rendszer mellé bevezetni ajánlja a kötelező, tőkefedezeti (funded) és járulékkal meghatározott (defined contribution) módon működő második pillért (a továbbiakban második pillér) és az önkéntes alapon működő harmadik pillért. A világbanki ajánlás a magyarországi nyugdíjreformra is meghatározó befolyást gyakorolt (Augusztinovics et al.[2002]), egyes hazai sajátosságokkal<sup>3</sup> e koncepció alapján alakult ki a magyar hárompilléres rendszer is.

A nemzetközi szakirodalomban a második pillérrel kapcsolatban két alapvető témakör merül fel. A második pillér tulajdonságait elemzik egyrészt a kívánatos nyugdíjrendszer szempontjából (alapvető tulajdonságok), másrészt elemzik annak megvalósítási kérdéseit. A második pillér alapvető tulajdonságainak kérdésköre (így például a generációk közötti kockázatmegosztás hiánya, a bizonytalan helyettesítési ráta, nemzetgazdasági szinten a megtakarítások növeléséhez való hozzájárulás feltételei stb.) túlmutat az elemzési keretünkön. A megvalósítási kérdések köréhez tartozik a második pillér szabályozásának konkrét megoldásai, ez szolgáltatja az elemzésünk számára a kiindulópontot.

A működési hatékonyságot a második pillér vonatkozásában úgy definiálhatjuk, hogy milyen ösztönzők mellett érhető el a rendszer szinten rögzített munkavállalói tagdíj mellett maximális nettó hozam a megtakarításokon. A nettó hozam az összes költséggel korrigált bruttó hozam, tehát tartalmazza a működés kiadásait is. A szakirodalomban felmerülő megvalósítási kérdések – mint később látni fogjuk – tartalmazzák mind a hozamokra ható tényezőket, mind a költségek szintjének, szerkezetének elemzését.

## 1.1. A MÁSODIK PILLÉRBEN MŰKÖDŐ ALAPOK FAJTÁI

A második pillérben működő alapok tipikusan tőkefedezeti alapon működnek, azaz a tagok befizetéseit elkülönítik (egyéni számlán vagy egységesen) és az ezek befektetéséből származó összeg képezi a nyugdíj egy részének alapját (jellemzően járadék formában). A második pillérben alapvetően kétféle nyugdíjnyújtás képzelhető el. A járadékkal meghatározott (defined benefit, DB) rendszerekben a nyugdíj összege a munkavállaló nyugdíjba menetele előtti jövedelmének meghatározott százalékában előre rögzített, így egyfajta garanciát is tartalmaz. A keresetet terhelő levonások és a munkáltató hozzájárulásának mértéke a DB rendszerekben aktuárius számításokon alapszik. A fix kötelezettségek és eszközök közötti többletet vagy hiányt általában a szponzor (jellemzően a munkáltató) használhatja fel, vagy finanszírozza meg. A járulékkal (defined contribution, DC) meghatározott rendszerben a keresetet terhelő levonások aránya rögzített. A DC rendszerű alapok esetében az évek során az egyéni számlán felhalmozott megtakarítások és hozamuk jelentik a nyugdíjak alapját. A felhalmozott vagyomból a nyugdíjjogosultság elérésének időpontjában a megtakarító járadékot vásárol.

Mivel a magyar nyugdíjpénztárak DC alapon működnek, ezért elemzésünk első részében a magánalapon működő, kötelező, tőkefedezett alaptípus működési hatékonyságáról szóló szakirodalmi vitákat és azon országok tapasztalatait mutatjuk be, amelyekben ilyen típusú alapok működnek. A következőkben, amikor második pillérről, illetve nyugdíjalapról írunk, akkor az alatt DC típusú szolgáltatást kínáló, tőkefedezeti, kötelező részvétellel működő alapot értünk.

### A második pillér működésének kritikus kérdései a szakirodalom alapján

A második pillér kialakításáról szóló döntés<sup>4</sup> után számos kérdés merül fel a működés során. A World Bank (1994)<sup>5</sup> kutatási tanulmánya szerint a tőkefedezeti alapon működő második pillér leghatékonyabban magánirányítás mellett működ-

<sup>3</sup> Ilyen például az önkormányzati elven működő pénztár, mint intézményi forma, a svájci indexálás bevezetése.

<sup>4</sup> Ebbe a döntésbe értjük bele a rendszer felépítéséről szóló döntést (paraméterek meghatározása, átmenet szabályozása, intézményrendszer alapjai stb.)

<sup>5</sup> 218–231. o. Megjegyezzük, hogy a világbanki anyag kizárólag a chilei rendszer tapasztalatait használta fel a működési kérdések tárgyalásakor.

tethető. A magánalapon irányított rendszerek historikus hozamai jelentősen meghaladják az államilag irányított tőkefedezeti alapokét. Az alapkezelő társaságok a befektetési eredményeik alapján versenyeznek a megtakarítókért. Nem megfelelő teljesítmény esetén a fogyasztók költségmentesen átvihetik a megtakarításaikat más alapkezelőhöz. A fogyasztókért folyó verseny alacsony szinten tartja a költségeket. Az alapkezelői tevékenység erőteljes szabályozása azonban szükséges, mert a tagok jelentős része nem rendelkezik kellő szakértelemmel és ezzel a nyugdíjalap kezelői visszaélhetnek. A világbanki tanulmány a következő területeket ítéli a megvalósítás szempontjából lényegesnek:

- A megfelelő menedzsment és az alapok szolvenciájának biztosítása.
- A befektetési kockázatok behatárolása befektetési szabályok és közzétételeken keresztül.
- Befektetési lehetőségek, külföldi befektetési eszközök igénybevétele.
- A vagyonkezelési és adminisztratív költségek szabályozása.
- A járadékszolgáltatás szabályozása.
- Az alapok felügyelete.
- A garanciák kérdése.

A Világbank szerint a kötelező második pillér a közepes és magas jövedelmű országokban a leginkább működőképes, mivel ezekben az országokban a lakosság már rendelkezik elég információval ahhoz, hogy megfelelő befektetési döntéseket hozzon meg.

Ország és Stiglitz (2001) elemzésében a Világbank nyugdíjrendszerekre vonatkozó politikájának egyes feltételezéseit bírálja. Megkérdőjelezi azt a feltételezést, hogy az alapok közötti verseny leszorítja az adminisztratív költségeket. A szerzők véleménye szerint a verseny legfeljebb normál profitot eredményez a piacon, a költségek szintjére önmagában nincs hatással. A szerzőpáros támadja azt a feltételezést, hogy az állami alapon működtetett tőkefedezeti alapok teljesítménye szignifikánsan rosszabb lenne a magán irányítású alapokéval összehasonlítva.

Mesa-Lago (2001) 10 latin-amerikai ország tapasztalatait elemzi. A reformok egyes alapvető feltételezéseit vizsgálja a nyugdíjalapok vonatkozásában, így többek között a szolgáltatók közötti versenyre, a verseny költségeket leszorító hatására, a magas reálhozamokra, és a befektetési portfólió diverzifikáltságára vonatkozó feltételezéseket teszteli. Megállapításai az esetek többségében megkérdőjelezik az alapfeltételezések helytállóságát.

Modigliani és Muralidhar (2004) az optimális nyugdíjreformot tárgyaló elemzésében három, a nyugdíjalapok működésre vonatkozó kérdést vizsgál. Véleményük szerint fontos a megfelelően hatékony irányítási rendszer (governance), megkérdőjelezik az aktív vagyonkezelés eredményességét a passzív vagyonkezeléssel szemben, és felvetik a magas költségek hatását a helyettesítési rátára.

Srinivas, Whitehouse és Yermo (2000) a világbanki reformok alapján induló nyugdíjalapok szabályozását tekintik át. Megállapításuk szerint a nyugdíjalap, mint önálló intézmény korlátozza az egyéni választás lehetőségét, mivel a megtakarító csak egy alapon tarthatja a megtakarításait. A szerzők és Shah (1997) kritizálják a nyugdíjalapok szabályozásának számos elemét, így a túl szigorú befektetési korlátokra, az alapok minimumhozamára és a díjstruktúrára vonatkozó szabályokat.

A szakirodalom véleményünk szerint **négy olyan témát jelöl meg**, amely elemzése a magyar pénztárak működése szempontjából is releváns, és amelyek mentén vizsgálható a magánnyugdíj alapok működési hatékonysága.

### **1.1.1. Az alapkezelők piacának működési jellemzői**

A kötelező részvétellel megalkotott második pillér egy új megtakarítási piacot hoz létre, ahol a felügyeleti engedéllyel rendelkező alapkezelő társaságok kínálhatják számlavezetési és vagyonkezelési szolgáltatásaikat, a szabályozás által meghatározott keretek között. Az alapkezelők által kezelt alapokat retail alapoknak is nevezi, utalva a professzionális vezetésre és a megcélzott fogyasztói körre. Az alapkezelők versenyhelyzetét a piacon a verseny, a megtakarítók alapválasztási döntései erősítik. A megtakarító szabadon dönthet arról, hogy melyik alapba lép be és amennyiben az alap teljesítményével elégedetlen, költségmentesen szolgáltatót válthat (World Bank [1994]). A tartósan rosszul teljesítő retail alapok tehát számíthatnak arra, hogy a tagságuk akkora hányada „elvándorol”, amely már érzékenyen érinti versenyhelyzetüket, jövedelmezőségi kilátásukat.

A *megtakarítók döntésein* alapuló versenyhez számos feltétel teljesülésére van szükség. Ezeknek a feltételeknek a megléte biztosíthatja azt, hogy a fogyasztók világosan rangsorolni tudják két alapkezelő termékét. A megtakarítók részére megfelelően áttekinthető formában rendelkezésre kell állniuk a releváns információknak a döntés megalapozásához, értékelniük kell tudni az információkat, időt kell szánniuk a döntés meghozására, az esetleges átlépés lebonyolítására. Ezért szükségszerű olyan könnyen értelmezhető és összehasonlítható mutatók megalkotása, amelyek a releváns információkat tömörített formában hordozzák. Ha a megfelelő információ rendelkezésre áll, akkor is kérdéses, hogy a megtakarítók pénzügyi kultúrája eléri-e azt a szintet, amely a kellő döntésekhez alapot ad. Ehhez ugyanis tisztában kell lenniük a különböző hozammutatók (nettó, bruttó) tartalmával, tudniuk kell értékelni az alap működését. A hozammutatók értékének megítéléséhez ismerni kell a befektetési politika alapelemeit, a benchmark mutató tartalmát. Az alap gazdálkodásának elemzésekor meg kell tudni állapítani a működés költségeit. Más alap teljesítményével való összehasonlításakor értékelni kell tudni a kockázatvállalásból származó különbségeket.

Magas szintű pénzügyi kultúra esetén is kétséges, hogy miképpen lehet a vagyonkezelés eredményességét megfelelően mérni. Ambarish és Seigel (1996) szerint ahhoz, hogy a jó és a rossz teljesítményű vagyonkezelőket statisztikailag egyértelműen meg lehessen különböztetni egymástól, a benchmarkon felüli jelentős teljesítmény esetén is több mint 175 megfigyelés szükséges.

A gyakorlatban a megtakarítókért folyó verseny nagyrészt az *ügynökök akvizíciós tevékenységén* keresztül zajlik, az önkéntes átlépések száma kevés. Ennek következtében az alapoknak ügynökhálózatot kell létrehozniuk és működtetniük, ha piaci pozíciójukat meg kívánják őrizni. A saját ügynökök tevékenységében további érdekkonfliktusok rejlenek, ezért az ügynöki tevékenységre is részletes szabályozást dolgoztak ki számos országban.

A második pillér implementációja során kérdés, hogy miképpen lehet a szabályozás során a retail alapok közötti versenyhelyzetre hatni. A hagyományos szabályozói válasz a megfelelő transzparencia kialakítása és az akvizíciós tevékenység szabályozása. A transzparencia kulcseleme a költségek és hozamok **egyszerű és fair mérése**, amely a tagot segítheti a megfelelő alap kiválasztásában.

### 1.1.2. Megfelelő irányítás

A felelős irányítás (corporate governance) elsősorban azoknál a szervezeteknél kiemelten fontos kérdés, ahol a tulajdonosi szerkezet elaprózódott. A felelős irányítás ezeknél a szervezeteknél arra keresi a választ, hogy **milyen ösztönzőkkel biztosítható az, hogy a tulajdonos és a menedzser érdekei egyezzenek**.

A második pillér retail alapjait világszerte túlnyomórészt **alapkezelők kezelik és irányítják**. Ebben az esetben a vagyonkezelést és adminisztrációt az alapkezelők végzik önállóan, vagy a kapcsolódó pénzügyi csoport. A tagok csak a „lábbal” tudnak szavazni, bár a tagok képviselete sok esetben biztosított az irányító testületekben. Az alapkezelők általában szervezetileg elkülönülnek a mögöttes pénzügyi csoporttól (vagy függetlenek) ezáltal is biztosítva a gazdálkodásuk transzparenciáját és az érdekkonfliktusok hatékonyabb kezelését.

A vállalati alapok esetében a független vezető testületek hatékony tagi érdekképviselete ösztönöz a hatékony gazdálkodásra. A kötelező, a munkáltatók által működtetett időskori megtakarítási rendszerekben a vállalati alapok nem versenyeznek egymással, ez a tipikusan kínált meghatározott járadékú (DB) nyugdíjból is következik.<sup>6</sup> A munkáltatókhoz kötődő DC típusú alapok ritkák (lásd fent), azonban az ilyen alapoknál elvárás a független és a tagok érdekét kizárólag képviselő irányító testület. Elméletileg a tagok érdekét képviselő, az alap számára szolgáltatásokat nyújtó külső szolgáltatóktól független irányító testület jótékony hatással lehet az alapok működésére. Ez esetben az átlépéseknek csak indirekt hatása van a szolgáltatók magatartására, a közvetlen hatást az alapok irányító testülete gyakorolja a szolgáltató teljesítményének értékelésével, a nem megfelelő eredmény szankcionálásával. Egy kellően független, szakértelemmel rendelkező igazgatóság képes lehet optimális befektetési politika kialakítására és szigorú költséggazdálkodásra. A költségek alacsony szinten tartását az is segíti, hogy általában ezek az intézmények non-profit alapon működnek és a tagok akvizíció útján történő szervezését rendszerint törvényileg tiltják számukra.

<sup>6</sup> Itt ugyanis a kínált helyettesítési ráta (a nyugdíj az utolsó évek munkabérének hányadában) előre meghatározott.

Önkormányzati alapon történő szerveződésre Svájc kivételével Magyarországon kívül a második pillérben nem találunk példát. Egyes önkormányzati alapon szerveződő kölcsönös alapok hagyományosan a megtakarítási piac önkéntes szegmensében kapnak szerepet egyes európai országokban (pl. Belgium, vagy Franciaország).

A megfelelő irányítás alatt az alap szerveződési formáján túlmenően **egyes intézményi megoldásokat értünk**. Ezek közé tartozik egyes kontroll funkciók kialakítása (pl. letétkezelő alkalmazása stb.), az érdekkonfliktusos helyzetek megfelelő kezelése (pl. kiszervezés esetén), az irányítási szintek felelősségének és minimális feladatainak meghatározása. Ezek a megoldások mind azt célozzák, hogy az intézmények irányítása megfelelő fékek és ellensúlyok között történjen és ezek biztosítsák azt, hogy az alapok valóban a tagok érdekének elsődlegessége alapján működjenek.

Az implementáció során kérdésként merül fel az, hogy milyen szabályok vonatkoznak az alapkezelők vezető testületeire, az alap kezelése közben felmerülő érdekkonfliktusokra.

### 1.1.3. A megtakarításokat terhelő díjak szintje, az alapok működési költségei

A nyugdíjrendszer második pillérével kapcsolatban gyakori kritika, hogy annak **gyakorlati implementálása nagy költségekkel járhat**, amely **jelentősen csökkentheti** a nyugdíjak várható értékét. A versenyző piacokon a hagyományos mikroökonómiai elmélet alapján a társaság normál profitot realizál. Ha nem érvényesülnek a versenyző piac feltételei, akkor a normál profiton túlmenően pozitív gazdasági profitot realizálhat a társaság. E pozitív gazdasági profit további költség a tagok szempontjából. A versenyző társaság költségszintje és normál profitjának költsége **tehát a második pillér alapvető tulajdonságaihoz tartozik**.

A szakirodalomban legtöbb teret kapó téma a díjak szintje, a költségek fajtái (költségszerkezet) és a költséghatékonyság, költségszerkezet változása a nyugdíjrendszer érése során. A működési költségek több figyelmet érdemelnek, mert

- jelentős hatással vannak a nyugdíj-megtakarítások szintjére (a helyettesítési rátára),
- növelik a minimális nyugdíjra és egyéb nyugdíjhoz kapcsolódó kötelezettségekre vonatkozó állami feltételes kötelezettségvállalások értékét, mivel a magasabb költségszint alacsonyabb átlagos nyugdíjat jelent és ez hatással lehet a garanciák igénybevételére,
- különösen a nyugdíjrendszerek indulását követő időszakban bizonytalan, hogy a verseny milyen hatást tud gyakorolni a költségszintre, mivel ekkor a piac gyorsan bővül és jelentős egyszeri költségek merülnek fel.

Mivel a nyugdíjalapok bevételeinek, költségeinek és profitabilitásának adatai általában nem hozzáférhetőek, ezért a működés költséghatékonyságát a nemzetközi irodalomban elsősorban díj-<sup>7</sup> és költségmutatókon keresztül vizsgálják, illetve egyes szerzők elemzik a költségek szerkezetének és dinamikájának alakulását is. Annak ellenére, hogy a megfelelő összehasonlítást számos tényező teszi nehezzé, kísérletet teszünk azon szükséges kritériumok meghatározására, amelyek teljesülése esetén az összehasonlítás fogódzót kínálhat a költséghatékonyság méréséhez.

#### Díjszerkezet

A működési költségek fedezete túlnyomóan a tagok által fizetett **díjakból** származik, ezért a költségszinteket és a profitabilitást a **díjterhelés elemzésével is lehet közelíteni**. Ezen túlmenően a díjszerkezet vizsgálatával közelítő becslést lehet arra adni, hogy a nyugdíjak várható értékét mennyivel csökkentik a levonások. A szakirodalomban több mérőszámot konstruáltak a díjak hatásának egységes mérésére, mivel a megtakarításokat számos különböző levonás terheli a megtakarító pályafutása során. Az alkalmazott díjak közé tartoznak

- a munkabért terhelő levonásokból származó díjak,
- vagyonarányos díjak,
- profitarányos díjak,
- kereskedés díjai,

<sup>7</sup> Pl. Mitchell (1999), Whitehouse (2001), James, Estelle; Smalhout, James and Vittas, Dimitri (2001), Clare (2001), Ország (1999), Dobronogov és Murthi (2005), Chlon (2002), Stanko (2003).

- letétkezelésért járó díjak,
- átlépés díjai.

A díjakat Ország (1999) funkcionálisan három csoportba osztja. A felhalmozási időszak költségei közé tartoznak az adminisztráció és a vagyonkezelés díjai. A megtakarításokat általában díjak terhelik a befizetés összegének változása, illetve alapváltás esetén, ezek a módosítási költségek. Végül a nyugdíjjáradék megvásárlásának is költsége van, ez a járadékköltség. Ország szerint az utóbbi két költséget gyakran nem veszik figyelembe a rendszer teljes költségének kiszámításakor.

Az elemzésekben alkalmazzák az **eszközarányos díjterhelési mutatót**, amely a felhalmozási időszak költségeinek mérésére alkalmas. E mutató a felhalmozási időszak díjtételeit (tipikusan vagyonkezelési és adminisztrációs díj) viszonyítja éves szinten az átlagos nettó vagyonhoz. A mutató érzékeny a felhalmozott vagyonra, a kínált szolgáltatások fajtájára, és az alap típusára (az eltérő értékesítési csatornák költségvonzata következtében), az elemzésnél ezeket a korlátokat figyelembe kell venni.

Diamonds (1999) hasonló osztályozás alapján meghatározza az ún. **terhelési mutatót** (charge ratio), amely a megtakarítási életpályára vonatkozó alapfeltételezések szerint<sup>8</sup> azt mutatja meg, hogy hány százalékkal csökkenti a nyugdíjak várható értékét a tagok által fizetett díjak. A terhelési mutató tulajdonképpen az alapfeltevések segítségével megbecsüli a megtakarítások összegét a nyugdíjba menetel előtt és ezt viszonyítja a terhelésmentes megtakarításokhoz. A terhelési mutató elsősorban policy célokra használt mérőszám, segítségével a különböző típusú nyugdíjrendszerek **hosszú távú költségvonzatait lehet mérni**, azonban a működési hatékonyság mérésére rövid távon kevésbé alkalmas. Whitehouse (2001) és Dobronogov (2005) számos országra közli a mutató értékeit. A kapott mutatókból látható, hogy a terhelési mutató értéke a felhalmozási periódus díjtételeit figyelembe véve 6-7%-30%-os sávban mozog. A mutató értékét nagymértékben meghatározza az, hogy az adott ország nyugdíjrendszerében mennyire központosítva alakították ki a megtakarítások kezelését, hatással van rá a nyugdíjrendszer érettsége és a hatékonyságbeli különbségek is. A privatizált rendszerek többségében a terhelési mutató 15-30% körüli értéket ér el. A fiatalabb/kevésbé hatékony rendszerek a sáv felső részében helyezkednek el.

### A költségek fajtái

Az alapok működése során az alapkezelőnek számos feladatnak kell eleget tennie. Ezek azonosítása és a hozzájuk tartozó költségek becslése szükségszerű az összehasonlítások elvégzéséhez. Mivel a különböző nyugdíjrendszerekben egyes feladatokat más-más szervezet láthat el (pl. központosított állami ügynökség), illetve a finanszírozását részben alapon kívüli támogató szervezet viselheti (pl. vállalati szponzor), **ezért fontos azt tudni, hogy a költségek mekkora részének viselője ténylegesen az alap**. A költségek összehasonlításának másik oldala a nyújtott szolgáltatások minősége. A vagyonkezelésnél például a több választási lehetőség, a gyakoribb tájékoztatás, az aktív stratégiák alkalmazása növeli a szolgáltatás költségét.

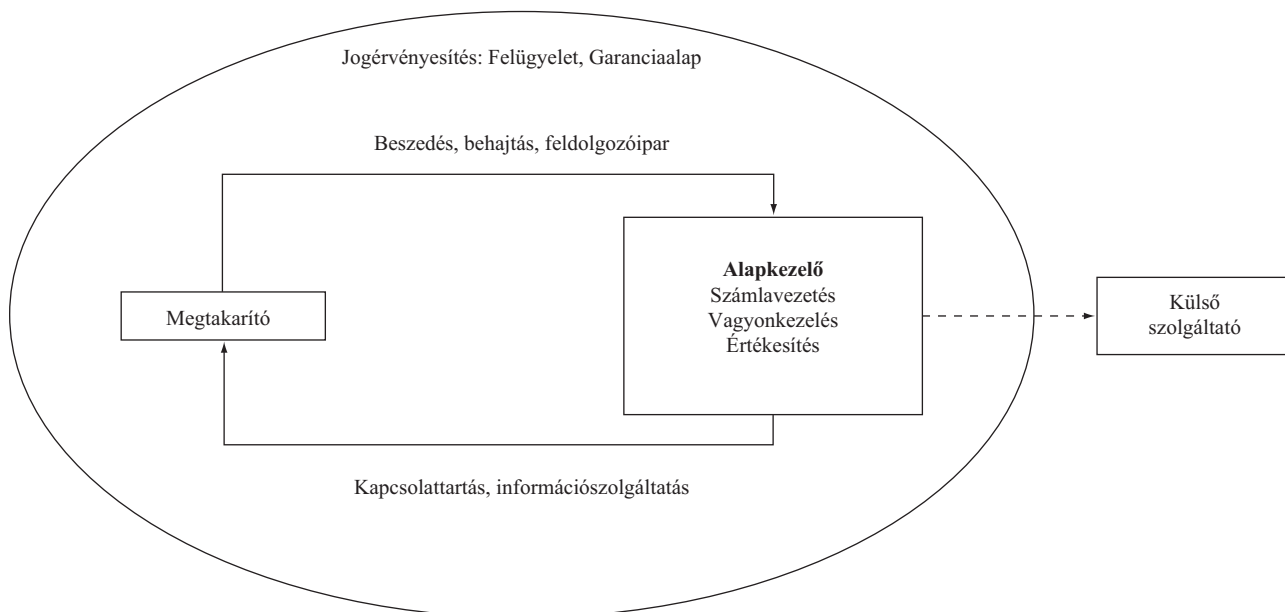
James et al. (2001) és CBO (2004) alapján a következő költségeket különböztetjük meg:

- **A tagdíjak begyűjtése, a befolyt összegek ellenőrzése, az elmaradt tagdíjak behajtása.** Jelentős költségelem és számottevő fix költségei vannak (adminisztrációs rendszer kiépítése). Egyes országokban központosítják ezt a feladatot, ekkor a beszedő szervezetnek az alap díjat fizet e szolgáltatásért (pl. Lengyelország). A tagdíjak begyűjtésének költsége alacsonyabb azokban a rendszerekben, ahol a munkáltató vonja le a tagdíjat, mint ahol a munkavállalónak kell gondoskodnia a befizetésekről, mivel az utóbbi megoldás alapján a fizetési fegyelem kisebb.
- **Számlavezetéssel és a tagokkal való kapcsolattartással felmerülő költségek.** E költségekre erőteljes hatással van a szolgáltatások összetettsége, a tagok száma, az alapkezelő (adminisztrációt nyújtó szervezet) hatékonysága. A fix költség jellegből adódóan fontos döntés, hogy közvetlen az egyéni számlákat terhelje, ami a kis összegű számlák esetében erőteljes díjterhelést jelenthet, vagy vagyonarányosan vonják le, amely megoldás tulajdonképpen támogatás a nagyobb összegű számlákról a kis összegű számlák részére. A kapcsolattartás költségei jelentős részben a kapcsolatok számától függ, de hatással van rá a megküldött információk mennyisége, illetve előállításának össze-

<sup>8</sup> Mint például bérnövekedés, hozam, költségek szintje. Részletesen foglalkozik a terhelési mutatóval az első melléklet.

## 1. ábra

### A második pillérben felmerülő legfontosabb feladatok



tettsége is. A számlavezetési szolgáltatást gyakran külső szolgáltatók nyújtják, de a fix költségek miatt több országban ezt is központosítják (pl. Svédország).

- **A befektetési szolgáltatásokkal kapcsolatos költségek.** Ezek a költségek nagyrészt a kezelt vagyontól, az igénybe vett vagyonkezelési szolgáltatástól és a befektetési eszközkategóriától függenek. E költségek változó költségek, jellemzően a vagyon növekedésével vagyonarányosan csökkennek. James (2004) adatai szerint az USA-ban egyedi ügyfelek részére az aktív vagyonkezelésnek átlagosan 52 bázispont, a passzív vagyonkezelésnek 8 bázispont költsége van, az intézményi befektetők részére ezeknek a szolgáltatásoknak az ára 25–55 illetve 1–5 bázispont között mozog.<sup>9</sup> Svédországban a második pillérben a központilag pályázatott vagyonkezelés költsége a kezelt vagyon méretétől függően változik, súlyozott átlagos értéke 43 bázispont 2003-ban<sup>10</sup>.
- **Akvíziós és marketing (A&M) költségek.** E kategóriába tartozik a marketingtevékenység és a termék értékesítésének kiadásai. Attól is függ a nagysága, hogy milyen értékesítési csatornákon keresztül kínálják a szolgáltatást. Jellemzően a második pillérhez kapcsolódó szolgáltatásokat ügynöki tevékenységen keresztül értékesítik. A kezdeti A&M költségek jelentősek lehetnek (Lengyelország 1999–2000 50%<sup>11</sup>) és e költségfajta a második pillér érettebb szakaszában is komoly tényező. Az A&M kiadások súlya függ az akvizíciós tevékenység intenzitásától is, egyes latin-amerikai országokban bizonyos időszakokban rendkívüli méretű akvizíciós kampányok zajlottak le. Az ügynökök számának rohamos növekedése és a kapcsolódó reklámtevékenység az A&M költségek arányát jelentősen növelte az összes kiadások között (pl. Chile '90-es évek közepe, 50%<sup>12</sup>). Az általános tapasztalatok szerint az A&M kiadások változó költségek, és súlyuk az összes kiadás 25–35%-ra tehető.
- **Jogi költségek.** Az alapok felügyeletének költségeit különböző mértékben az alapok által fizetett díjából fedezik. A második pillérben rendszerint valamilyen explicit garancia<sup>13</sup> is helyt kap, ennek díját az alap általában vagyonarányosan fizeti. A szabályozásból adódó költségek közé tartoznak a letétkezelés, a különböző közzétételek kiadásai.

<sup>9</sup> Kereskedési költségek nélkül.

<sup>10</sup> Sunden (2004).

<sup>11</sup> Chlon (2002).

<sup>12</sup> Chilean Pension System Statistical Appendix.

<sup>13</sup> A garancia terjedelme különböző mértékű lehet, tartalmazhat minimális hozamgaranciát, illetve a pénztár felszámolása esetén a tőke, esetleg a hozamok megőrzésére tett ígéretet.

- **Kezdeti működési költségek.** E költségek a működéshez szükséges kezdeti beruházások fedezéséből adódnak. A kezdeti beruházásokhoz tartoznak az indulás marketingköltségei, a jelentősebb dologi beruházások (pl. IT-rendszer), amelyek fix jellegűek. A kezdeti költségek igen jelentősek, mivel az új nyugdíjreformokban egy teljesen új intézményrendszer kiépítését kell megfinanszírozniuk a megtakarítóknak.

### A díjterhelés alakulása, profitabilitás

A díjterhelés az összes bevételt mutatja egységesen, legegyszerűbben a nyugdíjalap vagyonának százalékában fejezhető ki (eszközarányos díjterhelési mutató). A díjterhelés szintje és annak időbeli alakulása alapvetően nettó jelenérték-számítás alapján határozható meg a pénzügyi tervezés során. A díjak szintje, a használt diszkontráta (elvárt hozam) összességében meghatározza azt az időpontot, amikor a kezdeti befektetések megtérülnek (break even). Ennek a számításnak az elvégzéséhez a pontos profitabilitás és a kezdeti beruházások nagyságának ismerete szükséges.

### A költségek szerkezetének alakulása, a költségek összehasonlíthatósága

A költségek szerkezetének ismeretében megállapítások tehetőek egyes tevékenységek súlyára, illetve ezeket mérhetjük más országok alapkezelőinek, szolgáltatóinak költségeihez. Az egyes tevékenységek költségeire ható tényezők ismerete szükséges ahhoz, hogy előrejelzést tudjunk tenni a költségszerkezet várható alakulására, amelyből következtetések adódhatnak a díjterhelés időbeli lefutására.

A költségek megoszlása módosul az idő során, mivel az alapok ráfordításai fix és változó összetevőkből állnak. Kezdetben a vagyon kezeléséhez kapcsolódó költségek súlya relatíve kisebb a működés általános költségeihez képest. Idővel azonban ez utóbbi költségek fix jellegükből adódóan nem vagy csak alacsony ütemben nőnek, ellenben a vagyonkezelési díjak tipikusan a kezelt vagyon arányában merülnek fel. Ez tehát azt jelenti, hogy a tagdíjak beszedésével és a számlavezetéssel, kommunikációval, egyes szabályozási követelményekkel járó kiadások súlya az idő során csökken, míg a vagyonkezelési, letétkezelési, A&M költségek súlya növekedik az összköltségeken belül. A költségszerkezetet a nyugdíjrendszer első éveiben érzékelhetően befolyásolja az, hogy a kezdeti működési költségek túlnyomó része az első három évben merül fel, a negyedik évtől az összköltségre gyakorolt hatásuk azonban erőteljesen csökken. Ennek következtében a vagyonarányos költségmutatók értéke kezdetben magas lesz, azonban a vagyon növekedésével és az indulási költségek kiesésével e mutatók értéke fokozatosan csökkenni fog. A csökkenés markáns lesz a 3.–4. évig, majd a csökkenés üteme mérséklődik.

Az egyes nyugdíjrendszerek költségszerkezeteinek összehasonlításakor a következőkre kell figyelemmel lenni. Alapvető követelmény, hogy **hasonló feladatokat lássanak el az alapok**, mivel jelentősen eltérő feladatok esetén a költségszerkezetek összevetése kétséges eredményt ad. Az egyes feladatok esetében tekintetbe kell venni azt is, hogy ezeket önállóan látja-e el az alap, vagy esetleg kiszervezi, vagy az adott feladatot központosítva végzik-e el az adott országban. **Az alapok működési idejére** tekintettel kell lenni az összevetés elvégzésekor. A kezdeti magas működési költségek miatt az induló (1-3 éve működő) alapok adatai nem hasonlíthatók össze a hosszabb ideje működő alapokéval. **A mutatók összehasonlításánál** figyelembe kell venni, hogy a vagyonarányos költségmutatók értéke rendkívül érzékeny a felhalmozott vagyon mennyiségére. Ez azt jelenti, hogy az érettebb nyugdíjrendszerek vagyonarányos költségmutatóit csak kellő körültekintéssel szabad rövidebb ideje működő alapokkal összevetni. A jelentős fix költségek miatt a **mérethatékonyságra** is tekintettel kell lenni. A belső mérethatékonysággal, azaz az alapok méretével korrigálni kell a felhasznált adatokat, mivel a megfigyelt erőteljes mérethatékonyság miatt eltérő méretű alapok adatai nem hasonlíthatók össze. Az egyes országok tapasztalatainál azt is figyelembe kell venni, hogy mekkora a második pillérbeli megtakarítások nagysága, mivel ez jelentős hatással lesz az egy számlán felhalmozódó vagyon nagyságának dinamikájára, azaz magasabb megtakarítások mellett a költség/díj mutatók gyorsabban csökkennek hasonló hatékonysági szint mellett is. Végül rendkívül fontos, hogy **hasonló gazdasági fejlettségű** országokban működő alapok elemzését végezzük el, mivel a gazdasági fejlettség, infrastrukturális adottságok, jövedelmi színvonal jelentős hatással van a működési hatékonyságra. A költségek összevetése becslésként használható a működés hatékonyságának méréséhez.

A második pillér implementációs kérdése a díjak esetében az, hogy a jogalkotó kívánja-e azokat kontroll alatt tartani, vagy a piaci verseny és koncentráció hatását érvényesíti. A díjszerkezet esetében a különböző struktúráknak eltérő ösztönző és megtakarításokra gyakorolt hatása van.

### 1.1.4. Az alap portfóliója, a portfólió összetételére ható tényezők

A járulékkal meghatározott (DC) nyugdíjrendszerek alapvető tulajdonsága, hogy a nyugdíj megtakarítások szintje rendkívül erőteljesen függ a megtakarításokon elért hozamoktól. Egy-százalékos reálhozam növekedés negyvenéves megtakarítási perióduson közel 20%-al növeli a második pillérből várható nyugdíjak értékét.<sup>14</sup> A teljes képhez azonban az is hozzátartozik, hogy 40 éves megtakarítási periódust feltételezve az első éveknél (még az első évtizednek is) relatíve kis hatása van a várhatóan felhalmozódó vagyoni mennyiségére.

A portfólió összetételére a piaci folyamatokon kívül számos tényező hat. A portfólió összetételére hatással lesznek a szabályozásban jelen lévő ösztönzők (pl. befektetési korlátok), a nyugdíjalapok irányításában és a befektetési döntések folyamatában jelen lévő ösztönzők (befektetési politika kialakításának folyamata, a vagyongazdálkodó mozgásterének és ösztönzési rendszere), amelyek hatással lesznek a nyugdíjalapok „eszközkeresletére”.

Túl merev befektetési szabályok jelentősen akadályozhatják az optimális portfólió kialakítását. Különös jelentősége van ebből a szempontból az **állampapírokra, a részvényekre és a külföldi befektetésekre vonatkozó szabályoknak**. A befektetési korlátok rugalmatlansága megakadályozhatja vagy erőteljesen korlátozhatja azt, hogy az alapkezelő magasabb kockázat-hozam jellemzőkkel rendelkező portfóliót alakítson ki.

A portfólió összetétele delegált befektetési és vagyongazdálkodási döntésen keresztül alakul ki. A nemzetközi irodalomban nagy jelentőséget tulajdonítanak ezeknek az ösztönzőknek. A portfólió összetételének vizsgálatakor tehát mindenképpen szükséges azt feltérképezni, hogy kik vesznek részt a döntési folyamatban, és a döntéshozóknak milyen az ösztönzési rendszerük.

Blake (2003) szerint a vagyongazdálkodási döntések közül a legnagyobb hatású az eszközallokációs döntés. Az Egyesült Királyságban a vagyongazdálkodási döntéseket vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy hosszabb időperiódust vizsgálva a hozamok 99,42%-át az eszközallokációs döntések magyarázzák. Az egyedi értékpapír kiválasztásának és az időzítésnek a szerepe  $\pm 1\%$  körül mozgott. Ebből következik, hogy rendszer szinten az eszközallokációs döntésre ható ösztönzők a legfontosabbak a portfólió szempontjából. Hasonló következtetésre jut Brinson, Hood és Beebower (1986) az egyesült államokbeli nyugdíjalapok viselkedését elemezve.

Az alapok **teljesítményének mérése** jelentős hatással lehet a vagyongazdálkodók ösztönzési rendszerére, ezt a hosszú távú megtakarítások piacán az Egyesült Királyságban is kimutatták (Blake, Lehman és Timmermann [2002]). A pénztárak teljesítményének egymáshoz való mérése (**relatív teljesítménymérés**) erőteljesen ösztönöz a hasonló portfóliók kialakulására (**herding**). Fokozza ezt a hatást a piaci koncentráció és egyes szabályozási megoldások. Így a herding jelenségét erősítheti, ha minimális hozamgaranciát kell nyújtaniuk az alapkezelőknek, ami tipikus szabályozási megoldása a nyugdíjalapoknak. A hozamgaranciákat általában az alapok súlyozott hozamához (referenciaportfólió) képest bizonyos sávban határozzák meg. A referenciaportfólió összetételétől való jelentős eltérés, rövid távú eredménymérés mellett azt a kockázatot jelenti a vagyongazdálkodó számára, hogy az alapok átmeneti rossz teljesítménye esetén az alapkezelőnek helytállási kötelezettsége keletkezik. A vagyongazdálkodók racionális magatartása az ilyen típusú szabályozásra a hasonló portfóliók kialakítása, amit számos országban megfigyeltek. A herding jelensége azért káros, mert ilyen magatartásnál az eszközallokációs döntéseket nem a tudatosan kialakított kockázati étvágy, hanem a jelentős piaci súlyú szereplők magatartásának „másolása” határozza meg.

A relatív teljesítménymérésen túlmenően a **díjstruktúra** ösztönző ereje is a benchmarktól való jelentős eltérés ellen hat. Szimpla vagyonarányos díjazás esetén ugyanis a benchmarkon felüli teljesítmény esetén elérhető díjtöbblet elenyésző a benchmark eléréséből származó díjakkal. Ezzel szemben a rossz (aktív) vagyongazdálkodási teljesítmény esetében a vagyongazdálkodó elvesztheti megbízását és/vagy a nyugdíjalap piaci részesedést veszthet. Ez az erőteljesen aszimmetrikus ösztönzési rendszer a benchmark követésére ösztönöz.

A **kínálati tényezőket** vizsgálva legjelentősebb szerepe természetesen a tőkepiac fejlettségének és a tőkepiaci eszköz kínálatnak lesz. A második pillérben a megtakarítások igen gyors ütemben növekednek a reformot követő felhalmozási periódusban, amikor a tagság részére még nem kell a nyugdíj szolgáltatásokat teljesíteni. A növekedés mértéke az

<sup>14</sup> A számítás az első melléklet (3) összefüggésén alapul, amely egyes változók (bérnövekedés, díjterhelés) fix értéke mellett a megtakarítások mértékét viszonyítja egymáshoz, 40 év megtakarítási periódussal számolva, egy százalékos reálhozam-különbség mellett.



első évtizedekben a rendszer paramétereitől és a hozamoktól függően akár a GDP 30%-át is elérheti, azaz jelentősen befolyásolja a megtakarítások szerkezetét. Amennyiben a megtakarítások számára a megtakarítások növekedésével párhuzamosan nem alakul ki elegendő finanszírozási lehetőség, a belföldi tőkepiacok egyes szegmensei korlátossá válhatnak (lásd az 1.3. fejezetben a nemzetközi tapasztalatokat).

## 1.2. A MÁSODIK PILLÉRBEN MŰKÖDŐ ALAPOK

A hárompilléres nyugdíjrendszer – mint korábban utaltunk rá – alapvetően a világbank koncepciója alapján terjedt el. A világbanki modell alapján elsősorban latin-amerikai és közép-kelet európai országokban jöttek létre második pillérben

### 1. táblázat

#### A jelentősebb nyugdíjreformok alapvető jellemzői

	A reform éve	Első pillér	A második pillérbe fizetett tagdíj a jövedelem százalékában	A második pillérbe tartozó pénztárak irányítása**	Egy főre eső GDP vásárlóerő paritáson(2004)
Ausztrália	1992	felosztó-kirovó	9,0%	Alapkezelők (vállalati, magán alapok)	30 297
Svédország	1999	névleges hozzájárulással meghatározott (Notional Defined Contributions)*	2,5%	Központosított	29 450
Lengyelország	1999	névleges hozzájárulással meghatározott*	7,3%	„Pension society” - alapkezelő (vállalati, magán alapok)	12 868
Bulgária	2000	felosztó-kirovó	2,0%	Alapkezelők (vállalati, magán alapok)	7 986
Észtország	2002	felosztó-kirovó	6,0%	apkezelők	13 259
Lettország	2001	névleges hozzájárulással meghatározott*	2,0%	Alapkezelők	12 061
Horvátország	2002	felosztó-kirovó	5,0%	Alapkezelők	12 454
Kazahsztán	1998-	(minimum nyugdíj)	10,0%	Állami és magán alapkezelők	7 523
Magyarország	1998	felosztó-kirovó	8,0%	Önkormányzati elven működő pénztárak	16 592
Chile	1981-	(minimum nyugdíj)	12,3%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	11 600
Bolívia	1997-	minimum nyugdíj)	12,5%	Központosított	2 761
Mexikó	1997-	(minimum nyugdíj)	16,6%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	9 917
El Salvador	1998-	(minimum nyugdíj)	13,0%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	5 292
Nicaragua	2001-	(minimum nyugdíj)	10,0%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	3 566
Peru	1993	felosztó-kirovó***	2,4%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	5 777
Kolumbia	1994	felosztó-kirovó***	11,6%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	7 382
Argentína	1994	felosztó-kirovó	10,0%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	12 833
Uruguay	1996	felosztó-kirovó****	14,4%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	9 463
Costa Rica	2001	felosztó-kirovó	4,3%	Nyugdíjalapkezelő (AFP)	10 211

*Források: Vásárlóerő-paritás saját számítás világbanki adatok alapján. Irányítás: egyes országtanulmányok. A reform jellemzői: World Bank (2005).*

*\* Olyan felosztó-kirovó elven finanszírozott nyugdíjterv, ahol a befizetéseket (vagy a bevallott összegeket) egyéni számlán jövőrják, és a számlaköveteléseket valamilyen hozammal (pl. állampapírhozam, bérnövekedés, bértömeg-növekedés) kamatoztatják.*

*\*\* Ahol nincs állami pillér, ott a magánpillér irányítása.*

*\*\*\* A felosztó-kirovó és a tőkefedezeti pillér párhuzamosan működik, a munkavállaló választhat.*

*\*\*\*\* Uruguayban az alacsony jövedelműek részt vehetnek a felosztó-kirovó rendszerben.*

működő alapok. A világbanki reformoktól függetlenül két országban vezettek be az elmúlt évtizedekben kötelező alapon működő, járulékkal meghatározott (DC) finanszírozású nyugdíjpillért (Ausztrália, Svédország).

Klasszikus hárompilléres rendszer **csak három latin-amerikai országban valósult meg** (Argentína, Costa Rica, Uruguay). A többi országban vagy a kizárólagosan a privatizált rendszer működik, minimális állami szerepvállalással (magánrendszer), vagy a munkavállaló választhat az állami és a magánrendszer között (párhuzamos rendszer, Peru és Kolumbia). A legtöbb latin-amerikai országban a nyugdíj kizárólag a magánpillér megtakarításaiból származik (pl. Chile, Peru, Mexikó). A világbanki reformok alapján működő hárompilléres rendszer tehát néhány kivételtől eltekintve csak kelet-európai országokban működik.

A latin-amerikai országok tapasztalatait egyéb szempontokból is kellő óvatossággal kell kezelni. Ezekben az országokban a nyugdíjalapok eltérő gazdasági, társadalmi körülmények között működnek. Az eltérő körülményekre jó példa a latin-amerikai gazdaságok munkaerőpiacainak szerkezete és ennek következményei a munkavállalók részvételi arányaira a nyugdíjalapokban. A latin-amerikai országok többségében megfigyelhető, hogy az alacsonyabb jövedelmű, a munkaerőpiac kevésbé szabályozott felében dolgozó munkavállalók jelentős része nem tagja az alapoknak, vagy tagként nem takarít meg (Gill, Packard és Yermo [2004]). Az alsó jövedelmi kvintilisbe tartozó munkavállalók közötti lefedettség 10% alatt van a legtöbb latin-amerikai országban, de a legérettebb chilei rendszerben is csak 40% körül van. E rendszerek működési hatékonyságát feltehetően növeli az, hogy az alacsony jövedelmű munkavállalók jelentős része nem tagja az alapoknak, így a számlákon lévő megtakarítások összegének átlaga jóval magasabb lehet és a magasabb jövedelmű kategóriákban a fizetési fejelem is feltehetően erősebb.

Látható a táblázatban az is, hogy első pillér hiánya következtében a munkavállalói tagdíjak jövedelemhez viszonyított aránya jelentősen magasabb, mint a kelet-európai országok esetében. Ennek részben oka az is, hogy egy tiszta magánrendszerben más feladatokat is ellátnak a nyugdíjalapok, mint a hárompilléres rendszerekben. Legjelentősebb ezek közül a rokkantság, illetve halál esetén (özvegyi nyugdíj) fizetendő juttatások. Chilében az alapok saját maguk, vagy biztosítón keresztül biztosítják a tagokat rokkantság ellen, illetve halál esetére.<sup>15</sup> Ez viszont az jelenti, hogy **e nyugdíjalapok költségszerkezete más lesz, mint a hárompilléres rendszereké**, mivel a hárompilléres rendszerekben a rokkantsági és özvegyi nyugdíj költségei jellemzően az első pillért terhelik.

Szintén következménye a magasabb befizetéseknek, hogy a vagyon nagysága gyorsabban fog növekedni az alapokban, amelynek következtében a mérethatékonysági előnyök hamarabb jelentkeznek és ez a díjterhelés szintjére és dinamikájára is hatni fog. Ellentétes hatást gyakorol a jelentősen alacsonyabb átlagos jövedelemszint (lásd 1. táblázat utolsó sor). A jelentősen alacsonyabb egy főre eső GDP az alapkezelők költségszerkezetének összetételét is módosíthatja.

A chilei nyugdíjreform melletti érvként hangzik el a nyugdíjalapok reálhozamainak magas (tartósan két számjegyű) szintje is. Véleményünk szerint a magas reálhozamok több, a nyugdíjrendszer formájától független, külső tényezővel magyarázhatók.<sup>16</sup> Ennek következtében véleményünk szerint a latin-amerikai országok alapkezelőinek benchmarkként való használatához számtalan tényezővel kellene korrigálni, az így kapott értékek megbízhatósága igen kétséges lenne. **Összességében úgy ítéljük meg, hogy a latin-amerikai országok tapasztalatai csak korlátozottan alkalmasak az alapkezelők működésének vizsgálatára**, ezért azokat csak általános formában ismertetjük.

A kelet-európai reformok Magyarországot követően indultak el, nagyrészt 2000 után. Az elmúlt két évben egy sor új országban indult nyugdíjreform a hárompilléres modell alapján.<sup>17</sup> Mivel az első néhány évben az összköltségekre igen nagy hatással vannak a kezdeti költségek, ezért a 2000 után induló alapok adatai a magyar pénztárak adataival **összehasonlításra kevésbé alkalmasak**. Véleményünk szerint a magyar pénztárak működésének elemzésére ezért **leginkább Lengyelország tapasztalatai használhatók fel**. A lengyel nyugdíjalapok tapasztalatainak összegzése után a kelet-európai nyugdíjalap-kezelők által felszámított díjak segítségével bemutatjuk a teljes díjterhelés alakulását.

<sup>15</sup> Az összköltségekben a rokkantság és halál esetére szóló biztosítás aránya Chilében 42% volt 2001-ben(!).

<sup>16</sup> Így a befektetési eszközök magas kockázati prémiumával, az 1982-es recesszió utáni magas növekedési ütemekkel.

<sup>17</sup> Litvánia 2004, Macedónia 2005, Szlovákia 2005.

## 1.3. A MÁSODIK PILLÉR MŰKÖDÉSÉNEK NEMZETKÖZI TAPASZTALATAI

### 1.3.1. Lengyelország

A lengyelországi második pillér tapasztalatainak ismertetése kézenfekvő, mivel fejlettségi szintben Magyarországhoz közel áll és Magyarországgal gyakorlatilag egy időben hajtotta végre a nyugdíjreformot (1999), amelynek paraméterei is hasonlóak a magyar reformhoz. Az összehasonlítást az is lehetővé teszi, hogy a nyugdíjalapok által kínált szolgáltatások minősége is hasonló, gyakran ugyanazon nemzetközi csoport (pl. ING, Allianz) leányvállalata végzi az adminisztrációt, vagyonkezelést. A lengyel **szabályozásban** azonban jelentős különbségek is vannak.

A lengyel rendszerben fontos eltérés, hogy a **nyugdíjalapot alapkezelő társaság működteti** (pension society). Alapot kizárólag alapkezelő társaság hozhat létre, nyílt formában. Az alapkezelő tevékenysége kizárólag a nyugdíjalap létrehozására, kezelésére és harmadik személyekkel szembeni képviselőire irányulhat. Az alapkezelő társaság 5 millió eurós minimum alaptőkével alapítható. A lengyel alapok ún. **elszámolási egységekké** (accounting units) konvertálják a tagdíjakból befolyó összegeket.<sup>18</sup> Az elszámolási egységek segítségével egyszerűbben végezhető el a hozamszámítás és jól követhető a tagi követelések nyilvántartása. A lengyel alapkezelők által **felszámítható díjakat és azok maximális mértékét részben szabályozzák** (lásd később). A lengyel alapkezelők bevételei között megjelennek az alapkezelés vagyonarányos díjai is. Az alapkezelő társaságnak befektetési tanácsadót kell foglalkoztatnia, akinek a feladata az alap eszközeinek kezelése. A lengyel piacon a tagdíjak beszedése, behajtása, végrehajtása és a tagok más alapba történő átlépésének lebonyolítása központosítva van.

#### Piac, szereplők, verseny

A lengyel második pillér 1999. január elsején indult, a nyugdíjalapok 1999. április 1-jén kezdték meg a működésüket. Az első év végén összesen 21 alap működött, amely szám a felvásárlások következtében 2004-re 15-re csökkent. 2004 végén 12 millió tagja volt a lengyel nyílt nyugdíjalapoknak, az alapok nettó eszközértéke 62 milliárd zloty (3600 milliárd forint), amely a lengyel GDP 7%-ának felel meg. Az alapkezelői piacon a nettó eszközérték alapján a legnagyobb három társaság 64%-os, a legnagyobb öt társaság 76%-os piaci részesedéssel rendelkezik. A piaci koncentrációt mérő Herfindahl-index értéke 1615, amely közepesen erős koncentrátságot jelez. Az utóbbi négy évben 2 kisebb nyugdíjalap szűnt meg egyesülés útján, a piaci koncentráció mértéke érdemben nem változott, a piacra új belépő nem érkezett. Ezek alapján a lengyel nyugdíjalapok piacát erőteljesen koncentrált piacnak tekintjük, amelyen a koncentráció a piac létrejötté óta lényegében állandó és ahol további jelentősebb koncentrációs folyamat nem indult meg.

Az öt legnagyobb alapkezelő **tulajdonosai** nagyrészt biztosítók. A nyilvános alapok tulajdonosai között a többségben külföldi tulajdonú banki és biztosítói csoportokat találjuk meg, az alapok kisebbik részének közvetlen külföldi tulajdonosa van, jellemzően szintén banki és biztosítói háttérrel.

A lengyel nyugdíjpiacra a verseny döntően akvizíciós tevékenységen keresztül, ügynökök segítségével valósul meg. A lengyel szabályozás szerint akvizíciós tevékenységet csak a nyilvános nyugdíjalapkezelő, vagy a vele szerződött, törvényben meghatározott tevékenységet folytató társaság<sup>19</sup> végezhet. Függetlenül attól, hogy ki végzi az ügynöki tevékenységet, az alapkezelő társaságot felelősség terheli a tevékenységért. A Felügyelet vezeti az ügynökök lajstromát, amelybe az a természetes személy nyerhet felvételt, aki bizonyos feddhetetlenségi és szakmai követelményeknek megfelelt. A lengyel felügyelet (Knuiife) adatai szerint éves szinten az elmúlt években a tagok 3%-a váltott alapot.<sup>20</sup> A Felügyelet közzéteszi az átlépések számát alapokra lebontva (belépések és kilépések száma, nettó eredmény), ezekből a statisztikákból látszik, hogy az átlagos 3%-os érték egyes alaponként akár tagság 10%-ának elvesztésével (vagy megnyerésével) járhat. Mivel azonban továbbra is igen jelentős számban érkeznek tagok az új korosztályok belépésével a piacra, a nettó veszteseknek összességében a taglétszámuk nem, csak a piaci részesedésük csökken.

<sup>18</sup> A befizetéseket meghatározott időpontokban elszámolási egységekké konvertálják és jóváírják az egyéni számlákon. Az elszámolási egységek összegének minden időpontban meg kell egyeznie az alap nettó eszközértékével.

<sup>19</sup> Ezek közé tartozik: hitelintézet, biztosító, befektetési szolgáltató, biztosítási ügynök.

<sup>20</sup> Ez a szám feltehetően alábecsüli a teljes akvizíciós tevékenységet, mivel a piacra újonnan belépők egy része szintén az ügynökökön keresztül jut el a nyugdíjalapokhoz, azonban ennek arányaitól nincsenek adataink.

**Díjak szerkezete, szintje**

A nyugdíjalapokról szóló törvény részletesen szabályozza a levonható díjak mértékét.<sup>21</sup> A törvény szerint a nyílt alapkezelők csak meghatározott díjakat érvényesíthetnek, kötött struktúrában. A tagdíjakból maximálisan levonható díjak mértékét is meghatározza a törvény, amely jelenleg maximálisan 7%, ez az érték 2014-től a befizetések maximum 3,5%-ára csökken. A nyugdíjalapok eszközeit terhelhetik az alapkezelésért felszámolt díjak, a letétkezelésért fizetett díj és az eszközök adásvételének költségei. Az alapkezelésért fizetett vagyonarányos díjak maximális mértékét a törvény szintén rögzíti. A díj a kezelt vagyon függvényében csökken, 8 milliárd PLN-ig havi 0,045%, amely éves szinten 0,54%-os díjnak felel meg. A vagyonkezelés eredményességét a hozamok alapján mérik, a legjobb teljesítményt elérő alapkezelő a maximális 6 bázispontnak megfelelő díjat kapja meg, a legrosszabb teljesítményt elérő vagyonkezelőnek nem jár teljesítményarányos díj. A többi vagyonkezelő teljesítménye arányában kapja meg ezt a díjat.

**2. táblázat****A lengyel nyugdíjalapok díjszerkezete**

	A tagdíjakból levonható maximális díj mértéke	Vagyonarányos díjak mértéke		
		Vagyon mértéke (milliárd PLN)	Maximális díj (bázispont)	Vagyonkezelés eredményességétől függő maximális díj (bázispont)
2005	7,0%	0-8	54	6
2006	7,0%	8-20	3,6 millió PLN + 49	
2007	6,5%	20-35	8,4 millió PLN + 45	
2008	6,0%	35-65	13,2 millió PLN + 31	
2009	5,5%	65-	20,1 millió PLN + 20	
2010	5,0%			
2011	4,5%			
2012	4,0%			
2013	3,8%			
2014	3,5%			

*Forrás: A lengyel nyugdíjalapokra vonatkozó törvény.*

A 3. táblázatban látható a befizetéseket terhelő levonások és a vagyont terhelő díjak arányának változása, valamint az előrejelzés 2014-re, amikor is a törvényi korlátozás (maximálisan 3,5%) életbe lép a befizetéseket terhelő levonásokra. A számokból jól látszik, hogy 2014-re várhatóan a levonások többségét a vagyont terhelő díjak fogják adni.

Ezek a számok összességében azt eredményezik, hogy a feltételezéseink és a hatályos szabályozás mellett 2014-re, amikor a lengyel nyugdíjrendszer második pillérjében összegyűlt megtakarítás eléri a GDP minimum 20%-át, az átlagos összes díjterhelés vagyonarányosan egy százalék alatt (0,8%) lesz. A táblázatban jól látszik, hogy az összes díjterhelés a kezdeti kiemelkedően magas értékek után fokozatosan csökken, azonban a csökkenés mértéke várhatóan egyre lassul, 2004–2014 között a csökkenés mértéke 1% körül várható.

<sup>21</sup> Law on organisation and operation of pension funds (1997. August 28.) Article 134.–137.

### 3. táblázat

#### A befizetéseket terhelő levonások és vagyonarányos díjak alakulása

	Vagyont terhelő díjak	Befizetéseket terhelő díjak	Díjak összesen	Egy számlára eső vagyon vásárlóerőparitáson (Ft)
	az átlagos vagyon százalékában			
2000	0,56%	11,31%	11,87%	90 961
2001	0,57%	5,02%	5,59%	190 962
2002	0,60%	2,49%	3,09%	271 977
2003	0,60%	1,73%	2,32%	338 518
2004	0,53%	1,30%	1,83%	422 919
2014*	0,45%	0,38%	0,83%	n.a.

*Forrás: A lengyel felügyelet (Knuife) honlapján közzétett pénzügyi jelentések. A szerzők számításai.*

\* Saját becslés a Knuife által készített előrejelzések alapján, 20%-os GDP-arányos vagyonnal, 3%-os GDP, 2%-os bérnövekedéssel, évi 500 ezer új tag belépésével.

#### Költségek szerkezete, szintje

A második mellékletben gyűjtöttük össze a lengyel alapkezelők bevételeinek és költségeinek legfontosabb mutatószámait. A táblázatból látható, hogy összhangban a korábban írtakkal, az első három évben a marketing- és akvizíciós költségek igen magasak, majd a negyedik évtől kezdve meredeken csökkennek. A számlavezetés költségeinek fix jellege a közel egyenletes egy számlára eső értékekből jól látszik. A költségek és bevételek közötti különbség az induláskor jelentős volt, az indulás első három évében az alapkezelők többsége veszteségesen működött. Az alapkezelők profitabilitásának alakulásából az is látszik, hogy a kezdeti befektetések értéke még nem térült meg Lengyelországban. A lengyel felügyelet által készített, az alapkezelők pénzügyi helyzetére vonatkozó előrejelzés szerint az alapkezelők beruházásainak megtérülése 2014-ben várható.<sup>22</sup>

#### Portfólió összetétele, hozama

A 4. táblázatban a lengyel nyugdíjalapok befektetési portfóliójának összetételét láthatjuk 2001–2004 között. A táblázatból jól látszik, hogy a lengyel nyugdíjalapok portfóliójának összetétele csak kismértékben változott az elmúlt 4 évben. A portfólióban a legnagyobb súlyú államkötvények aránya 66%-ról 58%-ra csökkent, ezzel párhuzamosan a részvényarány 28%-ról 34% körüli szintre emelkedett. A lengyel szabályozás sajátossága, hogy a külföldi részvénybefektetések maximális értékét 5%-ban maximálták. A nettó (vagyonarányos díjakkal csökkentett) hozamok 10% feletti értéket értek el, igen alacsony inflációs környezetben, amelynek következtében a reálhozamok is két számjegyű értéket érnek el (működési költségek nélkül).

### 4. táblázat

#### A lengyel nyugdíjalapok befektetési portfóliójának év végi összetétele és átlagos hozama

	Részvény	Kincstárjegy	Bankbetét és banki értékpapír	Államkötvény	Egyéb	Nettó hozam
2001	28,2%	2,6%	2,9%	65,8%	0,39%	n.a.
2002	28,0%	1,9%	2,6%	67,2%	0,24%	15,3%
2003	32,3%	3,9%	3,8%	59,4%	0,55%	10,9%
2004	33,6%	2,8%	4,9%	58,1%	0,61%	14,2%

*Forrás: A lengyel felügyelet (Knuife) honlapján közzétett pénzügyi jelentések. A szerzők számításai.*

<sup>22</sup> Knuife (2003).

Stanko (2003) elemzésében kimutatja, hogy a lengyel nyugdíjalapok magatartására a herding jellemző, a portfóliók összetétele rendkívül hasonló egymáshoz. Stanko szerint ennek oka a lengyel alapok számára előírt minimum hozam-szabályozás, az alapok súlyozott hozamán alapuló benchmark, és az alkalmazott díjstruktúra. Ezen interpretáció szerint a magasabb részvényarány annak köszönhető, hogy a nagy piaci részesedésű alapok az induláskor relatíve magasabb részvényhányaddal indultak, amelyet a kisebb szereplők „lemásoltak”.

### 1.3.2. A kelet-európai nyugdíjalapok díjterhelése

A 5. táblázatban összegyűjtöttük a régiókban hozzáférhető adatok alapján az egyes országokban működő nyugdíjalapok díjterheléseinek mértékét.<sup>23</sup> Az adatok alapján a magyar pénztárak által 2004-ben alkalmazott díjterhelés mértéke esetenként kiemelkedően magasnak minősül. A terhelési mutató átlagos értéke a súlyozott vagyonkezelési díj mértékével számolva 24,1%, amely érték magasabb a vizsgált országok díjterhelésénél. Lengyelországban, Bulgáriában és Horvátországban központosítva van a tagdíjak beszedése, azonban a lengyel költségelemzésből (2. melléklet) és a magyar költségbeclésből (2.5. pont) látható, hogy ennek hatása érzékelhető, de rendszer szinten a díjterhelésben való eltérést nem magyarázza. Ugyanakkor a lengyel és bolgár alapkezelőknek szavatolótőkét kell tartaniuk, amely drágítja működésüket. Figyelemre méltó az a tény is, hogy Magyarországon a legnagyobb a tagdíjak aránya a bérekhez viszonyítva és a magyar rendszer működik a legrégebben, amely összességében azt mutatja, hogy a magyar díjterhelés regionális összehasonlításban magas.

## 5. táblázat

### Díjterhelés a régióban<sup>24</sup>

	Magyarország	Lengyelország	Bulgária	Horvátország
Terhelési mutató	16,5-30,7% átlag 24,1%	17,6%	23,2%	23,1%
A második pillér indulási éve	1998	1999	2000	2002
A második pillérbe befizetett tagdíjak aránya a bérekhez viszonyítva	8%	7,3%	4%	5%
Vagyonkezelési díj (bp 2004)	55-143	max 60	max 100	max 120
Befizetésekkel levont díjak aránya (2004)	6,0%	6,2%	max 5%	max 0,8%
A beszedés és behajtás centralizált	-	+	+	+
A számlavezetés centralizált	-	-	-	+

*A nemzeti szabályozások alapján, magyarországi vagyonkezelési díj: átlagos nyilvántartási értéken számolt vagyon alapján.*

### 1.3.3. Hosszú távú díjterhelés

Mint azt korábban (1.1.3.) láthattuk, a vagyonarányos díjterhelés az indulás utáni években a vagyon növekedésével gyors ütemben csökken. A fő kérdés az, hogy ez milyen ütemben történik meg és mi lesz a hosszú távú díjterhelés várható szintje. Az erre vonatkozó rendelkezésre álló nemzetközi tapasztalat meglehetősen csekély. A chilei hosszú távú díjterhelést jelenleg vagyonarányosan 0,7%-ra becsülik (Estelle [2005]), azonban e becslés a reform indulása után több mint 20 évvel készült. A svéd központosított rendszerben az indulást követően 20 évvel 0,3%-os díjterhelést valószínűsítenek, amely hosszú távon még alacsonyabb lehet (lásd 3. melléklet).

Az átlagos költségekre erőteljes hatással van az, hogy mind a vagyon, mind a taglétszám tekintetében erőteljes bővülés figyelhető meg az indulást követő években. Az összköltségek szintjének alakulását a taglétszám növekedésén túlmenően az iparági koncentráció mértéke és az adott piac méretéből adódó elérhető mérethatékonyság fogja befolyásolni. A mérethatékonyság jelentős szerepére utal a vagyonkezelésben a kialakult alapkezelési költségek szintje, amelyek a

<sup>23</sup> A díjterhelési mutató tartalmát és számításának módszerét az első mellékletben ismertetjük.

<sup>24</sup> A terhelési mutató Magyarországra vonatkozó értékének számításakor a tagdíjbefizetésekkel likviditási tartalék céljából történő levonásokat nem vettük figyelembe.

legnagyobb európai alapkezelők esetében 20 bázispont alatt vannak.<sup>25</sup> A mérethatékonyság elérése több úton képzelhető el. Mérethatékonyságban előnyük van a nagyobb népességű országoknak, a kis országoknak a centralizált megközelítés megfontolandó (Estelle [2004]). A centralizáció révén bizonyos költségek csökkenthetők (pl. adminisztráció) és egyes költségek nagyrészt megszüntethetők (pl. marketing). A centralizáción túlmenően a megfelelő mérethatékonyság elérhető az egyes feladatok piaci alapú kiszervezésével.

A lengyel példát, illetve a nemzetközi vagyonkezelői díjakat figyelembe véve a vagyonkezelés költsége középtávon 30-50 bázispontra tehető. A befizetéseket terhelő, adminisztrációs költségeket fedező díjak 20-30 bázispontra csökkennek Lengyelországban a következő évtized közepére. Ehhez jön hozzá az annuitás megvásárlásának költsége, amelyet Ország (1999) becslése alapján a megtakarítások 10%-ára, azaz 40-50 bázispontra tehető.<sup>26</sup> Összességében ennek alapján az életpálya során a megtakarításokat terhelő levonások szintje 90-130 bázispont közé tehető egy érett rendszerben.<sup>27</sup> A rendszerben lévő mérethatékonyság elérése legalább 15-20 évbe kerül.

### 1.3.4. Latin-amerikai országok

#### Piaci koncentráció, versenyhelyzet

Mesa-Lago (2001) latin-amerikai tapasztalatok alapján a kisméretű országokat óvja attól, hogy a verseny erejében bizonyos mértékű koncentrációra kerüljenek. A közepes méretű országokban, ahol több szolgáltató van a piacon Mesa-Lago adatai szerint a piac erőteljesen koncentrált, a legnagyobb három szolgáltató minimum a tagok 60-70%-ának vagyonát kezeli.

A verseny a latin-amerikai országokban is elsősorban a tagok akvizícióján keresztül zajlik. Az átlépések aránya 3-7% között mozog.<sup>28</sup> A tagok akvizíciója azonban jelentős költségekkel jár és nem feltétlenül eredményezi azt, hogy a jobb teljesítményű alapok pozíciói javulnak. Az akvizíciós kampányokban számos visszaélés történt (teljesítmények nem megfelelő prezentálása, átlépésért juttatott különböző formájú előny stb.), ezért szükségszerűvé vált az akvizíciós tevékenység szabályozása. Az intenzív akvizíciós stratégiákon alapuló versenyt azért is bírálják, mert rosszul informált fogyasztói környezetben olyan forgatókönyv is elképzelhető, hogy jelentős számú tagi átlépéssel, növekvő (vagy magas stagnáló) ügyfélszerzési költségek mellett alakul ki az egyensúly (Berstein és Micco [2002]).<sup>29</sup>

#### Díjak szerkezete

A latin-amerikai országokban a levonható díjak szerkezetét a legtöbb esetben szabályozzák, azonban annak mértékét nem. Ebből következik, hogy a legtöbb országban a díjak a befizetéseket terhelik, és relatíve kevés országban használnak vagyonarányos díjakat. A 6. táblázatban ismertetjük a díjak országokénti szerkezetét és 2004-es átlagos értéküket.

<sup>25</sup> Mckinsey, idézi: Financial Times (2005. 10. 10.)

<sup>26</sup> Cseh aktuáriusi becslések alapján az annuitás vásárlásának költsége a vagyon 7-8%-ára tehető.

<sup>27</sup> Ennél természetesen magasabb a levonások szintje azokban a kohorszokban, amelyek a reformmal egy időben léptek be, mivel a mérethatékonyság eléréséig a díjterhelés ennél jóval magasabb.

<sup>28</sup> Argentína (2004): 7,1%, Chile (2003): 3,66%, Mexikó (2004): 3,6%. Forrás: International Federation of Pension Fund Administrators.

<sup>29</sup> Ehhez hozzájárulhat a herding jelensége is, a hasonló portfóliók következtében ugyanis a befektetési eredmények is igen hasonlóakká válnak, tehát a hozamkülönbségeken keresztül kevésbé lehet versenyezni (Srinivas, Whitehouse és Yermo [2000]).

## 6. táblázat

## Magánpénztárak átlagos díjterhelése – nemzetközi összehasonlítás

	Fix díj (USD)	Változó költség (a munkabér százalékában)		Vagyonarányosdíj (az eszközök százalékában)	Sikerdíj (a profit százalékában)
		Működési célú díj %	Biztosítási díj %		
<b>Latin-Amerika</b>					
2004					
Argentína	-	1,12	1,41	-	-
Bolívia	-	0,50	1,71	0,229 < US\$ 1,000 M 0,140 > USD 1,000 M < USD 1,200 M 0,067 > USD 1,200 M < USD 1,500 M	-
Kolumbia	-	1,55	1,45	-	4,50
Costa Rica	-	-	-	0,25	7,25
Chile	0,95	1,27	0,99	-	-
El Salvador	-	1,78	1,20	-	-
Mexikó	-	1,38	-	0,33	-
Peru	-	2,27	0,92	-	-
Dominikai					
Köztársaság	-	0,50	1,00	-	27,78
Uruguay	0,43	1,94	0,96	0,002	-
<b>Európa</b>					
2004					
Bulgária	-	0,15	-	max 1,00	-
Horvátország	-	befizetések max 0,8%-a		max 1,20	n.a.
Lengyelország	-	0,50	-	max 0,54	-
Magyarország	-	0,52	-	0,55-1,43	n.a.

Forrás: International Federation of Pension Fund Administrators (2004), Horvátország, Bulgária: Chlon (2002).

## Portfólió összetétele, hozama, herding

A dél-amerikai országokban a múlt évtizedben indult reformok egyik fő kihívása a megfelelő befektetési eszközök hiánya, illetve alacsony kínálata.<sup>30</sup> Ezen országok finanszírozási struktúrája nem tőkepiaci forrasszerzésen alapul, a dél-amerikai társaságok jelentős része tőzsdén nem jegyzett, családi tulajdonú társaság. A pénzügyi rendszer relatív fejletlensége következtében a kockázati transzfert megvalósító eszközök (pl. értékpapírosítás) sem terjedtek el, a társaságok finanszírozása elsősorban hagyományos banki csatornákon keresztül folyik. Ennek következtében a nyugdíjalapok portfóliójában az állampapírok aránya rendkívül magas, a magánszféra finanszírozása alacsony (lásd 7. táblázat). Chilében erre a problémára válaszul a '90-es években a nagy állami infrastrukturális és koncessziós beruházások jelentős részét kötvényvásárlásokon keresztül a nyugdíjalapok finanszírozták.

A magas állampapírárányon túlmenően a latin-amerikai országokban is megfigyelhető a herding jelensége, amely vagyongazdálkodási döntések következtében kialakuló igen hasonló összetételű portfóliókat jelent (pl. Quiessier [1998]).

A nemzetközi összehasonlításból megfigyelhető az egyes országok kockázati besorolásának az elérhető hozamokra gyakorolt hatása, ami Magyarország esetében a minősítés javulásával párhuzamosan a jelentős állampapírhányadot tartó pénztárak alacsonyabb hozamait is magyarázhatja. Meg kell jegyezni ugyanakkor, hogy a hasonló kockázati besorolással rendelkező, a hazainál átlagosan jóval alacsonyabb állampapírhányadot tartó chilei nyugdíjalapok az öt év átlagában jóval magasabb hozam elérésére voltak képesek, amit magyarázhat a portfólió jóval magasabb fokú diverzifikáltsága.

<sup>30</sup> Latin American Shadow Financial Regulatory Committee (2005).



## 7. táblázat

## Nyugdíjalapok portfólió-összetételének nemzetközi összehasonlítása

2004. december	Állami szektor	Vállalati szektor	Pénzügyi szektor	Külföldi eszközök	Más eszközök	Összesen
<b>Latin-Amerika</b>						
Argentína	62,3%	14,7%	11,1%	10,3%	1,6%	100,0%
Bolívia	67,5%	24,4%	5,6%	1,4%	1,1%	100,0%
Columbia	48,5%	19,6%	21,1%	9,7%	1,1%	100,0%
Costa Rica	77,2%	11,3%	11,5%	n.a.	-	100,0%
Chile	18,7%	24,4%	29,5%	27,3%	0,1%	100,0%
El Salvador	83,5%	0,3%	10,5%	5,5%	-	99,8%
Mexico	84,5%	14,4%	0,4%	n.a.	-	99,3%
Peru	24,5%	45,2%	20,0%	10,2%	0,1%	100,0%
Uruguay	79,0%	5,2%	7,5%	n.a.	8,3%	100,0%
<b>Európa</b>						
Bulgária	56,7%	10,6%	32,7%	n.a.	-	100,0%
Lengyelország	62,6%	33,2%	3,7%	0,0%	0,5%	100,0%
Magyarország	73,5%	7,2%	8,3%	10,7%	0,3%	100,0%

*Forrás: International Federation of Pension Fund Administrators, a Magyarországra vonatkozó adatok esetében a PSZÁF által rendelkezésre bocsátott alapadatokból számított értékek.*

## 8. táblázat

## Reálhozamok és kockázati besorolások nemzetközi összehasonlítása (2000–2004)

	Nyugdíjalapok átlagos bruttó reálhozama, %	Átlagos állampapír reálhozamok 2000-2004, %	Átlagos szuverén spread 2000-2004, %	S&P szuverén minősítés 2000	S&P szuverén minősítés 2004
<b>Latin-Amerika</b>					
Argentína	9,9	n.a.	3 574	BB	SD
Bolívia	10,4	7,7	-	B+	B-
Chile	10,2	4,0	156	A-	A
Columbia	6,9	n.a.	579	BB	BB
Costa Rica	6,7	n.a.	327	BB	BB
El Salvador	9,9	n.a.	315	BB+	BB+
Mexico	7,7	4,2	299	BB+	BBB-
Peru	7,6	n.a.	531	-	-
Uruguay	12,9	n.a.	723	BBB-	B
<b>Európa</b>					
Lengyelország	8,6	8,1	165	BBB+	BBB+
Magyarország	3,9	3,9	59	BBB+	A-

*Forrás: IMF– World Bank (2005).*

*Alapadatok: PSZÁF, AIOS, World Bank, S&P, IMF.*

### Alacsony lefedettség

Speciálisan latin-amerikai probléma a korábban már említett alacsony lefedettség. Az alacsonyabb jövedelmi kategóriába tartozó, képzetlenebb munkaerőt érinti fokozott mértékben. Az adatok azt mutatják, hogy a munkavállalók számához viszonyítva a latin-amerikai országok többségében a lefedettség 45-55% között mozog.

## 1.4. MEGÁLLAPÍTÁSOK

A következőkben összefoglaljuk a nemzetközi tapasztalatok legfontosabb üzeneteit.

A lengyel nyugdíjalapkezelők piaca koncentrálnak tekinthető, a relatív piaci pozíciók csak kismértékben módosultak az elmúlt 6 évben. Az erőteljes koncentráció Dél-Amerikában is megfigyelhető. A nemzetközi tapasztalatok szerint a nyugdíjalapok piacán a koncentráció természetes jelenség, amely a magas arányú fix költségekkel (adminisztrációs rendszerek, ügynökhálózat), belépési korlátokkal (alaptőke, szavatoló tőke, engedélyeztetés), és a termékdiverzifikáció korlátozottságával magyarázható. A koncentrációt magyarázza az is, hogy a tagokért folyó versenyhez jelentős ügynökhálózatra van szükség és megfelelő vagyonkezelési eredményekre; ez utóbbi tervezhetősége meglehetősen bizonytalan – különösen hasonló portfóliók mellett. Ennek következtében az új belépő a felosztott piacon igen hosszú megtérüléssel számolhat.

A koncentrált piacokon a szolgáltatók közötti versenyt csökkentheti az, hogy a fogyasztók pénzügyi műveltségük alacsony foka miatt nem képesek az alapkezelők működési eredményességét átfogóan értékelni. A második pillér kötelező jellegéből fakadóan a tudatos fogyasztói döntés motivációja is alacsonyabb. A nyugdíjalapok piacán az alapok versenye elsősorban az ügynökök akvizíciós tevékenységén keresztül zajlik, azonban ez jelentős költségekkel járhat, és nem feltétlenül vezet optimális eredményre. **A magas koncentráció és az alacsony fogyasztói tudatosság a versenyhelyzetet csökkenti.**

A második pillérben működő nyugdíjalapok vagyonkezelési díját a **többi díjjal összefüggésében kell vizsgálni**, mivel az együttes díjterhelés mutatja a teljes alapkezelői bevétel szintjét. A teljes díjterhelés szintjének alakulására a kezdeti beruházási periódus után hatással lesz az, hogy a beruházások megtérülését az alapkezelő milyen időtávon, milyen megtérülés mellett tervezi. A teljes díjterhelést vizsgálva a magyar pénztárak által felszámított díjak magasak.

A **költségeket** megvizsgálva négy jelentős költségcsoportot lehet megkülönböztetni (adminisztratív költségek, marketing- és akvizíciós költségek, vagyonkezelési költségek, jogi költségek). A kezdeti működési költségek jelentősek, hosszabb távon a vagyonkezelés és M&A költségek dominálnak, szemben az adminisztráció fix jellegű költségeivel. A költségeket általánosságban nem szabályozzák, de **számos országban törekednek a méretgazdaságosság kihasználására egyes feladatok központosított elvégzésével** (állami vagy magán irányítás mellett). A költségek alacsony szinten tartása a második pillér szintjén a mérethatékonysági előnyök kiaknázásával érhető el. Erre két markáns megoldás alakult ki: egyes feladatok centralizációja és/vagy egyes feladatok pályáztatása/kiszervezése.

A díjak kérdésében két szabályozási megoldás alakult ki: Kelet-Európa számos országában (pl. Horvátország, Bulgária, Lengyelország) a díjak mértékét maximalizálja a jogalkotó, Latin-Amerikában csak a díjak szerkezetét határozza meg. A lengyel szabályozó a **díjak maximalizálása** mellett alakította ki a második pillér nyugdíjalapjainak működési környezetét. Lengyelországban vagyonarányos díjak szintje becsléseink szerint egy évtizeden belül 0,8%-ra csökken, amely **nemzetközi összehasonlításban alacsonynak tekinthető**.

A retail alapon, részben centralizáltan működő nyugdíjalapok **hosszú távú díjterhelését a lengyel alapkezelők bevételeinek várható alakulásából 90-130 bázis pontra becsüljük**, amely költség már tartalmazza a megtakarítási periódus végén a nyugdíjjáradék megvásárlásának költségét is. A hosszú távú díjterhelés elérése legalább 20 évbe kerül.

Latin-Amerikában, de kisebb mértékben Lengyelországban is probléma, hogy **a relatíve fejletlen tőkepiacok miatt a nyugdíjalapok portfóliója erősen állampapír-túlsúlyos**. A kevéssé diverzifikált, alacsony kockázatú portfólió jelentősen csökkentheti a nyugdíjak várható értékét. A helyettesítési ráta szintjére 1%-os hozam differencia hosszú távon 20% körüli hatást gyakorol, azaz, hosszú távon egy százalékponttal magasabb hozam a második pillérből származó nyugdíjak értékét 20%-kal növeli.

A portfólió összetételére a kínálati tényezőkön kívül **jelentős hatása van a keresleti tényezőknek**. A nyugdíjalapok eszközkeresletét befolyásolja a vagyongazdálkodók ösztönzési rendszere, a befektetési szabályok és az alapkezelők szabályozásának egyes ösztönzői (minimális hozam, teljesítménymérés időtávja, benchmarksabályozás, díjszerkezet).

## 2. A hazai magánnyugdíjpénztárak hatékonysági vizsgálata

### 2.1. A PÉNZTÁRI RENDSZER KIALAKULÁSA

A hárompilléres nyugdíjrendszer kialakulása a Parlament által 1997 nyarán elfogadott reformcsomaghoz köthető, ami 1998. januárjától az addig egységes kötelező nyugdíjrendszert kettéosztotta. Az első pillért a társadalombiztosítás által folyósított nyugdíj, a második pillért a munkabérek arányában megállapított kötelező hozzájárulásból felépített magán-pénztáraktól származó nyugdíjhányad jelenti. A reform választás elé állította mindazokat, akik már rendelkeztek nyugdíj-jogosultsággal a korábbi tb-rendszerből, valós választás elé azonban csupán a középkorú korosztály került, mivel a pályakezdők számára az új rendszert kötelezővé tették, a csupán néhány évvel a nyugdíjba vonulás előtt állóknak pedig az átlépés egyértelmű hátrányokkal járt.

A reform keretében a tb-nyugdíjrendszerbeni tagság csökkentett nyugdíjjárukkal és csökkenő jogszerzéssel való megtartása mellett lehetőség nyílt valamelyik magánnyugdíjpénztárba történő belépésre, illetve maradhattak továbbra is kizárólagosan a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerben. Az átalakított nyugdíjrendszerben tb-ellátásból kilépni teljesen nem lehetett, a kizárólag magánpénztári tagság választása nem volt lehetséges. A magánpénztárba átlépők a vegyes rendszer tagjai lettek, döntésükkel azonban lemondtak a tb-nyugdíjrendszerben az átlépésig megszerzett jogosultságuk 25%-áról. A nyugdíjrendszert érintő változások olyan, újszerű kérdéseket hoztak a felszínre, mint az öngondoskodás, a nem állam által biztosított nyugdíj, időskori egzisztenciális kockázat.

Az eredeti szabályozás szerint az átlépők 2000 végéig lehetőséget kaptak döntésük megváltoztatására, ami a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerbe való veszteség nélküli visszalépésre adott lehetőséget. A pályakezdők a választás lehetőségével nem élhettek, számukra a vegyes rendszer kötelező volt. A szabályozás emellett garantálta, hogy hosszú távon a vegyes rendszer kizárólagossá váljon, mivel a magánpénztárt önállóan nem választó pályakezdőket a törvény kötelezően a területileg illetékes magánpénztárba irányította.

Az 1998-as parlamenti választásokat követően az új törvényhozás jelentős mértékben módosította az előző évben kodifikált nyugdíjrendszer intézményi szerkezetét és paramétereit, ami a magánpénztárak működését is jelentős mértékben érintette.<sup>31</sup> Ennek keretében a vegyes rendszerből való visszalépés lehetőségét 2002 végéig meghosszabbították, emellett a 2000. évi költségvetés teljesítését elfogadó törvényben a pályakezdők magánpénztári kötelező beléptetése is eltörlésre került. Ugyanitt a jogalkotó visszavonta a magánpénztárak tagjainak a normajáradékra<sup>32</sup> vonatkozó korábban biztosított garanciákat is. A 2002. évi parlamenti választásokat követően a pénztárszektor helyzetét ismételten kedvezően befolyásoló jogszabályi változásokról született döntés, melynek keretében a magánpénztári járulék két lépcsőben 6-ról 8%-ra emelkedett, a pályakezdők számára pedig ismételten kötelezővé tette a vegyes rendszerbe történő belépést.

### 2.2. A MAGÁNPÉNZTÁRI PIAC MÉRETE

Az elmúlt években a magánpénztári taglétszám és vagyon folyamatos emelkedése ellenére a piaci szereplők számának csökkenése volt megfigyelhető, a pénztárak száma tevékenységük megkezdése óta – döntően fúziók és beolvadások következtében – 38-ról 2004 végéig 18-ra csökkent. Az elmúlt években lezajlott magánpénztári fúziók a munkáltatói háttérű pénztárak részarányának fokozatos visszaesése mellett valósultak meg.

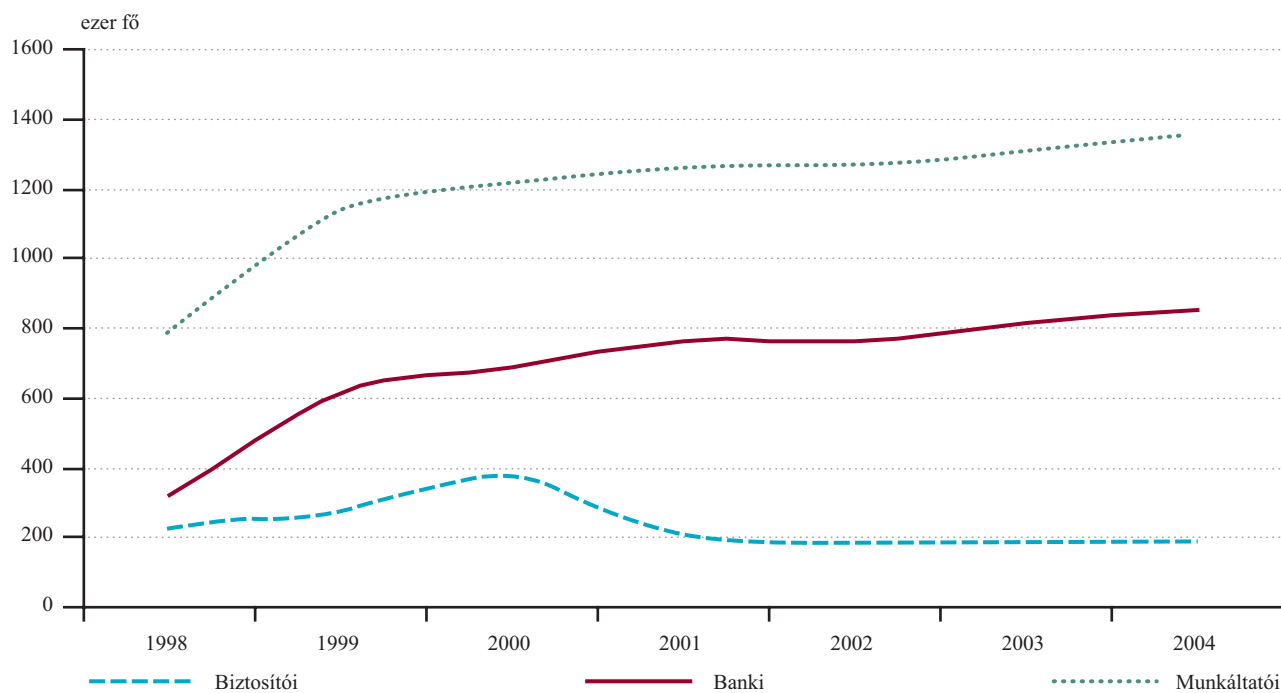
A banki és biztosítói pénztárak létszámának a munkáltatói háttérű kasszákat meghaladó növekedési dinamikája mögött az alapító intézmény szélesebb körű ismertsége, valamint a profitorientált működtetési jellegből következően a háttér-intézmény által kialakított marketing- és értékesítési csatornáknak a pénztár szolgáltatásai népszerűsítésére, valamint

<sup>31</sup> A magánnyugdíjpénztárak működésének jogszabályi kereteit az 1997. évi LXXXmásodik törvény, illetve ennek sorozatos módosításai határozták meg.

<sup>32</sup> A 2002. januárjától megszüntetésre került normajáradék azt jelentette, hogy amennyiben a pénztár nem tud teljesíteni, a Pénztárak Garanciaalapja egészíti ki a tag nyugdíját, ha az nem éri el a tb nyugdíjszámítása alapján járó nyugdíj 25%-át.

**2. ábra**

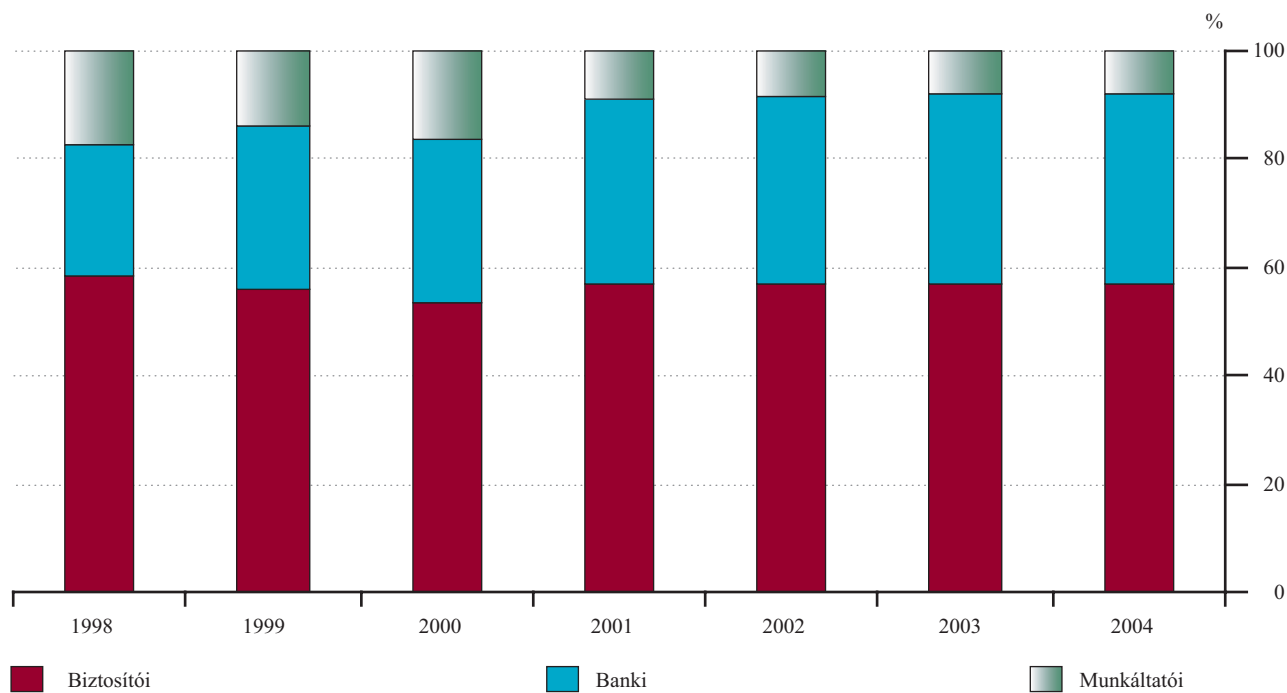
A magánpénztárak taglétszámának változása



Forrás: PSZÁF.

**3. ábra**

A magánpénztárak taglétszámának megoszlása



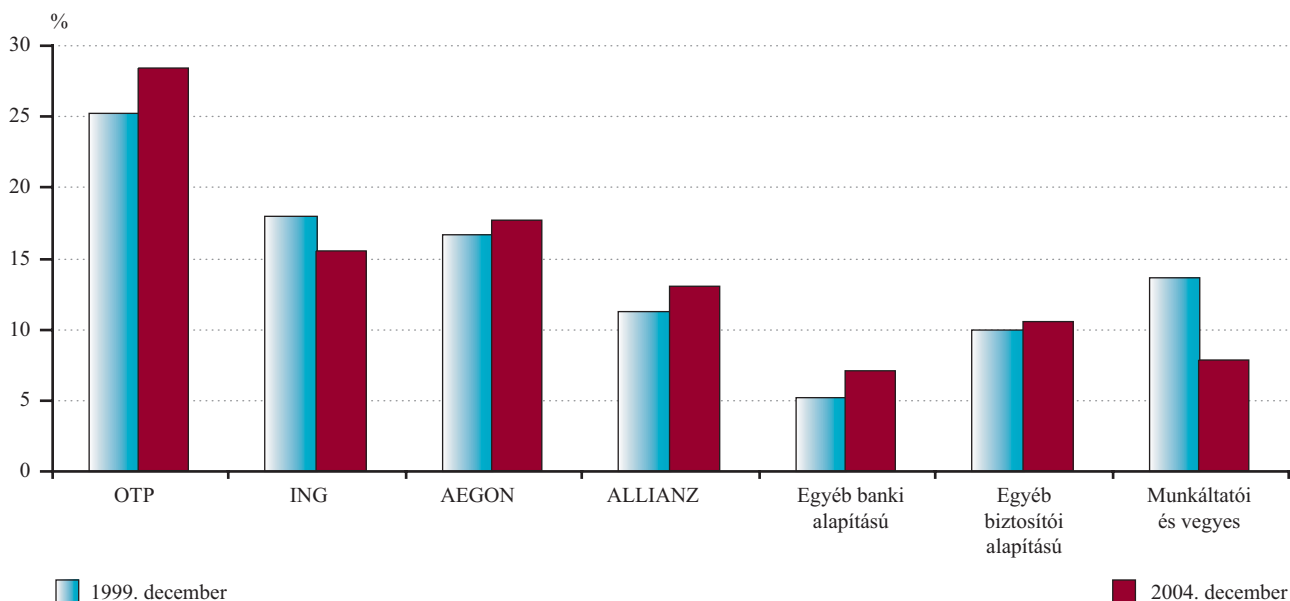
Forrás: PSZÁF.

a beléptetést megkönnyítő, illetve lehetővé tevő (internet, fiókhálózat) kihasználása húzódik meg. Mivel a munkáltatói alapítású kasszák tagsága – nyílt jellegük ellenére – elsődlegesen az alapító vállalkozás munkavállalói közül kerül ki, a taglétszám ezt meghaladó jelentősebb növekedése – érdemi marketing-erőforrások és értékesítési csatornák hiányában, valamint ezen pénztárak tényleges nonprofit jellegének dominanciájából fakadóan – az elmúlt négy évben nem következett be.

A magánpénztárak többségének 1998. évi megalapítása után egy évvel már lényegében kialakultak a jelenlegi piaci erőviszonyok. Az elmúlt öt évben a négy legnagyobb taglétszámmal működő pénztár közül három piaci részesedésének további növelésére volt képes.

#### 4. ábra

A magánpénztárak taglétszám alapján mért piaci pozíciója (1999–2004)



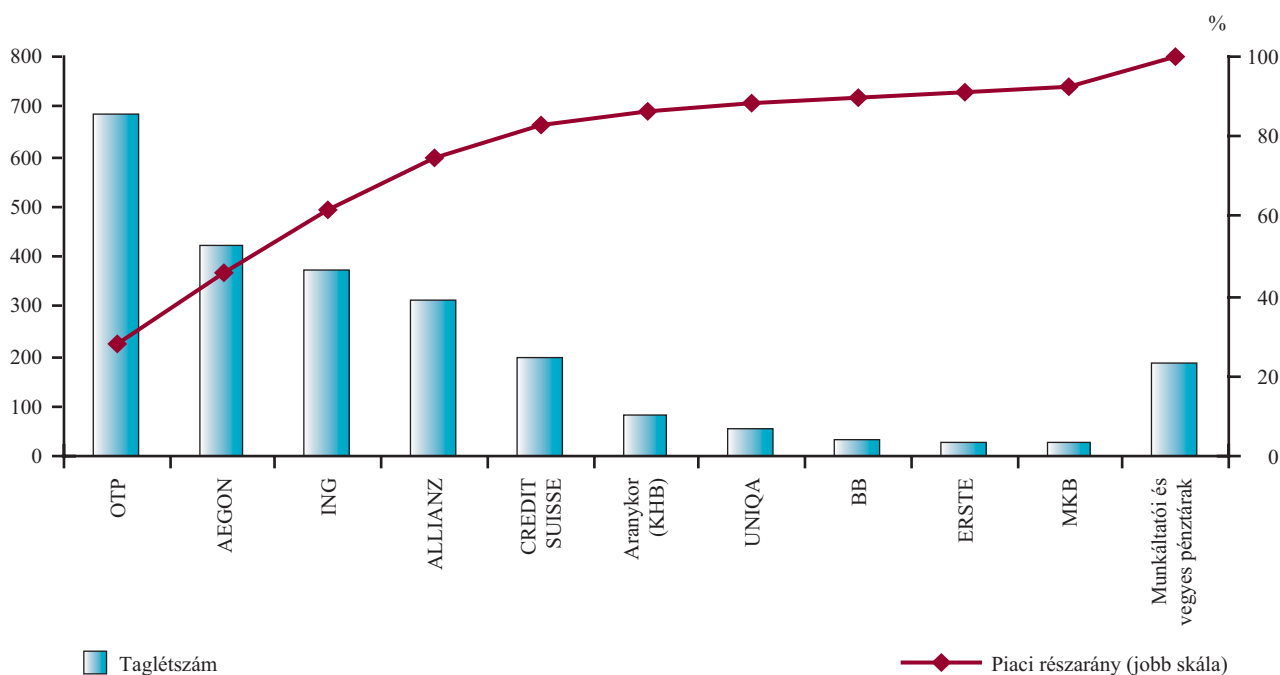
Forrás: PSZÁF.

2004 végén mindössze 6 pénztár tömörített 100 ezer főt meghaladó tagságot, melyből négy biztosítói (Aegon, ING, Allianz, Credit Suisse), egy-egy pedig banki (OTP), illetve vegyes (Évgyűriük) alapítású. A hazai magánpénztárak 2004. évi összesített taglétszáma 2,4 millió fő volt. A Herfindahl-index 2004 végére számított 1580-as értéke közepes erősségű piaci koncentrációt mutat.

A piaci koncentráció jelentős mértéke, valamint a pénztárak pozíciójának kismértékű elmozdulásai a hazai piaci verseny alacsony fokát mutatják. Annak ellenére, hogy az elmúlt két év során a pénztárak taglétszámának dinamikus emelkedése volt megfigyelhető, a **pénztárt váltó tagok aránya** nemzetközi összehasonlításban **mérsékelt**.

## 5. ábra

A magánpénztári piac megoszlása taglétszám alapján



Forrás: PSZÁF.

## 9. táblázat

A magánpénztárak taglétszámának változása

	2000	2001	2002	2003	2004
Taglétszám növekedése	12,8%	-2,1%	-0,8%	4,1%	4,3%
Átlépések aránya	1,0%	0,1%	1,2%	1,2%	1,7%

Forrás: PSZÁF.

### 2.3. IRÁNYÍTÁSI ÉS SZERVEZETI KÉRDÉSEK

A magánpénztárak legfőbb döntéshozatali szerve a **közgyűlés**, melyen a tagok közvetlenül, vagy küldötteken keresztül érvényesíthetik döntéshozatali jogukat. Küldöttközgyűlés esetén a küldöttek száma a pénztár teljes taglétszámával arányosan 25–100 között lehet. A pénztár ügyvezető szerve a páratlan számú, de legalább 7 főből álló **igazgatótanács**, melyben a pénztártagok képviselőit is biztosítani kell. Az igazgatótanács legfontosabb feladatai a közgyűlés hatáskörébe tartozó döntések előkészítése és a határozatok végrehajtása, a pénztár üzletpolitikájának és belső szabályozási hátterének kialakítása, döntés a vagyonkezelő, valamint a pénztár adminisztrációs és nyilvántartási tevékenysége végzésének módjáról és a szervezet kiválasztásáról. Az igazgatótanács határozatainak végrehajtásáért és a pénztár eredményes működéséért az **ügyvezető** felelős. Az igazgatótanács mellett legalább 5, legfeljebb 7 tagból álló **ellenőrző bizottság** is működik, melyben a pénztártagoknak kell többségben lenniük. Az ellenőrző bizottság feladata a pénztár gazdálkodásának folyamatos vizsgálata, ellenőrzése.

A magánpénztárak többségének gyakorlatában a közgyűléseken a tagok közvetlenül nem vesznek részt, helyettük szervezeti joggal felruházott területi, vagy munkáltatói képviselők járnak el, akiket ötéves időtartamra a pénztár **küldöttválasztó gyűlése** választ meg. A gyűlések részvételi aránya alacsony, ami a pénztárak tagságának inaktivitására utal. A magánpénztári törvény értelmében a küldöttek választásának rendjét a pénztár szervezeti és működési szabályzata határozza meg, ezek azonban nem minden esetben adnak irányutatót arra vonatkozóan, hogy egy küldött hány tag szervezete alapján választható meg. A megvizsgált szabályzatok alapesetben előírják ugyan a tagság több mint felének köz-

vetlen, vagy meghatalmazott képviselő általi jelenlétét, a határozatképtelenség esetére összehívott, megismételt közgyűlés azonban már a jelenlévők számától függetlenül határozatképes, melynek következtében a pénztár tagsága töredékének is lehetősége nyílik a küldöttek megválasztására.<sup>33</sup>

A tagi érdekek képviseletét tovább csorbitja, hogy a közgyűlési jegyzőkönyvek tanúsága szerint a tagság létszámának a küldöttek általi képviselete sem teljes. A közgyűléseken megjelent képviselők a tagságnak az elmúlt három év átlagában mindössze alig több mint kétharmadát képviselték, ami a közgyűlés határozatképességét biztosítja ugyan, de szektor szinten a tagok nem elhanyagolható hányada képviselet nélkül marad. A közgyűlések résztvevőinek passzív hozzáállása következtében az elmúlt öt évben a közgyűlési határozatok 99%-a egyhangúlag, érdemi hozzászólások nélkül került elfogadásra.

## 10. táblázat

### Magánpénztárak közgyűlési statisztikája

	Képviselet	Képviselet tagok aránya	Érdemi hozzászólások	Határozatok elfogadásának aránya	Egyéb
AEGON	területi	81,6%*	pénzügyi tervhez	100%	
BUDAPEST	területi	48,8%*	nincs	100%	megismételt közgyűlés
ARANYKOR (KHB)	területi és egyéni	1,8%	éves beszámolóhoz	100%	megismételt közgyűlés
ALLIANZ	területi	73,2%	nincs	100%	
CREDITSUISSE	területi	46,0%	nincs	100%	megismételt közgyűlés
ING	területi	38,0%	nincs	100%	megismételt közgyűlés
OTP	területi	74,2%	nincs	100%	
UNIQA	területi	54,0%*	nincs	99%	
ERSTE	területi	72,1%	nincs	100%	
MKB	területi	14,6%*	pénzügyi tervhez	100%	megismételt közgyűlés

\* 2003. év végi közgyűlésre vonatkozó adatok.

Forrás: A PSZÁF által rendelkezésre bocsátott közgyűlési jegyzőkönyvek.

A pénztári közgyűlésekre jellemző passzivitás a tagok tulajdonosi jogainak nem megfelelő képviselete mellett a **tagság tájékozottságának alacsony színvonalára** is visszavezethető. A nem megfelelő tájékoztatottság hiányában ugyanis a tagság jelentős része nincs tisztában a pénztárak költségstruktúrájával és hozammutatóinak alakulásával.

A tagság pénztárak közötti mozgását a tájékozottság alacsony foka mellett gátolta az öt legnagyobb kassa pénztárszolgáltatója közötti azon korábbi megállapodás is, melynek értelmében az adott körben történő átlépések esetén nem fizettek jutalékot az üzletszerzők részére. A megállapodást a szövetség tagjai 2003 végéig tartották tiszteletben, amikor azt az Aegon egyoldalúan felmondta.

A vezető testületek (it, eb) személyi összetételét kérdőív kiküldésével és publikus adatok alapján elemeztük. A vizsgált pénztárak jelentős részénél az alapítói csoportnál munkaviszonnyal rendelkező tagok **többségben vannak az igazgatótanácsokban** és jelentős az alapítói képviselet az ellenőrző bizottságokban is. A publikus adatok alapján a pénztáraknál az igazgatótanácsban jellemzően **az alapítói csoport felső vezetése is képviselve van**. Ennek alapján a pénztárak **vezető testületeiben erőteljes alapítói befolyás valószínűsíthető**, ami a tagság érdekeit képviselő tényleges kontrollfunkciók háttérbe szorulását eredményezheti.

<sup>33</sup> Az szmsz-re vonatkozó megállapításunkat az OTP és ING pénztár szabályzata alapján tettük.



## 2.4. DÍJTERHELÉS

A tagdíjbefizetéseket érintő levonások, valamint a befektetett vagyon befektetésével kapcsolatban felmerülő díjak összegének a pénztár vagyonához történő viszonyításával nyílik lehetőség a pénztári megtakarítások díjterhelésének vizsgálatára. A hazai pénztárak díjterhelésének döntő hányadát a tagdíjat terhelő levonások, valamint a vagyonkezelői díjak teszik ki, az egyéb tételek súlya az összes terhelésen belül alacsony.

A hazai pénztárak működésének eddigi részében a díjterhelésen belül a legjelentősebb hányadot a tagdíjakat terhelő levonások tették ki, amely a pénztár működési költségeinek és likviditási tartalékának fedezetére szolgál. A levonások mértéke a tagdíjbevételek meghatározott százalékában a pénztárak által egyedileg kerül meghatározásra. A pénztári befizetések levonásokkal csökkentett hányada kerül a tagok egyéni számláján jóváírásra, melyhez további, vagyonarányosan meghatározott díjak kapcsolódnak.

Ezen belül a díjterhelés szempontjából elsődleges jelentősége a vagyonkezelési díjak mértékének van, melyet a második pillért működtető országok gyakorlatától eltérően nem közvetlenül a tagok egyéni számlájára terhelik. A vagyonkezelői díjak a hazai gyakorlatban a befektetett vagyon hozamából kerülnek levonásra, a pénzári eredménykimutatásokban befektetési ráfordításként megjelenítve. A teljes díjterhelésre hatással vannak továbbá a letétkezelői díjak, a pénztári portfólió befektetési összetétele alapján meghatározott benchmarkhozam túlteljesítése esetén a vagyonkezelőt megillető sikerdíj, valamint kereskedési díjak is. Ez utóbbi tétel pontos mértéke az eredménykimutatásokból nem minden esetben követhető nyomon, a kasszák egy részénél a vagyonkezelői díjakkal összevontan kerül szerepeltetésre, lehetetlené téve ezzel a vagyonkezelés költségének pontos számszerűsítését. A tag pénztárváltása esetén a díjterhelés részét képezi továbbá a kilépéskor felszámított díj, melynek mértéke a hazai gyakorlatban egységesen a vagyon 0,1%-ában került meghatározásra.

### 11. táblázat

**Az átlagos díjterhelés alakulása az éves átlagos vagyon százalékában**

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Vagyonkezelési díjak</b>					
Hazai magánnyugdíjpénztárak	1,07	1,04	0,99	0,97	0,96
– éves minimum	0,65	0,54	0,59	0,59	0,55
– éves maximum	1,95	1,92	2,00	1,57	1,43
Lengyel nyugdíjalapok	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
<b>Tagdíjat terhelő levonások</b>					
Hazai magánnyugdíjpénztárak	3,71	2,85	2,34	2,38	2,11
Lengyel nyugdíjalapok	11,31	5,02	2,49	1,73	1,30
<b>Teljes díjterhelés</b>					
Hazai magánnyugdíjpénztárak	4,77	3,89	3,32	3,35	3,07
Lengyel nyugdíjalapok	11,87	5,59	3,09	2,33	1,83

\* A vagyonkezelési díjak szélsőértékei a meghatározó piaci részesedésű pénztárak adatai alapján kerültek szerepeltetésre.

Forrás: PSZÁF, Knúife. A szerzők számításai.

Az elmúlt évek során alapítói háttértől függetlenül **valamennyi pénztár esetében csökkent a díjterhelés mértéke**. Ez annak következménye, hogy a pénztárak alapítását közvetlenül követő időszakban az intézményi és infrastrukturális háttér megteremtése céljából jelentősebb működési célú levonásokra volt szükség és ezzel párhuzamosan növekedett a pénztári megtakarítások értéke. A pénztár megfelelő működtetési feltételeinek kialakítását követő időszakban ezen levonások szintje mérséklésre került. Hosszú távon – a megtakarítások emelkedésének függvényében – **a vagyonkezelési díj mértéke válik a díjterhelésen belül meghatározóvá**, ezért ennek mértéke a pénztárak hosszú távú működése szempontjából kiemelt jelentőséget kap.

### 2.4.1. Tagdíjakat terhelő levonások

A magánpénztárak tagjai által havi rendszerességgel teljesített azonosított befizetéseknek a pénztárak által egyedileg meghatározott hányada nem kerül a tagok egyéni számláján jóváírásra, ezen levonások a pénztár működési és likviditási tartalékát növelik. A magánpénztári kötelező tagdíjak mértékének elmúlt két évben történt 6%-ról 8%-ra emelése – melynek hatása a tagdíjbevételek növekedésére önmagában 30%-ot meghaladó volt – ez idáig nem járt együtt a tagdíjakat terhelő levonások érdemi csökkentésével.

## 12. táblázat

### A levonások aránya a tagdíjbefizetések százalékában

	2000	2001	2002	2003	2004
Hazai magánnyugdíjpénztárak	5,74	6,39	6,71	6,71	6,46
Lengyel nyugdíjalapok	9,00*	8,35	6,54	6,23	6,22

Forrás: PSZÁF, *Knúife. A szerzők számításai.*

\* Beclsés alapján.

Alapítói háttér szempontjából a tagdíjlevonások mértéke a munkáltatói pénztárak esetében volt a legalacsonyabb, mivel ezen pénztárak esetében az értékesítési és marketingköltségek nagyságrendje a profitorientált alapon működő banki és biztosítói háttérű kasszákhöz viszonyítva minimális.

### 2.4.2. Vagyonkezelési díjak

A pénztárak teljesítményének megítélése szempontjából döntő jelentőségű a **vagyonkezelő** aktivitása, mivel a meghozott befektetési döntések a pénztári portfólión elért hozamokat alapvetően befolyásolják. A 2000–2004 közötti időszakban a **banki és biztosítói alapítású pénztárak vagyonkezelését** valamennyi esetben **az alapító érdekeltségébe tartozó szervezet látja el**, melynek leváltása a közgyűlési jegyzőkönyvek tanúsága alapján az elmúlt évek során mindössze egyetlen pénztár esetében, az alapító intézménnyel fenntartott korábbi együttműködés megszakadása következményeként történt meg.

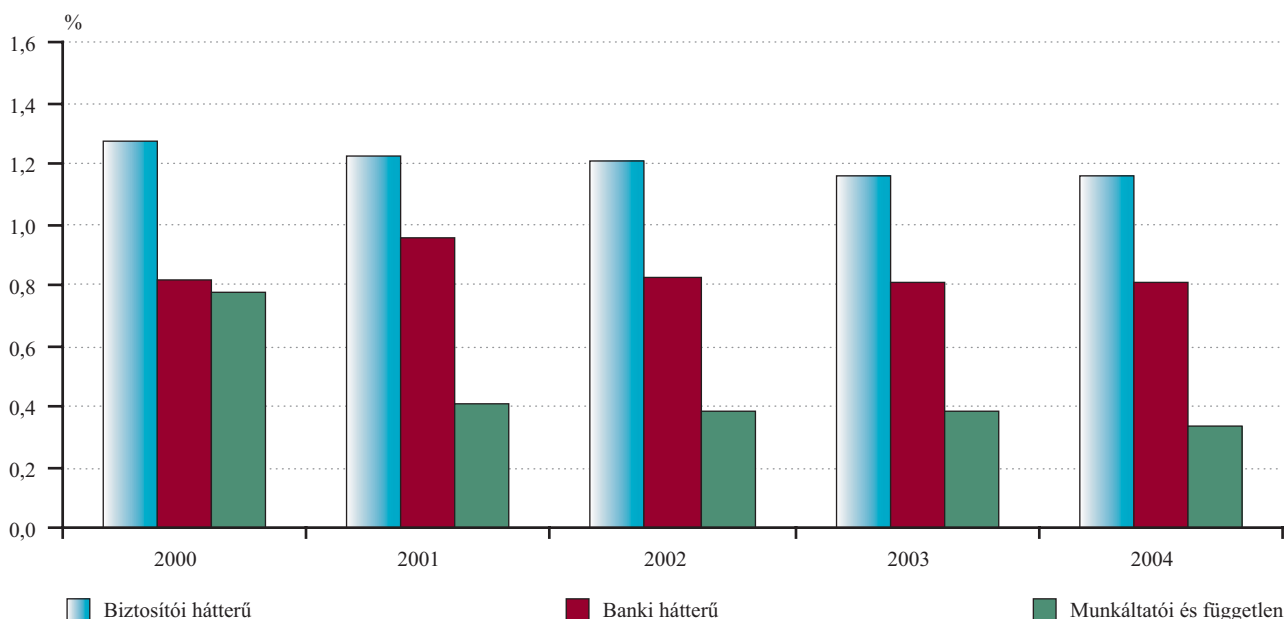
A munkáltatói háttérű pénztárak esetében a jóval alacsonyabb vagyonkezelési díjakat az magyarázza, hogy ezen kasszák esetében a kezdeti beruházási költségek szintje az alapító által a pénztár részére történt juttatások (ingyenes irodahasználat, infrastrukturális háttér kialakítása) vélhetően jóval alacsonyabb volt, így a pályázatás útján kiválasztott vagyonkezelők díjtételei csak a vagyonkezelés tényleges költségeit tartalmazzák.

A banki-biztosítói háttérű kasszák esetében a díjak mértékének és rugalmatlanságának háttérében elsődlegesen jövedelmezőségi szempontok húzódnak meg. Az alapítói pénzügyi csoportok **a magánpénztári szolgáltatás nyújtását lényegében a retail termékpalletta részének tekintik**. Az alapító pénzügyi csoport a pénztár beindításához szükséges milliárdos nagyságrendű infrastrukturális beruházások mielőbbi megtérülését és alapítói csoport szintjén nyereséges működést vár el, ami a tagdíjakat terhelő levonások, valamint az alkalmazott vagyonkezelői díjak kialakításakor jelentősen befolyásolja a díjszinteket. A jövedelmezőségi szempontok elsődlegessége következtében a banki és biztosítói kasszák által alkalmazott vagyonkezelési díjak szintje **nem piaci alapon, hanem a kezdeti jelentős működési ráfordítások mielőbbi megtérülésének prioritása mellett kerül meghatározásra**. Mivel ebből a szempontból az alapító pénzügyi csoportok célja azonos, a vagyonkezelés tekintetében **tényleges piaci versenyről a hazai magánpénztári vagyonkezelés tekintetében nem beszélhetünk**. A kezdeti beruházások megtérülésének biztosítása érdekében ezen pénztárak az alapítói csoportba tartozó vagyonkezelőkkel hosszú távra megkötött szerződések megkötésében voltak érdekeltek, melynek a pénztár közgyűlése általi esetleges leváltása az üzletágba történt befektetések megtérülését és a magánpénztár, mint retail termék profitabilitását veszélyeztetné.

A csoportszinten mért profitabilitás mielőbbi biztosítása a működési bevételek meghatározó hányadát kitevő adminisztrációs költségek, valamint a kezelt vagyon volumenével csaknem egyenes arányban növekvő vagyonkezelési díjak pénzügyi csoporton belül tartásán keresztül valósítható meg, melynek eredőjeként 2004-ben a tagdíjakat terhelő levonások átlagosan csaknem 60%-a áramlott az alapítói pénzügyi csoporthoz vagyonkezelői és adminisztrációs díjak formájában.

## 6. ábra

### Vagyonkezelési díjak alapítói háttér szerint



Forrás: PSZÁF. A szerzők számításai.

A vagyonkezelési és adminisztrációs szolgáltatások kapcsán a piaci verseny alacsony fokát valószínűsíti az, hogy a szolgáltatásokért fizetett díjak érdemben nem csökkentek az elmúlt öt évben annak ellenére, hogy a kezelt vagyon nagysága, illetve a bérekből történő levonások mértéke jelentősen növekedett az időszak alatt. Mindemellett az elemzés keretében megvizsgált tíz pénztárból a vagyonkezelést kilenc, a pénztári adminisztrációt pedig hét esetben folyamatosan az alapító pénzügyi csoport érdekeltségébe tartozó szervezet látja el.

## 2.5. KÖLTSÉGSZERKEZET ÉS PROFITABILITÁS

A 13. táblázatban látható a 2004. évi szektorszintű pénztári működési célú kiadások megbontása költségfajta szerint. A táblázatból látható, hogy a legjelentősebb tétel az adminisztrációs feladatok elvégzéséért kifizetett díj (63%). A magyar gyakorlatban e sor tartalmazza a pénztárszolgáltató társaság számára kifizetett díjakat.

Önmagában ezekből az adatokból nem következtethetünk arra, hogy az egyes költségelemeknek mekkora a valós részarányuk. A pénztárszolgáltató társaságoknak kiszervezett kiadások az eredménykimutatásban nem a kiszervezett tevékenységnek megfelelő kiadási soron, hanem az adminisztrációs szervezetnek fizetett számla során „jelennek meg”.

A költségtranszparencia hiányosságait jól szemlélteti a következő példa. A lengyelországi nyugdíjalapok esetében a működési célú kiadásokon belül a legnagyobb hányadot a marketinggel, valamint a taglétszám növelésével összefüggésben felmerülő ügynöki költségek teszik ki (30-40%), melyek a hazai pénztári eredménykimutatások alapján látszólag marginális, 5% körüli nagyságrendet képviselnek. A pénztárak tevékenységéhez kapcsolódó marketing- és ügynöki költségek a pénztárak működési ráfordításainak képezik részét, ugyanakkor pénztárszolgáltatóhoz kiszervezett tevékenységek, valamint az akvizícióval kapcsolatos kiadások piaci információk alapján részben vagyonkezelési díjakon keresztül elszámolt hányada az eredménykimutatásban transzparens módon nem jelenik meg. Ennek valószínűsíthető oka, hogy az akvizíciós költségek teljes hányadának a tagi befizetésekből teljesített működési célú levonások közötti elszámolása ennek mértékét jelentős mértékben megnövelné. Ez feltehetően már versenyhátrányt jelentene a pénztárak számára, az adminisztrációs számlán keresztüli és vagyonkezelési díjból történő levonás ezzel szemben a tagság szempontjából nem átlátható.

Az akvizíciós tevékenységgel összefüggésben fontosnak tartjuk továbbá megjegyezni, hogy a pénztárak közti átléptetések kapcsán az ügynökök, illetve áttételesen megbízott brókercégek részére kifizetett magas jutalékok jelentős költség-

## 13. táblázat

## Pénztári eredménykimutatás fontosabb adatai

Megnevezés	2004	
	Szektor összesen	1 aktív tagra eső
	ezer Ft	Ft
Működéssel kapcsolatos ráfordítások összesen	11 429 957	5 689
Pénztári alkalmazottak munkabére és közterhei	973 536	485
Pénztári tisztségviselők tiszteletdíja és közterhei	158 480	79
Tagszervezésel kapcsolatos ügynöki költségek	292 212	155
Adminisztrációs és nyilvántartási feladatokat ellátó szervezetnek fizetett díjak	7 302 096	3 634
Marketing-, hirdetés-, propaganda- és reklámköltség	239 103	128
Felügyeleti díj	527 109	264
Garancia díj	742 855	372
Egyéb költségek	1 194 566	595

Forrás: PSZÁF.

növelő tényezőt jelentenek, a pénztárak működési hatékonyságát ugyanakkor érdemben nem javítják. Megfelelő ösztönzés csak a nagyobb arányú önkéntes tagi átlépéstől várható.

A pénztárszolgáltató társaságok gazdálkodásáról rendelkezésre álló publikus információk általános számviteli elvek alapján készülnek, ezért e kimutatásokban a költségek más szerkezetben jelennek meg, mint a pénztárak elszámolásaiban. Ennek következtében nem látható az, hogy a pénztári eredménykimutatás legjelentősebb tételét kitevő költségelem mögött milyen költségek vannak és ez jelentősen torzítja a teljes képet.

A pénztárak eredménykimutatásából a nonprofit jellegnek megfelelően nem jelenik meg nyereség. Nem szerepel a működési célú eredménykimutatásban a vagyionkezelésért járó díj, mivel az a hatályos szabályozás szerint közvetlenül a pénztári vagyont terheli. A nyereséget az utóbbi díjak tartalmazzák, amely a pénztárszolgáltatóknál és a vagyionkezelőknél jelentkezik – jóval kevésbé transzparens formában. A vagyionkezelő társaságok eredménykimutatásaiból a pontos költségek és profitabilitás nem következtethető.

A fentiekből következően a hazai magánpénztárak költségszerkezetének teljes áttekintése csak az alapítói csoporton belül megjelenő egyéb tételek ismeretében lehetséges, ami a **pénztárak működésének transzparenciája szempontjából agályokat vet fel**. Mivel a pénztárak működési hatékonyságának pontos megítélése csak alapítói csoport szinten lehetséges, a pénztárak gazdálkodásával kapcsolatban jelenleg hozzáférhető publikus számszaki információk önálló vizsgálata nem nyújt valós képet az alapítói csoporton belüli költségtranszferek irányáról és volumenéről, valamint profitabilitásáról. A pénztárak működési transzparenciájának hiányosságai áttételesen a piaci versenyt is hátrányosan befolyásolják, mivel a rendelkezésre álló információk korlátossága, valamint a pénztárak hatékonysági szempontú összemérésének nehézségei jelentősen megnehezítik a tagok részéről a pénztárak közötti megalapozott választást.

Annak ellenére, hogy a szektor profitabilitásának pontos vizsgálata a költségstruktúra transzparenciájának hiányosságai következtében nem volt lehetséges, az alábbi táblázatban a pénztárak eredménykimutatása, valamint piaci információkon alapuló becslések alapján kísérletet teszünk az egy aktív számlára<sup>34</sup> eső csoportszintű költségek és profitabilitás becslésére. Ehhez kiszámoltuk a csoportszintű bevételt, amelyet a működési célú levonások és a vagyionkezelési díjak összegeként határoztunk meg. A vagyionkezelés költségeit magyar piaci információk és a nemzetközi tapasztalatok alapján 40 bázispontra becsültük. A számlavezetés költségeit a lengyel hasonló adat 30%-os növelésével kaptuk.

<sup>34</sup> Az aktív számlák számát az adott évben a pénztárba befizetést teljesítő tagok aránya alapján becsültük az összes tag alapján, az inaktív tagok arányát a pénztáraktól kaptuk meg.

## 14. táblázat

Egy aktív számlára eső magánpénztári költségek és bevételek alakulása az alapító pénzügyi csoport szintjén

Forint	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Pénztári eredménykimutatások alapján:</b>					
– felügyeleti és garanciadíj	263	374	514	714	636
– marketing és akvizíciós költség	176	239	201	276	283
– személyi jellegű ráfordítások	737	292	409	502	623
– egyéb költségek	223	294	364	435	506
<b>Piaci becslés alapján:</b>					
– marketing és akvizíciós költség a pénztárszolgáltatónál	*	*	*	*	277
– tagdíjak behajtásának, végrehajtásának költsége	*	*	*	*	700
– vagyonkezelés költsége (40 bp)	*	*	*	*	1 306
– akvizíciós költség a vagyonkezelési díjon keresztül	*	*	*	*	?
<b>Becslés a lengyel költségszintek alapján:</b>					
– számlavezetés költsége	*	*	*	*	1 300
<b>Összes költség</b>	*	*	*	*	(?) 5 630
<b>Összes bevétel</b>	3 022	4 238	5 418	7 584	9 565

*Forrás: Pénztárak publikus eredménykimutatásai, valamint a szerzők számításai.*

A becslés alapján a 2004. évi, egy aktív tagra jutó működési költségszintből kiindulva valószínűsíthető, hogy a legtöbb pénztár esetében 2001–2002-től beszélhetünk nyereséges működésről, ami megfelel a rendelkezésünkre álló piaci forrásokból származó információknak. A profitabilitás mértékéről ugyanakkor a rendelkezésre álló információk korlátossága miatt megbízható becslés nem adható. A pénztárak profitabilitásának 2003-2004. évi mértékében meghatározó szerepet játszott a magánpénztári tagdíj mértékének 6%-ról 8%-ra történő felemelése, mivel az jelentősen megnövelte tagdíjából származó működési bevételeket. A piaci szereplők becslései alapján a kezdeti beruházások egy-két éven belül megtérülnek a pénztárak többségének esetében.

A költségeket vizsgálva megállapítható, hogy a magyar pénztárak ügyfélszerzési költségei (marketing- és akvizíciós költségek) nemzetközi összehasonlításban alacsonyak. Az egy számlára eső behajtási költségek a piaci becslések alapján 700 forint körül voltak 2004-ben, amely a lengyelországi értékhez képest<sup>35</sup> magas. A vagyonkezelés átlagos terhelése és költségszintje közötti eltérés arra utal, hogy a vagyonkezelésen jelentős nyereség volt elérhető.

### A pénztárak működési költségszintjét befolyásoló egyéb szempontok

#### Inaktív számlák magas aránya

A magánpénztárak működési hatékonyságát jelentős mértékben befolyásolja, hogy az elmúlt két évben a nyilvántartott egyéni számlák 12-13%-ára befizetés nem érkezett. Ennek háttérében a tag tartós munkanélkülisége (illegális munkavállalása), vagy a munkáltató fizetési készségének, illetve képességének megváltozása húzódnak meg.

A tagdíjak beszedésének munkáltató és pénztárak közötti rendje jogszabályilag meghatározott. A munkáltatók jelentős része bevallási kötelezettségét papír alapon teljesíti, melynek feldolgozása a pénztárak részéről jelentős élőmunka-ráfordítást tesz szükségessé. Amennyiben a munkáltató befizetési kötelezettségének 30 napon belül nem tesz eleget, és a pénztár részéről kifejtett „soft collection” sem jár eredménnyel, a pénztár a tagdíjak behajtásával az Adóhatóságot bízza meg, amely tartós fizetésektelenség esetén vagy együttműködési készség hiányában felszámolási eljárást kezdeményez a munkáltatóval szemben.

<sup>35</sup> 500 forint, lásd 3. melléklet.

A tagdíjakat nem fizető munkáltatók a pénztár részére számottevő többletköltséget generálnak, mivel a postai úton több ízben küldött hivatalos felszólítás díján felül az APEH bevonása eljárási illeték megfizetése mellett történik. A tagdíjak behajtásával kapcsolatos adminisztrációt jelentősen megnehezíti, hogy egy munkáltató fizetési kötelezettségének nem teljesítését az Adóhatóság felé a pénztárak egyedileg, nem pedig összehangoltan jelentik, ami az APEH területileg illetékes igazgatóságának jelentős túrterhelését, valamint jelentős államigazgatási költségnövekményt eredményez.

### Informatikai háttér modernizálása

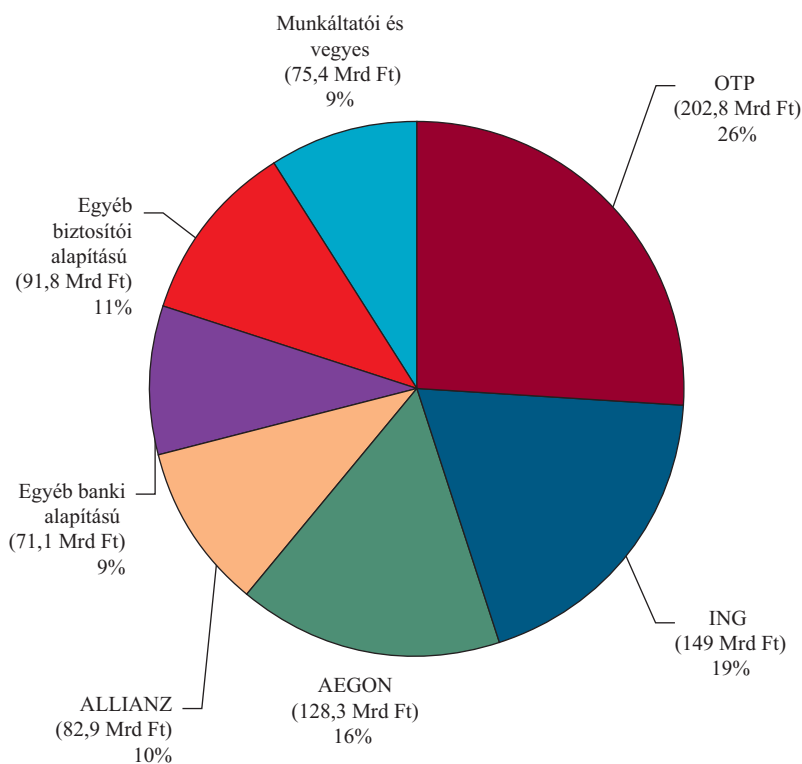
A működési költségszintet emelő általános probléma az **infrastrukturális háttér folyamatos fejlesztési szüksége, melynek forrásigénye** – az alapító intézmény esetleges adományait leszámítva – végső soron a tagságot terheli. A hatályos jogszabályok 2006-tól előírják az informatikai biztonsággal kapcsolatos szabályozási rendszer kialakítását és rendszeres aktualizálását, a kockázatokkal arányos IT-védelem megteremtését, valamint az informatikai ellenőrző rendszer és eljárási rendek kialakítását és működtetését, melynek kiépítése további többletköltséget jelent.

## 2.6. A PÉNZTÁRAK PORTFÓLIÓJÁNAK ALAKULÁSA

A hazai magánpénztárakban 2005 I. félév végéig felhalmozott nyugdíjcélú megtakarítások nyilvántartási értéke **950 milliárd Ft** volt, ami a háztartások bruttó pénzügyi vagyonának 5,4%-át testesíti meg. A pénztárak által koncentrált vagyon a kasszák többségének 1998-as alapítását követő három évben robbanásszerűen, 100%-ot meghaladó mértékben bővült, melyet 2002-től is jelentős, 40% körüli növekedési dinamika jellemez. A taglétszám bővülésével párhuzamosan a legnagyobb mértékű vagyonkoncentráció a biztosítói háttérű pénztárak esetében volt megfigyelhető (57%), a banki háttérű kasszák a magánpénztári összvagyon 34%-át képviselték.

## 7. ábra

A magánpénztári piac vagyon alapján számított összetétele, 2004. december



Forrás: PSZÁF.

A hazai magánpénztárakat konzervatív, alacsony diverzifikáltsági fokú befektetési összetétel jellemzi. 2005. első félévének végére az állampapír befektetések részaránya elérte a 75%-ot. A részvények aránya az elmúlt két évben tartósan 15% körüli szinten mozog<sup>36</sup>, a külföldi befektetések részaránya szintén alacsony. A jelentősebb befektetési költségek következtében a részvényekbe, valamint külföldi eszközökbe allokált megtakarítási hányad döntő hányada befektetési alapokba kerül elhelyezésre.

## 15. táblázat

### A magánnyugdíjpénztárak piaci érték alapján számított befektetési összetétele

%	2003. 12.	2004. 12.	2005. 06.
Állampapír	70,0	73,5	75,1
Részvény	16,0	15,4	15,5
Értékpapír típusú befektetések (jelzáloglevelek, vállalati kötvények)	12,6	9,3	7,3
Egyéb (folyószámla, bankbetét, ingatlan alapok)	1,4	1,8	2,1
Összesen	100,0	100,0	100,0

Forrás: PSZÁF.

Az állampapírok portfólión belüli túlsúlya nemzetközi összehasonlításban is egyértelműen megmutatkozik, melynek hátterében az alábbi tényezők hatása húzódik meg.

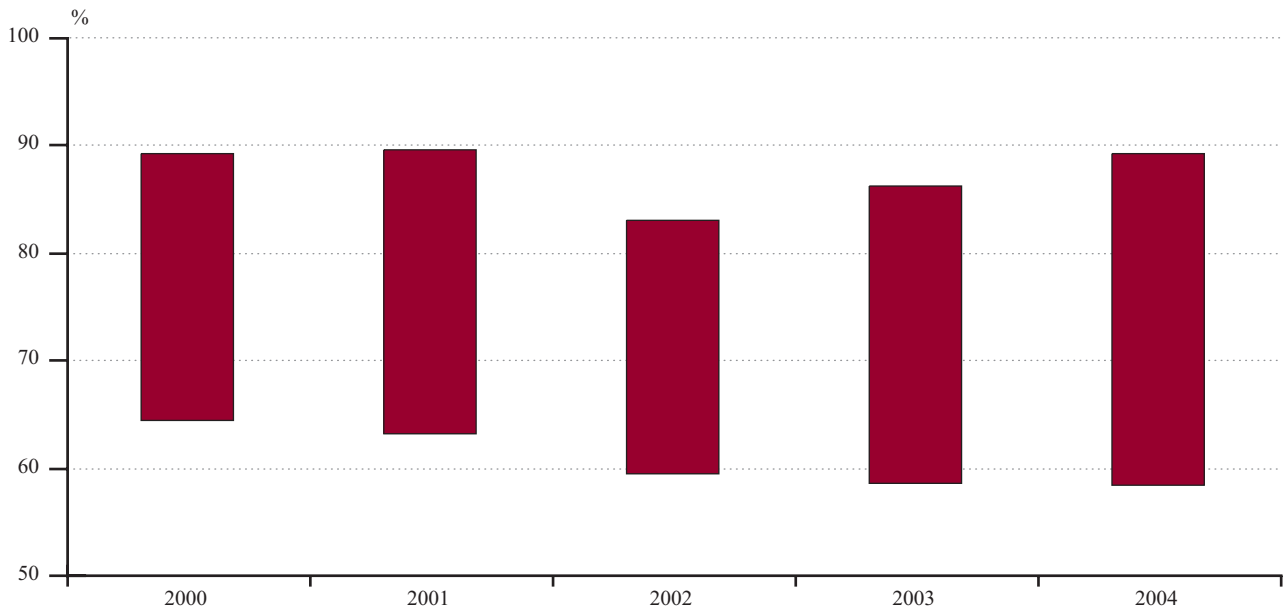
- A hazai tőkepiac jelenlegi fejlettségi szintjéből következően a belföldi befektetési lehetőségek között a fixed income alternatívák aránya alacsony. A viszonylagos eszközhiányt szemléltetheti, hogy a biztonságos befektetésnek számító jelzáloglevelek állománya a kibocsátások megkezdése után gyorsan növekedett és mára elérte a pénztári portfólió közel 8%-át. A hazai jelzáloglevél-piac korlátossága, valamint az egy kibocsátóra vonatkozó 10%-os pénztári befektetési limit ugyanakkor nem teszi lehetővé a portfólióban lévő jelzáloglevelek arányának további érdemi növelését.
- A hazai pénztárak jelenlegi rövid távú hozammérési gyakorlata a kockázatkerülő, rövid távú befektetési szemléletet erősíti, ami a versenytársak portfóliójának összetételétől való jelentős eltérés ellen hat. Az alábbi ábrák az állampapírok és a részvények portfólión belüli arányának szélsőértékeit, valamint ezek változását mutatják be. Az állampapírok arányán belül a 60%-hoz közelítő alsó szélső értéket egy pénztár esetében a portfólión belüli jelentős jelzáloglevél-hányad magyarázza. Ennek hatásától eltekintve az állampapírok részarányának eltérése a többi megvizsgált pénztár esetében az utolsó két évben 15%-on belül maradt. Ennek alapján a klasszikus herding<sup>37</sup> jelensége nem mutatható ki Magyarországon, de a portfóliókról az utóbbi években elmondható, hogy azokat egységesen alacsony kockázatvállalás mellett fektették be.
- Az igazgatótanácsok eszközallokációs döntéseit vélhetően befolyásolja az, hogy a vagyonkezelésből származó jövedelmek részei a csoportszintű megtérülésnek. Ez fokozhatja a kockázatkerülésre és óvatosságra való ösztönöztséget, mivel az alternatív befektetési lehetőségeket magasabb arányban kihasználó stratégia veszélyeztethetné a pénztár pozícióját. A magyar piacon még nem alakult ki a nyugdíjcélú megtakarítások időtávjához igazodó hosszú távú befektetési szemlélet, melynek keretében a befektetések összetételének alakulására jelentős hatást gyakorolna a pénztár tag-ságának átlagos kora.
- A pénztárak befektetési politika meghatározásán keresztül határozzák meg a vagyonkezelő mozgásterét, melyben meghatározásra kerül a különböző kockázati szintet megtestesítő eszközelemekbe történő befektetések minimális és maximális aránya. Ezek alapján megállapítható, hogy a pénztárak többsége az állampapír-befektetések esetében minimálisan 60-70%-os arányt határoz meg, melyben lényegi elmozdulás az elmúlt hároméves időszakban nem figyelhető meg. Az állampapír befektetések maximális arányára vonatkozóan ugyanakkor felső limit nem kerül meghatározás-

<sup>36</sup> A magyarországi szabályozás a részvények portfólión belüli arányát 2004 végéig a magánpénztárak esetében 50%-ban, az önkéntes kasszák esetében 60%-ban maximálta. A befektetési szabályok 2005-től hatályos módosítása ezen korlátokat megszüntette, így a kasszák – a régióban egyedülálló módon – akár teljes portfóliójukat is részvényekbe fektethetik.

<sup>37</sup> A herding akkor mutatható ki, ha az egyes eszközkategóriák arányának szórása az alapok között nagyon alacsony (0–5%).

## 8. ábra

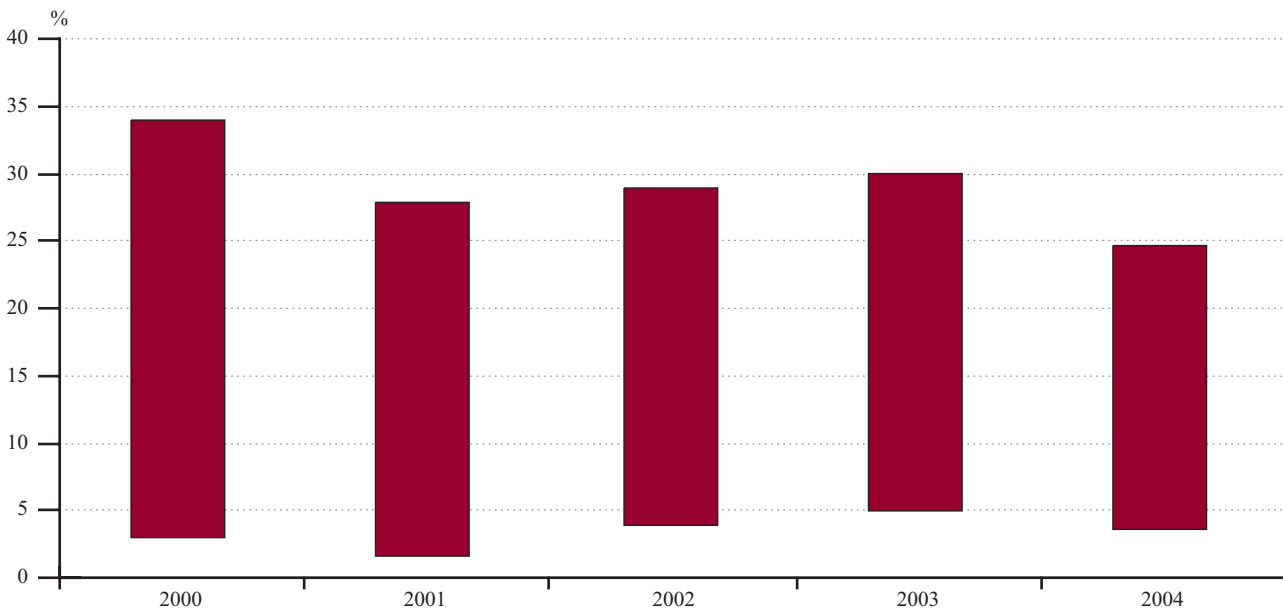
Az állampapírok aránya a meghatározó piaci részesedésű pénztárak portfóliójában



Forrás: PSZÁF.

## 9. ábra

A részvények aránya a meghatározó piaci részesedésű pénztárak portfóliójában



Forrás: PSZÁF.

ra. A részvények arányát tekintve a befektetési politikák 2005-re vonatkozóan a minimális előírt részarányt 0–10% között, a maximális limitet pedig 15-40% között határozzák meg, ami lehetővé tenné az eddigieknél jóval magasabb részvényarány tartását.

- Az említett okokból a vagyonkezelők számos olyan ösztönzővel szembesülnek, amelyek a magasabb kockázati szintet hordozó befektetési összetétel kialakítása ellen hatnak. A vagyonkezelők elsődleges célja pozíciójuk megtartása ér-



dekében a pénztár által meghatározott éves benchmark minimális túlteljesítése, ami az elmúlt években jellemzően rövid lejáratú, alacsony kockázatú befektetésekkel volt a legnagyobb biztonsággal elérhető.

## 2.7. PÉNZTÁRI HOZAMOK

A pénztárak befektetési teljesítményének alakulására a portfólió allokációs sajátosságaiból következően az állampapírok hozamtendenciái gyakoroltak elsődleges hatást, az alacsony részvényhányad még kedvező tőzsdei klíma esetén sem volt képes számottevő mértékben ellensúlyozni az állampapír-árfolyamokat befolyásoló piaci hatásokat. Az elvégzett számítások alapján a magán-nyugdíjpénztári szektor működésének hét teljes éve alatt elért éves átlagos reálhozam 2,1% volt, a 2005. évre vonatkozó becsléssel kiegészítve 2,9%-os reálhozam elérése valószínűsíthető, ami elsődlegesen az utolsó két év kedvező tőkepiaci folyamatainak volt köszönhető.

### 16. táblázat

**Az 1998-2004. közötti időszakra vonatkozó, valamint a 2005. évi hozambecsléssel kiegészített átlagos nettó reálhozamok**

A PÉNZTÁR EGÉSZÉRE SZÁMÍTOTT HOZAMOK Magánnyugdíjpénztárak összesen	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
Éves átlagos pénztári vagyonnal súlyozott nettó nominális hozamok %	13,1	17,5	6,8	6,9	6,8	3,1	16,8	11,9
Éves infláció (december/december) %	10,3	11,2	10,1	6,8	4,8	5,7	5,5	3,2
Éves átlagos pénztári vagyonnal súlyozott nettó reálhozamok %	2,5	5,7	-3,0	0,1	1,9	-2,5	10,7	8,4
Az 1998-2004 közti 7 éves periódusra számított átlagos reálhozam	2,1%							
Hozamszámítás a 2005. évre vonatkozó becsléssel kiegészítve	2,9%							

Forrás: PSZÁF (1998-2004). A szerzők számításai.

\* A 2005. első félévi hozamtendenciákon alapuló becslés alapján.

A hazai magánpénztárak által elért hozamok vizsgálatakor a PSZÁF által rendelkezésünkre bocsátott nettó hozam-adatakból indultunk ki, amely a pénztári vagyon befektetésével összefüggő költségekkel (vagyonkezelési díj, letétkezelési díj, egyéb befektetési költségek) csökkentett, a teljes pénztári vagyonra számított hozamot jelenti. Az egy évre vonatkozó sektorszintű átlaghozam számításakor az egyes pénztárak vagyonával súlyozott számtani átlagot, a többéves időszakot bemutató hozamok számításánál mértani átlagolást alkalmaztunk. A 2005. évi hozam becslése az első félévre vonatkozó adatokra támaszkodik, melynél az előző évi folyamatos jegybanki kamatcsökkentések az állampapírok árfolyamváltozásán keresztül megjelenő, a pénztári hozamokra gyakorolt kedvező hatását vetjük alapul.

A 2005 első félévében a több részletben végrehajtott, összesen 250 bázispontos jegybanki kamatcsökkentés, valamint a részvénypiacokon megfigyelhető kedvező irányú elmozdulások szektor szinten 20%-ot megközelítő évesített hozamok elérését tették lehetővé. A második félévben ugyanakkor a kamatcsökkentés ütemének visszafogása, valamint a részvényárfolyamok emelkedési ütemének lassulása nem teszi lehetővé az első félévi hozamtendenciák folytatódását, melynek következtében a pénztárak második félévi teljesítménye várhatóan jelentősen elmarad az első hat hónap szintjétől.

Arra a kérdésre, hogy mekkora az a „várt hozam” a második pillérben, amelyet egyfajta benchmarkként lehet használni a hozamok értékeléséhez, nincs egyértelmű válasz. Ennek megítéléséhez a szakirodalom által közölt hozamokra vonatkozó referenciaértékek nyújtanak segítséget, melynek eredményeit az alábbi táblázat foglalja össze.

## 17. táblázat

## Referenciaértékek pénztári hozamokra

	Eredeti PM modell	Palacios, Rocha (1998)	Rocha (2001)	Orbán, Palotai (2005) I.	Orbán, Palotai (2005) II.
Várt hozam	1%-kal a reálbérek emelkedése felett	1,5%-kal a reálbérek növekedése felett	2%-kal a bérek növekedése felett	A jelenlegi felosztó-kirovó nyugdíjformula mellett 3,6% nettó hozam	Deficit nélküli felosztó-kirovó nyugdíjformula mellett 2,75% nettó hozam

Az eredeti reformkoncepcióban, valamint Palacios, Rocha és Vittas számításaiban a reálbérek emelkedése feletti 1-2%-os hozammal számoltak, ami igen konzervatív feltételezésnek minősül a szerzők megállapítása szerint is. Ez hosszú távon feltételezhető kétszázalékos reálbér-növekedés esetén 300-400 bázispontos nettó reálhozamnak felel meg. Orbán és Palotai (2005) modellezi azokat a minimális hozamokat, amelyek mellett az első és második pillérből származó juttatások értéke megegyezik azzal az értékkel, amely egy hipotetikus kizárólagos első pillérből származna. A magyar pénztárak átlagos hozamai a vizsgált nyolc éves időtávon elmaradtak az előzetes konzervatív várakozásokhoz képest, és kérdéses, hogy hosszú távon elérhető-e az a minimális nyugdíjszint, amellyel a reform kezdetekor számoltak.

Az alábbi táblázatban nemzetközi összehasonlításban láthatóak az egyes tőkepiaci eszközök hozamai és kockázatai. A táblázatból látható, hogy hosszabb periódusokban az államkötvények hozama a legtöbb országban 200-350 bázispont között mozgott. Ha feltesszük, hogy a magyar állampapír kockázati prémiuma a jövőben az eurózáron átlagához közelít, még csökkenő díjterhelés esetén is kérdéses, hogy a jelenlegi eszközallokációs arányok mellett elérhetőek a fenti hozamértékek.

## 18. táblázat

## Államkötvények reálhozamai

	Minta periódus	Kockázatmentes hozam* (%)	Szórás	Államkötvény spread (%)	Szórás
USA	1891-1995	1,955	8,919	0,72	1,55
	1947.2.-1996.4	0,794	1,761	1,199	0,999
	1970.1-1996.4	1,35	1,722	1,562	1,19
UK	1919-1994	1,198	5,446	1,272	1,505
	1970.1-1996.3	1,081	3,067	1,202	2,106
Németország	1978.4 - 1996.3	3,338	1,161	0,991	1,502
Franciaország	1973.2-1996.3	2,736	1,917	0,917	1,547
Hollandia	1977.2-1996.2	3,705	1,542	1,212	1,789
Olaszország	1971.2-1995.3	2,064	2,957	-0,2	2,025
Svédország	1970.1-1995.1	1,52	2,966	0,93	2,046

Forrás: Campbell (1999).

\* Három hónapos pénzügyi eszköz.

A pénztárak által nyilvánosságra hozott hozam adatokkal kapcsolatban fontos megjegyezni, hogy ennek mértéke elmarad a tagok egyéni számláján ténylegesen jóváírt hozamoktól. Ennek elsődleges oka, hogy a pénztár működési költségeinek fedezése, valamint a likviditási tartalék képzése céljából a tagok által teljesített befizetések bizonyos hányada – 2004-ben szektorszinten 6,5%-a – levonásra került. Másrészt a tagok általi befizetések időzítése és mértéke is eltérő, ami értelemszerűen nem eredményezhet mindenkinél azonos hozamrátát, a kasszák ugyanakkor a pénztár egésze által elért hozamot teszi közzé.

A tagok egyéni számlájára vetített, több éves időszakot átívelő átlagos hozamok számításakor fontos figyelembe venni továbbá az egyéni számlákon felhalmozott megtakarítások folyamatosan növekvő volumenét, mivel egy későbbi időszakra vonatkozó befektetési teljesítmény

nagyobb kumulált vagyontömeget érint. Mindezek alapján a pénztárak hét éves időszakra számított, illetve a 2005. évi becsléssel kiegészített, levonásokkal korrigált átlaghozamának számítását az éves hozamadatoknak az egy tagra eső átlagos vagyonnal történő mértani súlyozásával végeztük el.

## 19. táblázat

**Az 1998–2004. közötti időszakra vonatkozó, valamint a 2005. évi hozambecsléssel kiegészített, levonásokkal korrigált átlagos nettó reálhozamok**

A PÉNZTÁRTAGOK ÁLTAL TÉNYLEGESEN REALIZÁLT HOZAMOK Magánnyugdíjpénztárak összesen	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
Éves átlagos pénztári vagyonnal súlyozott nettó nominális hozamok %	13,1	17,5	6,8	6,9	6,8	3,1	16,8	11,9
Tagdíjat terhelő vagyonarányos levonások (működési+likviditási tartalék) %	14,6	7,9	3,6	2,8	2,2	2,3	2,0	1,6
Levonásokkal csökkentett nettó nominális hozam %	-1,5	9,6	3,2	4,1	4,5	0,8	14,8	10,4
Éves infláció (december/december) %	10,3	11,2	10,1	6,8	4,8	5,7	5,5	3,2
Levonásokkal csökkentett								
Egy pénztártagra eső éves átlagos vagyon (e Ft)	21,5	32,7	59,1	101,1	151,3	210,9	289,9	456,0
A 7 éves periódusra számított, egy tagra eső vagyonnal súlyozott átlagos reálhozam	0,5%							
Az egy tagra eső vagyonnal súlyozott átlagos reálhozam a 2005. évre vonatkozó becsléssel kiegészítve	2,7%							

\* A 2005. első félévi hozamtendenciákon alapuló becslés alapján.

Forrás: PSZÁF (1998–2004). A szerzők számításai.

A magánpénztárak tagdíjlevonásokat is figyelembe vevő hozamalakulásával kapcsolatban fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a kasszák működésének kezdeti fázisában a jelentős beruházásigény következtében a működési költségek, ezen keresztül pedig a teljes díjterhelés is jóval magasabb, ami a rendszer jellegéből eredő sajátosságának tekintendő.

A pénztárak hozamalakulásával kapcsolatban összességében valószínűsíthető, hogy azt hosszabb távon elsődleges, a befektetések allokációs összetétele befolyásolja (lásd 1.1.4.). A hazai pénztárak befektetési politikájából következő esz-közallokációs döntések következtében a pénztárak portfóliójának diverzifikációs foka alacsony. A portfólió döntő hányadát kitevő állampapír befektetések elmúlt ötévi átlagos bruttó reálhozama elmaradt a hasonló nyugdíjrendszereket működtető latin-amerikai országokhoz, valamint Lengyelországhoz képest (8. sz. táblázat), ami jelentős mértékben magyarázza a hazai pénztári hozamok alacsonyabb szintjét nemzetközi összehasonlításban.

A 2004. évi, valamint a 2005. évi várható hozamtendenciák alapján a hazai pénztárakra jellemző magas belföldi állampapírány kedvező hozamok elérését tette lehetővé. A következő években ugyanakkor – az eurozónához történő csatlakozás közeledtével – az állampapírok hozamszintjének csökkenése várható, ami a jelenlegi portfólió-összetétel mellett nem teszi lehetővé a 2004–2005. évi hozamtendenciák folytatódását. A pénztárak befektetési teljesítményének jövőbeni fokozása szempontjából várhatóan megnő az alternatív befektetési lehetőségek szerepe, melynek a pénztárak részéről a jelenleginél magasabb fokú kihasználása a portfólió diverzifikáltságának növelésén keresztül valósítható meg. A hazai befektetési lehetőségek korlátosságának oldását véleményünk szerint legkönnyebben nemzetközi diverzifikáció növelésével lehet biztosítani. A pénztárak befektetési magatartására vonatkozó jelenlegi szabályozásból hiányoznak azok az ösztönzők, amelyek az életpályaciklusokhoz igazodóan valóban a megtakarítások hosszú távú jellegét erősítenék, a jelenlegi portfólió allokációs döntések ezt kevésbé veszik figyelembe.

## 3. Szabályozási kérdések

A 2. fejezet elemzése alapján láthattuk, hogy a magyar pénztári piacon a verseny foka számos tényező következtében csekély fokú. A pénzügyi intézmény szponzorral működő pénztárak ténylegesen csoportszinten szerveződnek, ebből következően a tevékenységek kiszervezésekor az esetek túlnyomó többségében nincs valós versenyeztetés. A kiszervezett tevékenységek pontos költségei és profitabilitása nem átlátható.

A pénztári piacon a versenyt tovább nehezíti, hogy a fogyasztók számára nem áll rendelkezésre egy olyan egyszerű nettó hozammutató, amely az összes költséget tartalmazza, a teljesítményt hosszú távon méri, és amely alapján a tag megalapozott döntést hozhat az átlépésről/pénztárválasztásról. A fogyasztók pénzügyi ismeretei közismerten alacsonyak, ezért igen kétséges, hogy az átlépő tagok olyan megalapozott döntéseket tudnak hozni, amely a pénztárakat rendszerszinten a hosszú távú nettó hozamokban való versenyzésre készítetné. Az alacsony fogyasztói tudatosság és kevésbé átlátható működés mellett elképzelhető olyan forgatókönyv, amelyben a szolgáltatók magas költségek mellett, elsődlegesen akvizíciós stratégiák mellett versenyeznek a fogyasztókért, akik részéről nincs valós készítés a költségek csökkentésére.

A verseny csekély foka mellett láthattuk, hogy a banki és biztosítói háttérű pénztáraknál a jelenlegi önkormányzati rendszer működésében problémák vannak (2.2. pont). A tagi érdekképviselő foka alacsony, a nonprofit elv a gyakorlatban nem valósul meg. A szponzor intézménynek nincs kikényszeríthető felelőssége a pénztár működéséért. Az önkormányzati működésnek ugyanakkor többletköltségei vannak. A direkt többlet költségei közé tartoznak a választott tisztviselők díjai, a közgyűlések megszervezésének és lebonyolításainak kiadásai, valamint a meglehetősen összetett szabályozásnak való megfelelés. A közvetett költségek közé tartozik a kiszervezésre való ösztönzés, amely több szervezet párhuzamos fenntartását eredményezi. Mindezek következtében a magyar pénztárak díjterhelése – nemzetközi összehasonlításban is – magasnak tekinthető.

A leírtak alapján úgy véljük, hogy számos ponton változtatásra van szükség a pénztárak szabályozásában. A transzparencia hiányosságait a Nemzetközi Valutaalap pénzügyi stabilitást értékelő (FSAP) programjának keretében szintén megállapította (IMF[2005]). A következőkben elemezzük az egyes szabályozási problémákat részletesebben, végül leírjuk, hogy véleményünk szerint milyen időzítésben képzelhetők el a változtatások.

### 3.1. A PÉNZTÁRAK MŰKÖDÉSI FORMÁJA

A magyar pénztári rendszer egyik beazonosított problémája a magyar pénztárak méretéhez és tényleges szerveződési formájához nem igazodó intézményi forma. A 2.4. pontban láthattuk, hogy a nagyméretű pénztárak de facto retail pénztárként működnek, a vagyonkezelő szolgáltatást nyújtó szervezetek kivétel nélkül, az adminisztrációs szolgáltatást nyújtó szervezetek nagyrészt a csoportból kerülnek ki, a pénztárak vezető testületeiben jelentős a csoport képviselője. Az alapítók érthető módon igyekeztek a pénztárak vezető testületeiben való jelenléten keresztül csökkenteni a reputációs és üzleti kockázataikat, amely abból a tényből adódik, hogy jogilag nem tulajdonosai a pénztáraknak, de a pénztárak az alapítókról kapták a nevüket.

A 2. fejezet elemzéséből szintén látszik, hogy a pénztártagok tulajdonosi joggyakorlása a gyakorlatban igen alacsony tagi aktivitás mellett valósul meg, az összes nagyméretű pénztárnál küldöttközgyűlés működik, ahol azonban a pénztárak beszámolóinak jóváhagyásán túlmenően érdemi tagi kontroll nem mutatkozik. A magánnyugdíjpénztárakról szóló 1997. évi LXXXII. törvény (a továbbiakban Mpt.) jelenleg nem határozza meg, hogy a küldöttközgyűléseket milyen eljárási szabályok mellett kell megtartani, azt a pénztár szmsz-re bízza, ezáltal az alapító intézménynek lehetősége van a küldöttek személyének befolyásolására. Véleményünk szerint az önkormányzatiság problémái a pénztárak méretéből fakadó sajtóosság, több százezer fős pénztárak esetében feltehetően a jövőben sem biztosítható a hatékony tagi képviselő. Az önkormányzati rendszer megalkotói feltehetően kisebb taglétszámú pénztárakkal számoltak. A tagi kontroll alacsony foka a nagyobb pénztárak esetében azt eredményezi, hogy a nagyméretű pénztárak jelentős része gyakorlatilag alapítói irányítással működik. Az önkormányzati forma további problémája, hogy igen kérdéses az, hogy hosszabb távon is prog-

nosztizálható gyenge tagi érdekképviselő mellett milyen ösztönzőkkel biztosítható a biztonságos és professzionális irányítás a nagyméretű pénztáraknál a pénztári rendszer szintjén.

A fenti problémák nagyrészt a magyar pénztári szabályozás sajátosságaiból adódnak. A jogalkotó 1997-ben olyan szabályozást alakított ki, amelyben keverednek a retail és a vállalati alapok és a szövetkezeti forma működéséből és szabályozásából ismert elemek. A vezető testületek kitüntetett szerepe, a kisebb költségtranszparencia, az egyes részfeladatok kiszervezésének lehetősége a vállalati/iparági alapokra inkább jellemző szabályozási megoldás. Az intenzív tagi tájékoztatási kötelezettség, a DC alapú működés, a tagokért folytatott verseny a retail alapok működésének és szabályozásának sarokpontjai (lásd 20. táblázat).

A jelenlegi rendszer minkét fél számára szabályozási kockázatokat jelent. A pénztár számára kockázatos, hogy elviekben az alapító/szponzor bármikor felmondhatja a pénztárak és a pénzügyi csoport közötti szerződéseket, azaz „magára hagyhatja” a pénztárakat. A szerződési kötelekeken túl ugyanis nincs semmilyen jogszabályi biztosíték az alapító oldaláról a működtetés folyamatosságára. Másrészt az alapító sem lehet teljesen biztos abban, hogy nem áll elő olyan helyzet, amelyben a pénztártagok egy csoportja átveszi a pénztár irányítását.

A pénztári forma további hátránya, hogy nincs olyan tőkeerős tulajdonos az intézmény mögött, akinek helytállási kötelezettsége keletkezne komolyabb működési kockázati esemény bekövetkeztekor. A felelősség a pénztári működés során csak az igazgatótanács tagjaival szemben állapítható meg.

## 20. táblázat

### A nyugdíjalapok fő jellemzői

	Retail típusú alapok	Vállalati/iparági alapok	Szövetkezeti
A nyugdíjmegtakarítás formája	DC	Többségében DB	DC
Ösztönzési rendszer mozgatói	Elsődlegesen tagok átlépésén keresztül folyó verseny	A szponzor/alapító a DB alapon működő alapoknál az implicit nyugdíjgarancia miatt érdekelt a vagyongazdálkodás és a költségek minimalizálásában	Non-profit, a tagok önszerveződése
Költség transzparencia	Nagy jelentőségű	Kevésbé hangsúlyos	Kevésbé hangsúlyos
Tagok tájékoztatása	Kulcsfontosságú az ösztönzési rendszer	Kevésbé fontos, szempontjából, mivel rögzített a várható nyugdíj mértéke	Kevésbé hangsúlyos
Irányítás	Az alapkezelő általában banki/biztosítói csoport tagja	Kulcsfontosságú a független irányítás és a szakértelem biztosítása	Önszerveződés alapján, egy tag egy szavazat elve
Érdekkonfliktusok lehetősége	Részfeladatoknak a csoport más tagjához való kiszervezése esetén	A vállalat részvényeibe történő befektetés	

Forrás: a szerzők, részben Davies (1998) alapján.

A felmerült szabályozási kérdések megoldása két úton képzelhető el. Az első az önkormányzatiság erősítése a pénztáraknál. Ez elsősorban a pénztári testületekre és menedzsmentre vonatkozó összeférhetetlenségi szabályok átgondolását jelentené a célból, hogy a döntéshozók megfelelő függetlensége garantálva legyen. Az 1. fejezetben az irányítási kérdések tárgyalásakor megállapítottuk, hogy érdekkonfliktus esetén azokat kezelő szabályokra van szükség. A 2. fejezetben az irányítási kérdések elemzésénél megállapítottuk, hogy az igazgatótanácsok többsége az alapító intézmény munkavállalója is. Véleményünk szerint ez egyértelmű érdekkonfliktus egy önkormányzati alapon működő rendszerben, mivel az igazgatótanácsok tagjainak elsődlegesen a tagok érdekében kell eljárniuk, viszont az alapítói munkavállalói státussal a mögöttes csoport profitérdekének képviselője is szempontként jelenhet meg. A pénztári működés másik sarka-

latos pontjával kapcsolatban, a tagi érdekképviselő súlyának növelésével kapcsolatban szkeptikusak vagyunk. A tagi aktivitás esetleg növelhető a szavazás könnyítésével (internet, levél), azonban ennek jelentős költségei lennének és a várható eredmény nem áll ezzel összhangban. Kérdéses az is, hogy a tagok többsége rendelkezik-e kellő ismeretekkel ahhoz, hogy megalapozottan értékelni tudja a közgyűlés elé kerülő beszámolókat.

Az önkormányzatiság erősítésének előnyei közé tartozna, hogy relatíve kevés szabályozási változtatást igényelne. Hátránya véleményünk szerint, hogy igen nehéz lenne a gyakorlatban a megfelelő szabályok definiálása és betartatása, valamint kérdéses, hogy van-e kellő számú független, szakértelemmel rendelkező tag, aki delegálható lenne a vezető testületekbe. Nyitott kérdés, hogy miképpen „választhatóak meg” alkalmas független jelöltek, ha az önkormányzati rendszer működésében érdemben nem vállalható javulás szabályozói eszközök segítségével. Az önkormányzatiság elvének következetes érvényesítése ugyanakkor jelentősen sértené az alapító intézmények érdekét, mivel azok az első években jelentős beruházásokat hajtottak végre, amelyek megtérülése feltehetően hosszabb időt vesz igénybe. Az önkormányzati, nonprofit működés mellett a banki és biztosítói háttérrel működő pénztárak esetében a kiszervezett tevékenységek költségeinek és profitabilitásának átláthatósága sokkal nehezebben valósítható meg. Ehhez ugyanis a szponzor csoport tagjainál kellene a költségeket és nyereséget a pénztárnak nyújtott tevékenységek vonatkozásában megfelelően elhatárolni.

Szabályozási alternatíva a banki és biztosítói háttérű pénztárak retail alapokká történő átalakulása. A retail alapok működése és szabályozása véleményünk szerint alkalmasabb a pénzügyi és biztosítói alapítókkal/szponzorokkal működő pénztárak esetében, mint a jelenlegi forma. A pénztári átalakulás során a pénztári vagyontömeg jogilag alap formát kapna, az alapítók pedig alapkezelő társaságokat alakítanának, amelyek a pénztárakra vonatkozó prudeneciális szabályok megfelelő módosítása mellett működhetnének. Az egyik jelentős módosítás a tőkekövetelmény előírása lenne.

E szabályozási megoldás előnyei közé tartozna, hogy az irányítás tekintetében a tényleges és a jogi helyzet egybeesne. A megoldás megszüntetné az alapítók üzleti kockázatát, amely abból adódik, hogy jogszabályilag nincs biztosítva az alapítók tulajdonosi/alapkezelői státusa. A retail alap formával egyes költségeket meg lehetne takarítani: az önkormányzati működés költségei megszűnnének (közgyűlés megszervezése, lebonyolítása, független vezető tisztségviselők javadalmazása). Az alapkezelő formában a transzparencia szintje magasabb lenne, ezt részben az alaptevékenységek (adminisztráció) egy szervezetben való megvalósítása biztosítaná és a profitabilitás egyértelmű megjelenése.

Az átalakulás megoldaná a hatályos szabályozás egyes problémáit, azaz növelné a tevékenység transzparenciáját és tényleges tulajdonosi felelősséget teremtene. A gyakorlati kérdésekhez tartozik a „status quo” biztosítása az átmenet során, azaz, hogy kizárólag az alapítók/szponzorok kaphassanak lehetőséget arra, hogy a működő pénztárakat alapokká alakítsák át. További szabályozástechnikai kérdés, hogy elismerhető-e és milyen formában az alapítói beruházások értéke. Az alapszerű működés önmagában nem vezetne jelentősen alacsonyabb költségekhez, de megfelelőbb forma lenne működéshez és a magasabb transzparencia hosszabb távon a költségek szintjére is hatást gyakorolhat.

### 3.2. TRANSPARENTIA

Az alapszerű működés egyik fontos feltétele a magas szintű költségtranszparencia biztosítása. A költségtranszparencia azért fontos, hogy megközelítőleg követni lehessen a fontosabb költségtényezők alakulását, valamint ismert legyen a szektor általános profitabilitása. A magasabb szintű transzparencia a költségekre és a profitabilitásra lefelé irányuló nyomást gyakorol azáltal, hogy azok minden érdekelt fél számára könnyen áttekinthetőek.

A magyar szabályozás jellegéből adódóan nem megoldott a pénztárak költség transzparenciájának megfelelő szintje.<sup>38</sup> A pénztári gyakorlat, hogy jelentős részfeladatokat külső szolgáltatók végeznek el (adminisztráció, vagyongazdálkodás), banki és biztosítói szponzorral működő pénztárak esetében tipikusan a csoport tagjain keresztül valósul meg (lásd 10. ábra). Az adminisztrációs és tagszervezési feladatokat rendszerint a csoporthoz tartozó pénztárszolgáltató társaság végzi. A pénztárak „nonprofit” jellege érdekeltséget teremt az alapítók számára a kiszervezésre, mivel a kiszervezett tevékenységeken lehet elérni a profitabilitást.

<sup>38</sup> Dobronogov és Murthi (2005) erre hivatkozva a kelet-európai nyugdíjalapok működésének vizsgálatánál a magyar nyugdíjpénztárak részletes elemzését nem végzi el.

A kiszervezés ténye önmagában a költségek átláthatóságát nem csökkentené, ha a kiszervezés csak egy meghatározott tevékenységre vonatkozna és annak megfelelő soron jelenne meg az eredménykimutatásban. A magyar gyakorlatban azonban a pénztárszolgáltató szervezet részére kibocsátott számla mögött számos tevékenységnek részbeni vagy teljes kiszervezése áll. Ilyennek minősülnek a számlavezetés, tagdíjbehajtás, a marketingtevékenység, az akvizíciós tevékenység, tanácsadás stb. A pénztárszolgáltatók eredménykimutatásai az általános számviteli szabályok szerint készülnek, így az eredménykimutatásaik nem tartalmazzák a pénztári tevékenység szempontjából alapvető kategóriákat. Az átláthatóságot tovább csökkenti az is, hogy a pénztárszolgáltatók egy része nem csak a pénztárak számára nyújt szolgáltatásokat, így az eredménykimutatásokban más tevékenységhez kapcsolódó költségek is megjelennek. Ennek következtében a pénztári eredménykimutatások egyes sorainak értelmezése önmagában nem lehetséges, mivel azokban csak részben vagy egyáltalán nem jelennek meg a kiszervezett tevékenységek költségei.

A pénztárszolgáltatók eredménykimutatásából látszik a tevékenység profitabilitása, azonban a közzétett kimutatásokból nem látjuk, hogy a pénztárszolgáltatók milyen szolgáltatásokat vesznek igénybe a csoporttól, illetve mekkora a nem pénztáraknak nyújtott szolgáltatások súlya.

A vagyonkezelési számla mögötti költségek és profitabilitás szintje kevésbé átlátható, mivel az alapkezelők tevékenységének jelentős részét nem a nyugdíjpénztári vagyonkezelés teszi ki. Még kevésbé átlátható a kereskedési költségek szintje. A hatályos szabályozás szerint ugyanis elszámolható közvetlenül a kereskedés során, tartalmazhatja a vagyonkezelési díj, vagy külön soron, kereskedési költségként elszámolható a pénztári vagyon terhére.

Ennek következtében igen nehezen becsülhető az összes költségszint és a csoportszintű profitabilitás, megtérülés. A fentiekből látható, hogy a szabályozás által előírt nonprofit jelleg és az alapítók profitérdekeltsege milyen problémákhoz vezet a gyakorlatban. A profitabilitás ténylegesen megjelenik, csak a kiszervezett tevékenységeken keresztül, kevésbé transzparens formában. A kiszervezés ugyanakkor a pénztári rendszer logikájából következően feltehetően nem piacon történik, amely ronthatja a teljes rendszer költséghatékonyságát.

A tevékenység transzparenciájának hiányosságai középtávon megoldhatóak az átalakulással. Rövid távon, a jelenlegi önkormányzati rendszer mellett a banki és biztosítói háttérrel működő pénztárszolgáltatók és vagyonkezelő szervezetek eredménykimutatásainak a pénztári eredménykimutatással való megfelelő összhangját kell megteremteni. Ez az adminisztrációs szervezet esetében a pénztári eredménykimutatással hasonló kimutatás erőírását jelentené, a vagyonkezelő szervezetnél pedig a pénztár részére végzett tevékenység költségeinek és nyereségének elkülönítését kell előírni.

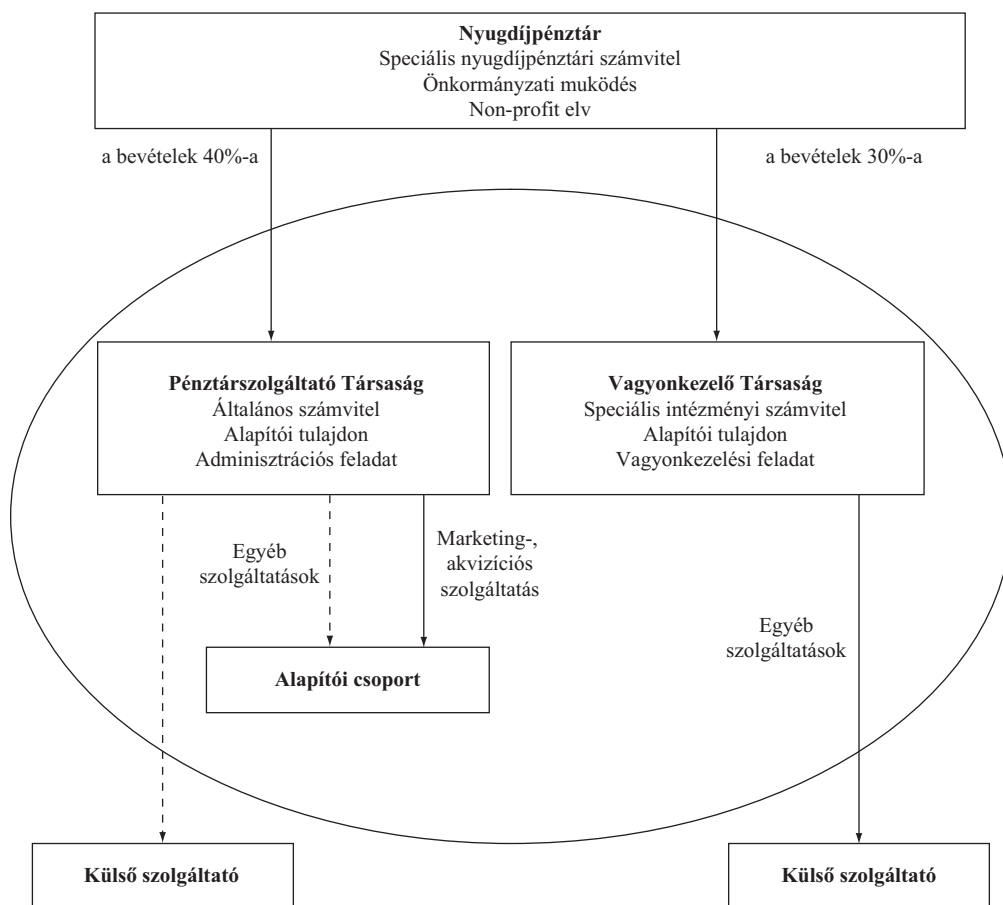
A költségtranszparenciának fontos eleme az is, hogy a tagok könnyen értelmezhető formában értesülhessenek a levonások szintjéről. Ezt a hatályos szabályozás nem biztosítja teljeskörűen, mivel a vagyonarányos és a tagdíjakat terhelő levonások szintje nem jól összehasonlítható az eltérő vetítési alap következtében. Erre megoldás lehet olyan nettó hozammutató kialakítása, amely az összes díjat tartalmazza. A pénztári teljesítménymérésre jogszabályilag használt nettó hozamrátaiban ugyanis csak a vagyonarányos díjak szerepelnek, a működési költségeket fedező díjakat – amelyet a pénztárak a befizetésekből vonnak le – a nettó hozamráta nem tartalmazza. A működés költségeinek „kihagyása” a nettó hozamból a pénztárak indulásakor indokolható volt, mivel az alacsony pénztári vagyon miatt a működés vagyonarányos költségei nagyon magasak lettek volna, ez pedig akár 10%-os különbséget is okozott volna a bruttó és a nettó hozamok között. A jövőben ez a mérték 1-2% között alakul, az új nettó hozamráta viszont egy mérőszámban mutatná az összes költséget. A nettó hozamráta alternatívája teljes költségmutató alkalmazása, amely egy számban tartalmazná az összes díjterhelés hatását (tagdíjából történt levonás, vagyonkezelés, kereskedés és letétkezelés költségei). **Véleményünk szerint alapvető fontosságú az, hogy a teljes díjterhelés könnyen áttekinthető formában a tagok rendelkezésére álljon.** A transzparencia tovább növelhető olyan mutatók megalkotásával, amelyek a költségek és hozamok szintjének hosszú távú hatását szemléltetik.

A pénztárak évente egyszer számlaértesítőt<sup>39</sup> küldenek a pénztártagok részére, azonban ebben kizárólag az egyéni számlára eső nettó hozamról és a tagdíjbefizetésekről tájékoztatnak. Ezen adatok alapján a teljes díjterhelés mértéke nem számítható ki.

<sup>39</sup> 282/2001. Korm. rendelet 22. §.

## 10. ábra

## A nyugdíjpénztári tevékenységgel összefüggő, alapítói csoporton belüli kapcsolatok



Forrás: PSZÁF.

Az Mpt. a pénztárakat általános jelleggel kötelezi a szakmailag óvatos és megalapozott becslések alkalmazására a pénztár teljesítményének bemutatásakor, valamint tiltja a félrevezető információk közzétételét. A jogalkalmazási gyakorlatban pénztári tájékoztatással sok probléma merült fel, ezért a PSZÁF a közelmúltban ajánlást tett közzé a pénztárak befektetési teljesítményének nyilvánosságra hozásának alapelveiről.<sup>40</sup> A pénztár jogszabálysértő magatartása esetén a PSZÁF felügyeleti bírságot szabhat ki. A jelenlegi szankció maximális mértéke az éves befizetett tagdíj 3 ezreléke, amely ismételtelen kiszabható.<sup>41</sup> Az a nagyobb méretű pénztárak esetében is maximum 5-10 millió forintos sávban mozog, amelynek visszatartó ereje mérsékelt lehet. A tapasztalatok tükrében véleményünk szerint indokolt lehet a bírság maximális mértékének emelése.

A kiszámítható jogalkalmazást segítő megfontolandó, hogy jogszabályi szinten rögzítésre kerüljenek a teljesítmény bemutatásának alapvető elvei. A közzétételeknek ugyanis véleményünk szerint nincs jelentős hatása a fogyasztói magatartás befolyásolására. Az akvizíció folyamatában a teljesítmény bemutatása kulcsfontosságú a tagi döntések megalapozásához.

A tagi átlépésektől csak akkor várható helyes ösztönzés a pénztári rendszer szintjén, ha olyan szabályozást alakít ki a jogalkotó, amely alapján a pénztárak hosszú távon, könnyen összemérhetően, az összes költségtől megtisztított formában kötelesek bemutatni a teljesítményt.

<sup>40</sup> 2005/1. PSZÁF-ajánlás.

<sup>41</sup> 2005-ben a PSZÁF két esetben 1 000 000 forintos bírságot rótt ki.



### 3.3. A DÍJSZERKEZET ÉS A DÍJAK SZINTJÉNEK SZABÁLYOZÁSI KÉRDÉSE, A RENDSZER MŰKÖDÉSI KÖLTSÉGEI

Az első fejezetben láthattuk, hogy a nemzetközi tapasztalatok szerint a legtöbb ország szabályozza, hogy milyen díjakat vonhatnak le a nyugdíjalapok, a kelet-európai országok jelentős részénél jellemző az egyes díjelemek maximális szintjének rögzítése.

A magyar jogalkotó a pénztári bevételek szintjét nem szabályozza, a bevételek szerkezete részben szabályozott. A magyar nyugdíjpénztárak bevételei a sajátos pénztári szabályozás következtében több ún. tartalékon jelennek meg. A pénztár köteles fedezeti, likviditási és – járadékszolgáltatás esetén – saját tevékenységi tartalékot képezni. A fedezeti tartalékok szolgálnak a szolgáltatások fedezésére és finanszírozására, a likviditási tartalékok célja alapvetően a pénztár fizetőképességének biztosítása és egyes kockázatok fedezése.<sup>42</sup> Az Mpt. meghatározza, hogy az egyes tartalékok terhére milyen típusú bevételek és kiadások számolhatóak el.<sup>43</sup> Ennek alapján a fedezeti tartalékok terhére számolhatóak el az egyéni számlák befektetési kiadásai (vagyonkezelés, letétkezelés és kereskedés költségei), a fedezeti és likviditási tartalék legfontosabb bevétele a tagdíj. A pénztár működéssel kapcsolatos bevételeit, költségeit elkülönítetten kell nyilván tartania. A működéssel kapcsolatos bevételek legfőbb eleme szintén a tagok által fizetett tagdíj, kiadásai közé tartoznak a működés egyes nevesített költségei. A hazai szabályozás tehát bizonyos díjcsoportokat és elszámolásukat meghatározza (tagdíjak és befektetési kiadások), azonban részleteiben nem szabályozza a díjak szerkezetét.

A magas díjterhelésből adódó következtetéseket két részre kell bontani. Elsőként azt érdemes vizsgálni, hogy a szabályozás szintjén milyen tényezők hatnak a költségekre. Az első fejezetben láthattuk, hogy minél decentralizáltabb egy rendszer, a működése annál drágább. A magyar pénztári struktúra a centralizáció foka szempontjából erőteljesen decentralizáltnak számít. Ez abból adódik, hogy a pénztárak végzik a megtakarítások kezelésével járó összes feladatot. A működés költségeinek csökkentését segítheti az egyes feladatok központosított elvégzése. Kelet-Európában a tagdíjak beszedését, behajtását és végrehajtását mindenhol központosított szervezetet (clearing house) végzi. A második fejezetben láthattuk, hogy rendkívüli eljárási terhet ró mind a munkavállalókra, mind az adóhatóságra, mind a pénztárakra az egyedi tagdíjbehajtás, ezért költség-haszon elemzés elvégzése után Magyarországon is megfontolandó a tagdíjak behajtásának központosítása.

További költséget jelent rendszer szinten, hogy a pénztári feladatokat nem egy, hanem a gyakorlatban két szervezet végzi (a pénztár és a pénztárszolgáltató). Ha a „pénztárnak” lehetne profitérdekeltisége, akkor a kiszervezés esetén nem lenne jelentős érdekeltség a kiszervezett tevékenységek csoporton belül tartásának, megtakaríthatóak lennének a két szervezet fenntartásából eredő költségek, és a kiszervezés célja egyértelműen a költségek csökkentése lehetne. Összességében feltételezhető, hogy a decentralizált működés a mérethatékonyág romlásán keresztül jelentős költségekkel jár.

Másodszor kérdésként merül fel, hogy a profitabilitás szintje mekkora a tevékenységen. Amennyiben a csoportszintű teljes profitabilitás tartósan magas szintje megállapítható, többfajta szabályozási lehetőség adódik a vagyonkezelési díjak szintjének befolyásolására.

Teljes mértékben piackonform eszköz a költségtranszparencia növelése a számviteli kimutatásokban és a pénztári tájékoztatásban (lásd 2.5. pont). E javaslat előnye, hogy nem alkalmaz adminisztratív eszközt a vagyonkezelési díjak befolyásolására és feltehetően kisebb ellenállás jelentkezne a pénztárak részéről. A javaslat ellen szól, hogy a vagyonkezelési díjak tényleges jelentős csökkenése a lépés következtében bizonytalan és feltehetően csak hosszabb távon valósulhat meg.

A pénztárak vezető testületeitől megkövetelhető szabályozási eszközökkel az is, hogy a teljes, vagy bizonyos méretű vagyion felett a vagyonkezelő személyét nyilvánosan, több vagyonkezelőt igénybe véve pályáztassák meg. A szabályozás előnye, hogy piackonform. Ha e javaslat a jelenlegi pénztári irányítás rendszer mellett valósulna meg, kérdéses, hogy az erőteljes alapítói képviselő mellett működő vezető testületek mennyire lennének alkalmasak arra, hogy a vagyonkezelő pályáztatását transzparens módon hajtsák végre.

<sup>42</sup> A befektetési és demográfiai kockázatokat nevesíti a törvény. A pénztár szmsz-ben egyéb tartalékokat is meghatározhat.

<sup>43</sup> A részletes számviteli szabályokat a 222/2000 magánpénztári számviteli kormányrendelet tartalmazza.

Erőteljesebb szabályozói intervenciót jelent a maximális vagyongazdálkodási díj mértékének meghatározása.<sup>44</sup> A javaslat egyértelműen azon a feltételezésen alapulna, hogy a pénztári rendszerben megfigyelhető a piaci működés kudarca. A javaslat előnye, hogy a vagyongazdálkodási díj rövid idő alatt jelentősen csökkenne. Hátránya, hogy igen vitatott lenne a maximális mérték meghatározása.<sup>45</sup> A javaslat implementációs problémája, hogy érdekeltséget teremthet a vagyongazdálkodási jövedelem nem transzparens úton történő átcsoportosítására. Erre a jelenlegi rendszerben az elvi lehetőség megvan (pl. a csoport treasuryjében a kereskedés során), tehát a hatékony implementáció során a vagyongazdálkodási díjak maximalálásával párhuzamosan olyan „tűzfalakra” lenne szükség, amelyek hatékonyan megakadályozzák a kereskedési tevékenységeken keresztüli „potenciális” jövedelemtranszfereket.

### 3.4. A PORTFÓLIÓ ÖSSZETÉTELE, HOZAMA ÉS A VAGYONGAZDÁLKODÁS ÖSZTÖNZŐI

A magánnyugdíjpénztárak befektetési portfóliója erőteljesen állampapír-túlsúlyos, a kockázatosabb instrumentumok hányada nem jelentős. A portfóliók közötti eltérések kockázatvállalásban nem jelentősek. Az 1. és 2. fejezetben láthattuk, hogy az átlagos nettó reálhozamra feltételezhetően meghatározó hatással van az eszközallokációs döntés. Az eszközallokációs döntés vizsgálható olyan szempontból, hogy az mennyire racionális, megfelelő információkon alapul-e, megfelelő ösztönzők által befolyásolt és torzítatlan-e (Myners [2001]).

A fogyasztók szemszögéből a hasonló portfóliók mellett kialakuló alacsony kockázatosnak minősülő eszköz mellett nem teszi lehetővé a magasabb kockázatvállalási preferenciával rendelkező tagok számára a megfelelő választási lehetőséget, azaz pénztárváltással sem képesek jelentősebb kockázat vállalására. Az átlagos fogyasztó megtakarítása tehát egyéni kockázatvállalási preferenciájától függetlenül alacsony kockázattal és várható hozammal rendelkező portfólióban van, amely nyugdíjának várható értékére is hatással lesz. Gyakori hivatkozási alap az alacsony kockázatú eszközallokációs döntés mellett az átlagos megtakarító kockázati averziója. A kétségtelenül megfigyelhető fogyasztói kockázatkerülés nem párosul megfelelő pénzügyi ismeretekkel. Az átlagos fogyasztó nincs tisztában azzal, hogy az alacsony kockázatvállalási döntések 40 éves időtávon milyen hatással vannak a megtakarítások értékére.

Szabályozási szempontból, ha a második pillérben tartósan magas az állampapírok súlya a portfólióban, akkor a reform következtében ténylegesen annyi történt, hogy az állam a demográfiai és foglalkoztatási előrejelzések következtében előre jelzett hiányt időben „előre hozta”<sup>46</sup>, de erre meglehetősen drágán működő intézményrendszert alakított ki.<sup>47</sup> A rendszerben potenciálisan meglévő, a magasabb kockázatvállalásból származó előnyök viszont nem realizálhatóak.

Az 1. fejezetben láthattuk, hogy a rövid távú teljesítménymérés gyakorlata rövid távú befektetési időhorizontot eredményezhet, különösen relatív hozamgarancia<sup>48</sup> megléte esetében. A 2. részben láthattuk, hogy az eszközallokáció feltehetően nagyban magyarázhatja a hozamok alakulását a pénztári rendszer szintjén. A következőkben felsoroljuk azokat a szabályozási eszközöket, amelyek véleményünk szerint közvetlenül hatást gyakorolhatnak a portfólió összetételére.

A teljesítménymérésként a magyar szabályozásban 2004 januárjától már a pénztári befektetések tárgyevi és az azt megelőző négy év éves hozamát kell közzétenni. A jelenlegi szabályozási megoldás révén már hosszabb távon láthatóak az eredmények alakulása, azonban az öt (egy)éves hozam összevetése az átlagos fogyasztó számára nem egyértelmű. Különösen akkor, ha az ügyfélszerzés során jellemzően még csak az egyéves hozamok jelennek meg. Egyszerűbb és egyúttal könnyebben értelmezhető megoldást jelentene a pénztári teljesítmény hosszabb időhorizonton való mérése. A lengyel szabályozó erre azt a megoldást választotta, hogy az alapkezelőknek évente kétszer közzé kell tenniük a 3 éves kumulált hozamukat. A hozamszámítás az elszámolási egységeken<sup>49</sup> alapul, a meghatározott hónap utolsó napjának értékét kell elosztani a 36 hónappal korábbi utolsó nap értékével. A lengyel szabályozó a közeljövőben öt évre ter-

<sup>44</sup> Ezt a szabályozási megoldást alkalmazza Lengyelország, Bulgária, Horvátország (Dobronogov [2005]).

<sup>45</sup> A vagyongazdálkodás magyarországi költségeinek és profitabilitási szintjének becslése számos kérdést vet fel.

<sup>46</sup> A hiány a 8%-os magánpénztári bevételek miatt kieső tb-bevételekben jelenik meg. A reform után az államnak nincs implicit adóssága a nyugdíjak második pillérből származó része után, azonban feltételes kötelezettsége így is keletkezik.

<sup>47</sup> Az átmenet idején természetesen gazdaságpolitikai szempont lehet, hogy a hiányt részben állampapír-kibocsátással finanszírozzák. A magánpénztárak kezdeti befektetési szabályai a kockázatosabb eszközök többoldalú limitálásával erre ösztönöztek.

<sup>48</sup> Relatív hozamgarancia azt jelenti, hogy az alapok átlagos teljesítményén meghatározott mértékkel kívül eső hozam esetében az alapkezelőnek pótolnia kell a hiányzó hozamot (rossz hozam esetén helytállási kötelezettsége keletkezik az alapkezelőnek).

<sup>49</sup> Az elszámolási egységek segítségével egyszerűen kiszámítható, hogy az időszak elején befektetett összegnek mekkora a hozama az adott időszakban.

vezi növelni a hozamszámítás időhorizontját. A magyar szabályozásban is megfontolandó, hogy a teljes díjterheléssel korrigált kumulált 5 éves hozamok alapján történjen a teljesítmények közzététele, mivel ilyen időtávon az egyes eszközosztályok közötti várható hozamokban meglévő különbségek erőteljesebben megjelennek, illetve rövidebb periódus rosszabb teljesítménye tompítottan jelentkezik. A hosszú távú teljesítménymérésre az alternatíva a három-, vagy ötéves átlagos hozammutató.

A magyar szabályozás is ismeri a hozamgarancia intézményét (hozamelőírás), azonban az nem relatív módon határozza meg a legkisebb és legnagyobb elvárt hozamot. A hatályos szabályozás szerint a Felügyelet teszi közzé évente előre a hozamelvárás az inflációs, bér- és tőkepiaci folyamatok előrejelzése alapján. Ha az aktuális pénztári hozam meghaladja a legnagyobb elvárt hozamot, akkor az azt meghaladó részt az ún. hozamkiegyenlítési tartalékba teszi az intézmény. Ha az aktuális hozam kisebb, mint a legkisebb elvárt hozam, akkor azt a hozamkiegyenlítési tartalékból pótolni kell. A hozamelőírásnak jelenleg komoly hatása nincs Magyarországon, mivel a hozamkiegyenlítési tartalék kimerülése esetén nem keletkezik senkinek sem helytállási kötelezettsége. A gyakorlati jelentősége ezért a hozamelőírás intézményének nincs, leginkább egyfajta hozamszámításnak felel meg. Véleményünk szerint ezért az (abszolút) hozamelőírás nem hat érdemben a pénztári befektetések időtávjára.

Hosszabb távon a portfólió összetételére hatást gyakorolhatna, ha a pénztártagok választhatnának különböző kockázatú portfóliók között. Ezt a megoldást már ismeri a magyar pénzügyi szabályozás: az önkéntes nyugdíjpénztárak kínálhatnak többfajta portfóliót a tagjaik számára. A választani nem akaró tagok részére lehetséges szabályozási megoldás az életpályának megfelelő portfólió létrehozása, amely az életkor függvényében határozná meg az eszközallokációt. E megoldás feltétele a magasabb fogyasztói tudatosság és pénzügyi ismeret a pénztártagok részéről.

A pénztárak hatályos befektetési korlátait kellően rugalmasnak tartjuk. 2005. január 1-jétől a jogalkotó eltörölte a részvényekre vonatkozó maximális 50%-os korlátot, ezáltal a befektetési portfólióban a részvények arányára nincsen felső korlát. A pénztáraknak lehetőségük van arra, hogy a fedezeti tartalék 30%-áig nyitott devizapozíciót tartsanak fenn, azaz eddig a mértékig árfolyamkockázatot vállalhatnak fel, ami lehetőséget nyújt a portfólióban külföldi eszközök tartására.

### 3.5. SZABÁLYOZÁSI LEHETŐSÉGEK

A szabályozási lehetőségek tekintetében különbséget teszünk rövid- és középtávon szükséges lépések között.

Véleményünk szerint rövid távon mindenképpen szükséges az összes költséggel korrigált hosszú távú hozammutató bevezetése. Ezt a hozammutatót kellene megjeleníteni a közzétételekben, a tagok számára a számlaértesítőben elküldeni, valamint a termékértékesítés során kötelezően bemutatni. Ezen túlmenően szükséges olyan mutatók megalkotása, amelyek a költségek és hozamok szintjének hosszú távú hatását szemléltetik. Kritikus kérdésnek tartjuk az ügyfélszerzési tevékenység szabályozását, mivel komoly veszélye van annak, hogy az alapkezelők nem a nettó hozamok alapján, hanem egyéb „meggyőzésen” alapuló akvizíciós stratégiákkal versenyeznének, ami jelentősen megnövelné a rendszer költségeit. Az éves át lépés bevezetésével és az ügyfélszerzési költségek ésszerű korlátozásával elkerülhető lehetne a nagyarányú tagi fluktuáció a rendszerben. Rövid távon megfontolandó a vagyonnevelési díjak maximálása is.

Középtávon a második pillérben kívánatos tartjuk a működési forma megváltoztatását. Véleményünk szerint a pénzügyi csoportok alapításával létrejött pénztárak számára a megfelelő intézményi megoldás az alap-alapkezelő működési forma. Az alapkezelő társaság irányításáért – mint tulajdonos – egyértelműen a pénzügyi csoport felelne, így a mögöttes jogi felelősség megjelenne a teljes tevékenységért. Az alapkezelő számára a szabályozás tőke követelményt írna elő a működési kockázatok fedezésére.

A pénztári eredménykimutatás átláthatóságának növelése az átalakulással párhuzamosan, középtávon képzelhető el. Ennek során biztosítani kell, hogy a tevékenység költségei és profitja átlátható formában megjelenjen a kimutatásokban. Középtávon a pénztári költségeket csökkenthetné a tagdíjak beszedésének, behajtásának és végrehajtásának központosítása. Szintén középtávon szükséges a választható portfóliók rendszerének bevezetése.

A legkritikusabb kérdés az átalakulás módja. Az átalakulás során biztosítani kell azt, hogy a pénztártagok jogosultságai csak a legszükségesebb mértékben sérüljenek. Az átalakulással ugyanis mindenképpen megszűnnek a pénztártagok képviseleti jogosítványai. Ugyanakkor jogilag megoldható az, hogy olyan alapként olyan vagyontömeg kerüljön kialakításra, ahol a tagoknak (korlátozott) tulajdoni jogosultságuk van az őket megillető megtakarításokra, így a tagok tulajdonosi státusa megmaradna. Az átalakulás további kérdése, hogy miképpen lehet elismerni az alapítók beruházásainak értékét. A beruházások részben a pénztárszolgáltató társaságok mérlegében jelennek meg, azonban teljeskörűen feltehetően nem azonosíthatóak. Az átalakulás legfontosabb gyakorlati kérdése, hogy annak mekkora költségei lennének (pl. adózás, jogi költségek, rendszerekben történő változtatások stb.) és azok miképpen minimalizálhatóak.

### **3.6. TOVÁBBI VIZSGÁLANDÓ KÉRDÉSEK**

A jövőben érdemes részletesen megvizsgálni, hogy az eszközallokációs döntések milyen információk alapján, kiknek a közreműködésével, milyen szempontok súlyozása alapján születnek meg. Ezzel párhuzamosan fontosnak tartjuk a vagyonkezelési szerződések ösztönzési rendszerének elemzését. A vizsgálat alapján a befektetési politika kialakítására vonatkozó legjobb gyakorlat rögzítésre kerülhet.

A tagdíjak centralizált beszedésének jövőbeli költség-haszon elemzése segítséget nyújtana az ebben való döntés megalapozásához. Ehhez szükséges a kelet-európai országokban működő ilyen intézmények költségeinek áttekintése, valamint egy részletes becslés készítése a magyar pénztári és államigazgatási körben felmerülő költségekről.

## 4. Összefoglaló

A tanulmány célja a magyar magán-nyugdíjpénztári rendszer működésének elemzése, melyben a banki és biztosítói háttérrel működő pénztárak működésének egyes kérdéseit elemezzük. Választásunkat indokolja, hogy ebből a körből kerülnek ki a legnagyobb méretű pénztárak és összességében ez a csoport fedi le a pénztári piac 90%-át.

A tanulmány első részében feldolgozzuk a világbanki reformok alapján kialakított második nyugdíjpillérrel foglalkozó szakirodalmat. A pénztárak elemzését a nemzetközileg használt módszerek segítségével végezzük el. A szakirodalom által vizsgált jellemzők és a magyar pénztárak sajátosságai alapján a működés négy területét tekintjük át. Leírjuk a pénztári piac jellemzőit, elemezzük a pénztári irányítási rendszert, a működés költségeit, a pénztári portfólió összetételét és hozamát.

Megállapításaink szerint a pénztári rendszer működésének problémáit a verseny csekély mértéke, a banki és biztosítói háttérrel működő pénztárak nem megfelelő működési formája és a pénztári portfólió diverzifikáltságának alacsony foka okozza.

A magyar pénztári piacon kevés szereplő a piac nagy részét lefedi. A legnagyobb 6 pénztár 2004 végén 86%-os részarányt ért el. A jelenlegi piaci erőviszonyok lényegében a reform kezdete után két évvel már kialakultak és azóta a részesedésekben csak kis változások figyelhetők meg. A magas piaci koncentráció a hasonló második pillért működtető országokban mindenhol megfigyelhető. Ezt a jelenséget a fix költségek magas aránya, a belépési korlátok, és a tagokért folyó verseny jelentős költségei magyarázzák. Ezek összességében azt eredményezik, hogy a piac felosztása után belépő új szereplők jelentős beruházásokkal és igen hosszú távú megtérüléssel számolhatnak.

Az oligopol piaci szerkezet a tagokért folyó mérsékelt versennyel párosul. A tagi átlépések aránya 1-2% körül mozog, ami nemzetközi összehasonlításban alacsonynak számít. A tagok saját akarataukból megvalósított pénztárváltásainak aránya nem jelentős, a tagi mozgások döntő hányada ügynöki tevékenységen keresztül valósul meg. Az ügynökökön keresztül megvalósuló verseny igen költséges és erősen kétséges, hogy mennyiben járul hozzá a pénztári szintű hatékony versenyhez.<sup>50</sup> A banki és biztosítói háttérű pénztárak a kapcsolódó tevékenységek jelentős részét a pénzügyi csoporton belül végzik el, amelyek közül a legjelentősebb az adminisztráció és a vagyonkezelés. A csoporthoz kiszervezett tevékenységekben nincs versenyztetés, a szerződések jellemzően hosszú távra szólnak. Ennek következtében nincs megfelelő lefelé irányuló nyomás az alkalmazott díjak mértékére. A teljes díjterhelés szintje érdemben nem változott az elmúlt évek során, miközben a díjterhelés alapjául szolgáló bérekből történő levonások mértéke és a kezelt vagyon mérete jelentősen növekedett.

A banki és biztosítói csoportok által alapított pénztárak szabályozási problémája a nem megfelelő működési forma. A pénztár a jogalkotói szándékok alapján önkormányzati alapon működő sajátos nonprofit intézmény, amelyben a tagok aktív szerepvállalásán keresztül érvényesül az öngondoskodás elve.<sup>51</sup> Az önkormányzati formában a tagok a közgyűléseken és az általuk választott vezető testületeken keresztül érvényesítik az érdekeiket. Mindez aktív közgyűlési jelenlétet és a tagok által irányított, független vezető testületeket feltételez. A valóságban a magas fokú tagi aktivitás nem valósul meg. A nagyméretű pénztáraknál<sup>52</sup> a tagok küldötteket választanak, azonban a tagi részvétel a küldöttválasztó gyűléseken igen alacsony. A pénztárak küldöttközgyűlése a jegyzőkönyvek alapján formális, az előterjesztéseket érdemi vita nélkül, tartózkodások és ellenszavazatok nélkül fogadják el. A pénztári vezető testületekben erőteljes alapítói befolyás valósul meg. Az igazgatótanácsok tagjainak többsége jellemzően az alapító intézmény munkavállalója, közöttük a pénzügyi csoport ügyvezetői szinten is képviselve van. Véleményünk szerint ez érdekkonfliktust teremt az önkormányzati alapon működő rendszerben, mivel az igazgatótanácsok tagjainak elsődlegesen a tagok érdekében kell eljárniuk, viszont az alapítói munkavállalói státussal a mögöttes csoport profitérdekének képviselője is szempontként jelenhet meg.

<sup>50</sup> Piaci információk szerint az ügynököknek kifizetett összeg jelenleg egyes pénztáraknál átlépesenként 15.000–20.000 forint körül mozog. Rosszul informált, alacsony pénzügyi kultúrával rendelkező tagság esetében az intenzív akvizíciós tevékenység jelentős költségnövelő tényező lehet anélkül, hogy ez a pénztárak hatékonyságára és az ügyfelek befektetéseire érdemben hatna.

<sup>51</sup> A nemzetközi gyakorlatban ez a működési forma nem jellemző a második pillérben.

<sup>52</sup> Százezer feletti taglétszám.

A fentiek alapján úgy véljük, hogy a háttérintézmények ténylegesen kvázi tulajdonosként működnek. Beruházásokat valósítanak meg, erőteljes befolyással vannak a pénztár irányítására és gazdálkodására, a csoporton belüli rendelkezésre álló szolgáltatásokat kínálják a pénztárak számára.

Az alapítóknak – a hatályos szabályozásból adódóan – kvázi tulajdonosi státusuk mellett nincs jogilag kikényszeríthető helytállási felelősségük a pénztár tevékenységében jelentkező jelentősebb működési kockázatok esetén. A kvázi tulajdonosi státusz mellett kérdéses, hogy az alapítói intézményeknek hosszabb távon mekkora az érdekelttségük a tulajdonosi státussal járó felelősségek teljes körű viselésére, amely a tagok számára kockázatot jelent. A jelenlegi szabályozás az alapítói csoport számára sem megfelelő, mivel az alapító de facto irányító státusa és üzleti érdekei a tagszervezésen (közgyűlés lebonyolítása) és egyes szolgáltatási szerződéseken alapulnak.

A jelenlegi pénztári rendszer költségoldalról nem transzparens. A tevékenységek nagyarányú kiszervezése következtében az alapító csoport szintjén nem láthatóak a költségek, mivel azok a pénztárak, a vagyonkezelő és adminisztrációs társaságok eredménykimutatásaiban eltérő szerkezetben jelennek meg. A transzparenciát tovább csökkenti, hogy a pénztárak bizonyos költségeket más jogcímen, nem átlátható módon számolnak el, azaz ezek a kiadások meg sem jelennek a kimutatásokban. Ennek következtében a költségek valós megoszlása és a tevékenység nyeresége csak nagy vonalakban becsülhető.

A magyar pénztárak átlagos összes díjterhelése nemzetközi összehasonlításban magasnak tekinthető.<sup>53</sup> Ezt elsősorban a korábban írottakkal összhangban a verseny csekély fokával magyarázzuk. A költségoldalról a díjterhelést növelheti az, hogy a magyar pénztárak működése erőteljesen decentralizált, a tagdíjak beszedésével, behajtásával, adminisztrációjával, vagyonkezelésével kapcsolatos összes feladatot a pénztár végzi. A tagdíjak egyedi beszedése, behajtása, végrehajtása jelentős költségekkel jár, mivel a munkáltató esetleges nemfizetés esetén minden pénztárnak – ahol a munkáltató munkavállalója tag – egyedileg ugyanazon eljárásokat kell elvégeznie. Így minden pénztárnak számon kell tartania a befizetéseket, elmaradás esetén felszólítania a munkáltatót, sikertelenség esetén végrehajtási eljárást kezdeményezni az adóhivatalnál. A költségeket tovább emelheti már rövid távon az, ha a pénztári piacon a tagokért folyó verseny elsősorban az ügynökök akvizíciós tevékenységén, nem pedig az önkéntes fogyasztói döntéseken keresztül valósul meg.

A magánnyugdíjpénztárak működésének további komoly kihívásaként azonosítottuk a kevésbé diverzifikált befektetési politikát. A magyar pénztárak portfóliójának 75%-a állampapírban van, a részvények aránya tartósan 15% körül mozog. A pénztárak külföldi befektetéseinek részaránya alacsony. Ezt elsősorban azzal magyarázzuk, hogy még nem alakult ki a magyar piacon a hosszú távú befektetési szemlélet. A hosszú távú befektetési szemlélet azt jelentené, hogy a befektetések összetételének alakulására jelentős hatást gyakorolna a pénztártagok átlagos kora. A hazai befektetések esetében valós problémát jelent a magyar tőkepiac korlátossága, azaz kevés az alternatív befektetési eszköz. Mindemellett azonban nincs megfelelő ösztönzés a külföldi befektetések irányába. Az elmúlt 7 évben így 2,1%-os, a 2005. évi becsléssel kiegészítve pedig 2,9%-os nettó reálhozam volt realizálható a befektetéseken, amely elsősorban az utolsó két év kedvező tőkepiaci folyamatainak volt köszönhető. Ez az előzetes, konzervatív várakozásokhoz képest alacsony értéknek számít és kérdéses, hogy elérhető-e ezzel az a minimális nyugdíjszint, amellyel a reform kezdetekor számoltak. Középtávon a magyar állampapírhozamok további csökkenésével számolunk, amely változatlan befektetési összetétel mellett – még csökkenő vagyonarányos díjterhelés mellett is – alacsonyabb hozamokat fog eredményezni.

A magas állampapírsúly az alacsony hozamokon túl problémákat vet fel a pénztári rendszer szintjén. Ha tartósan magas az állampapírok súlya a portfólióban alacsony vagyonkezelői aktivitás mellett, akkor a reform következtében ténylegesen annyi történt, hogy az állam a demográfiai és foglalkoztatási előrejelzések következtében előre jelzett hiányt időben „előre hozta”<sup>54</sup>, de erre meglehetősen drágán működő intézményrendszert alakított ki. A rendszerben potenciálisan meglévő, a magasabb kockázatvállalásból származó előnyök viszont nem realizálhatóak.

A megállapításaink alapján úgy gondoljuk, hogy a hatályos szabályozásban szükség van változtatásokra. A fenti problémák többsége szabályozási eszközökkel orvosolható. A tanulmány utolsó része elemzi a lehetséges megoldásokat és

<sup>53</sup> Az egyedi pénztárak díjterhelésében komoly különbségek vannak.

<sup>54</sup> A hiány a 8%-os magánpénztári bevételek miatt kieső tb-bevételekben jelenik meg. A reform után az államnak nincs implicit adóssága a nyugdíjak második pillérből származó része után, azonban a rendszer tartós rossz teljesítménye esetén feltételes kötelezettsége így is keletkezhet.

meghatározza a kívánatosnak tartott változások irányát. Az alábbiakban ismertetett szabályozási lehetőségek véleményünk szerint javítanák a banki és biztosítói háttérű pénztárak működését.

A pénztárak irányítási ellentmondásaira és a tulajdonosi felelősség elismertetésére középtávon a nemzetközi tapasztalatok alapján megoldást jelenthet új szervezeti forma kialakítása a banki és biztosítói háttérű pénztárak részére.<sup>55</sup> Véleményünk szerint az önkormányzati forma a több százezres tagsággal rendelkező nagy pénztárak esetében érdemben nem javítható. A tagok a rendszer kötelező jellegéből és az alacsony pénzügyi tudatosság következtében a levonásokat inkább egyfajta adóként érzékeli, és a megtakarításokra – legjobban esetben is – csak pénzügyi terméknek tekint. Ennek következtében hiányzik a tagok motivációja az aktív tulajdonosi szerepvállalásra. Az új szervezeti formában a tag elsősorban ügyfélként jelenne meg, a mögöttes pénzügyi csoportok tulajdonosi felelősséget kapnának. A nyugdíjalap a tagok megtakarításainak összességét testesítené meg, a nyugdíjalapkezelő tulajdonosa pedig a mögöttes pénzügyi csoport lenne. A tanulmány megállapításai alapján középtávon szükségesnek tartjuk a banki és biztosítói háttérrel működő pénztárak esetében a működési forma átalakítását. Ezzel párhuzamosan javasoljuk, hogy készüljön költség-haszon elemzés a tagdíjak központosított behajtásáról, amely alapján döntés születhet e kérdésben.

A pénztárak közötti versenyre többfajta szabályozási megoldással lehet hatni. Véleményünk szerint hosszú távon erre a leghatásosabb eszköz a pénztári tevékenység átláthatóságának jelentős mértékű javítása. Ehhez elsőként a jelenlegi önkormányzati rendszerben a banki és biztosítói háttérrel működő pénztárszolgáltatók és vagyongazdálkodó szervezetek eredménykimutatásainak a pénztári eredménykimutatással való megfelelő összhangját kell megteremteni. A nagyobb átláthatóság a költségekben és profitokban egyértelművé teszi a tag és minden érdekelt fél számára, hogy az egyes részszolgáltatások pontosan mennyibe kerülnek, és melyek azok a költségek, amelyek valóban hozzájárulnak a rendszer hatékony működtetéséhez.

A tagok számára történő eredménybemutatás átláthatóságát tovább kell növelni. A hatályos szabályozás szerint a tag értesül a levonásokról, azonban ezek jelenleg nem könnyen értelmezhetőek, mivel az egyes díjaknak a vetítési alapja eltérő. Erre a problémára az egyik lehetséges megoldás olyan nettó hozammutató megalkotása, amely tartalmazza az összes pénztári költséget. A transzparencia tovább növelhető olyan mutatók megalkotásával, amelyek a költségek és hozamok szintjének a megtakarítások értékére gyakorolt hatását mutatják be. A könnyen értelmezhető mutatók, magasabb fogyasztói pénzügyi kultúrával párosulva az aktívabb tagi szerepvállaláson keresztül további ösztönzőerőt jelenthetnek a költségek csökkentésére. Az önkéntes tagi átlépések ösztönzése mellett véleményünk szerint szükséges az ügynökkön keresztül megvalósuló akvizíciós tevékenység szabályozásának újragondolása.

A pénztárak számára végzett vagyongazdálkodásban a verseny fokozható a vagyongazdálkodó személyére vonatkozó pályázati feltételek szigorításával. Amennyiben a fenti intézkedések nem vezetnek rövid távon alacsonyabb díjterheléshez, megfontolandónak tartjuk a díjak maximalizálását.<sup>56</sup>

A pénztári befektetések időhorizontjának növelése a hosszú távú hozammérés gyakorlatának bevezetésével ösztönözhető. A befektetések összetételében középtávon nagyobb szabadságot szükséges teremteni a tagok számára az ún. választható portfóliós rendszerben, amelyben a tag a kockázatvállalási hajlandóságának megfelelő befektetési összetételt választhat. Ennek feltétele véleményünk szerint a magasabb tagi pénzügyi kultúra kialakulása.

<sup>55</sup> A munkáltatói és független pénztárak esetében az önkormányzati forma megfelelő a működéshez.

<sup>56</sup> A régiókban a világbanki modell alapján kialakított második pillérekben a szabályozó él ezzel az eszközzel (pl. Lengyelország, Bulgária, Horvátország).

## 5. Irodalomjegyzék

- AUGUSZTINOVICS MÁRIA, GÁL RÓBERT IVÁN, MATITS ÁGNES, MÁTÉ LEVENTE, SIMONOVITS ANDRÁS, STAHL JÁNOS (2002): A magyar nyugdíjrendszer az 1998-as reform előtt és után, *Közgazdasági Szemle* 2002. június.
- BERSTEIN, SOLANGE ÉS MICCO, ALEJANDRO (2002): Turnover and regulation: The Chilean Pension Fund Industry, *Central Bank of Chile Working Paper* 180.
- BLAKE, DAVID, LEHMAN, BRUCE N. ÉS TIMMERMANN, ALLAN (2002): Performance Clustering and Incentives in the UK Pension Fund Industry, *Journal of Asset Management*, 2002 Vol. 3.
- BRINSON, GARY P., HOOD, L. RANDOLPH ÉS BEEBOWER, GILBERT L. (1986): The Determinants of Portfolio Performance *Financial Analyst Journal* July/August 1986.
- CAMPBELL, JOHN Y. (1999): Asset Prices, Consumption, and the Business Cycle, Ch. 19 in *Handbook of Macroeconomics* Vol. 1, szerk: J. Taylor and M. Woodford, Amsterdam, North-Holland, 1999.
- CBO (2004): Administrative Costs of Private Accounts in Social Security, Congress of The United States Congressional Budget Office, <http://www.cbo.gov/showdoc.cfm?index=5277&sequence=0>.
- Chilean Pension System, The Forth Edition, Statistical Appendix, Superintendencia de AFP (SAFP), <http://www.safp.cl/sischilpen/english.html>.
- CHLON, AGNIESZKA (2002): Administrative Costs of Pension Funds in Poland in International Perspective, OECD Regional Meeting Tallinn, Észtország, 2002. február 7–8.
- CLARE, ROSS (2001): *Are Administration and Investment Costs in the Australian Superannuation Industry Too High?* Association of Superannuation Funds of Australia.
- DAVIES, E. PHILLIP (1998): Policy and Implementation Issues in Reforming Pension Systems, European Bank for Reconstruction and Development, *EBRD Working Paper* 1998/31.
- DIAMOND, PETER (1999): *Administrative Costs and Equilibrium Charges With Individual Accounts*, National Bureau of Economic Research, 1999 March.
- DOBRONOGOV, ANTON ÉS MURTHI, MAMTA (2005): Administrative Fees and Costs of Mandatory Private Pensions in Transition Economies, *Journal of Pension Economics and Finance*, March 2005.
- GILL, INDERMIT S., PACKARD, TRUMAN ÉS YERMO, JUAN (2004): Keeping the Promise of Social Security in Latin America, Stanford University Press – The World Bank.
- IMF (2005): Hungary Financial System Stability Update, *IMF Country Report* 05/212.
- IMF – WORLD BANK (2005): Hungary, The Pension Fund Sector, Financial Sector Assessment Program Update, July 2005
- JAMES, ESTELLE (2005): *Reforming Social Security: Lessons from Thirty Countries*, National Center for Policy Analysis, <http://www.ncpa.org/pub/st/st277/st277.pdf>.
- JAMES, ESTELLE (2004): *Administrative Costs – how to compare them and control them*, World Bank Conference, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).
- JAMES, ESTELLE; SMALHOUT, JAMES AND VITTAS, DIMITRI (2001): *Administrative Costs and the Organization of Individual Retirement Account Systems: A Comparative Perspective*, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).
- KNUIFE (2003): Projekcija Sytuacji Finansowej Powszechnych Towarzystw Emerytalnych Włatach.
- Latin American Shadow Financial Regulatory Committee (2005): *Putting Pension Funds to Work in Latin America: New Financial Instruments to Help Deepen Financial Markets*, Statement No. 03.
- MESA-LAGO, CARMELO (2001): Structural reform of social security pensions in Latin America: Models, characteristics, results and conclusions, *International Social Security Review*, 2001/4.
- MITCHELL, OLIVIA S. (1999): *Evaluating Administrative Costs in Mexico's AFORES Pension System*, Wharton School, University of Philadelphia.
- MODIGLIANI, FRANCO ÉS MURALIDHAR, ARUN S. (2004): *Rethinking Pension Reform*, Cambridge University Press.
- MURALIDHAR, ARUN S. (2003): *History Matters*, [http://www.mcubeit.com/pdf/History%20Matters\\_0624.pdf](http://www.mcubeit.com/pdf/History%20Matters_0624.pdf).
- Myners, Paul (2001): *Myners report on Institutional Investment in the UK*, [http://www.hmtreasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/2001/press\\_myners\\_01.cfm](http://www.hmtreasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2001/press_myners_01.cfm).
- ORBÁN GÁBOR ÉS PALOTAI DÁNIEL (2005): A magyar nyugdíjrendszer fenntarthatósága, MNB-tanulmányok 40.
- ORSZAG, PETER R. (1999): *Administrative Costs in Individual Accounts in the United Kingdom*, Center on Budget and Policy Priorities, <http://www.cbpp.org/3-16-99socsec.pdf>.



- ORSZAG, PETER R. ÉS STIGLITZ, JOSEPH E. (1999): *Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social Security Systems*, World Bank Conference „New Ideas about Old Age Security”.
- PALACIOS, ROBERT ÉS ROCHA, ROBERTO (1998): The Hungarian Pension Reform in Transition, *Social Protection Discussion Paper Series* 1998/5. , World Bank.
- QUIESSIER, MONIKA (1998): The Second Generation Pension Reforms in Latin America, *Aeging Working Papers* 5.4. OECD, <http://www.oecd.org/dataoecd/21/39/2429287.pdf>.
- ROCHA, ROBERTO ÉS VITTAS, DIMITRI (2002): The Hungarian Pension Reform: A Preliminary Assessment, Feldstein and Silbert, eds, 365-400.
- SHAH, HERMANT (1997): Toward Better Regulation of Private Pension Funds, *World Bank Policy Research Working Paper* 1791.
- SRINIVAS, P. S.; WHITEHOUSE, EDWARD ÉS YERMO, JUAN (2000): Regulating Private Pension Funds' Structure, Performance and Investments: Cross-country Evidence, World Bank, *Social Protection Discussion Paper Series* 0113.
- STANKO, DARIUSZ (2003): *Polish Pension Funds, Does The System Work? Cost, Efficiency and Performance Measurement Issues*, January 2003.
- SUNDEN, ANNIKA (2004): How Do Individual Accounts Work in the Swedish Pension System, Center For Retirement Research, *Issue in Brief* no. 22. [http://www.bc.edu/centers/crr/issues/ib\\_22.pdf](http://www.bc.edu/centers/crr/issues/ib_22.pdf).
- UNFE (2000): *Security through Competition Performance Analysis of The Second Pillar*, Superintendency of Pension Funds (UNFE).
- WHITEHOUSE, EDWARD (2001): *Administrative Charges for Funded Pension: Comparison and assessment of 13 Countries*, OECD Insurance and Private Pensions Compendium.
- WORLD BANK (1994): *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press.
- WORLD BANK (2005): *Old-Age Income Support in the 21st Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*, by Robert Holzmann, Richard Hinz 2005.

# 1. melléklet: Terhelési mutató

A terhelési mutató azt mutatja meg, hogy amennyiben a díjterhelés a jelenlegi szinten maradna, akkor a megtakarítások értékét mennyivel csökkenti a díjterhelés. A nemzetközi szakirodalomban ezt a mérőszámot használják elsősorban az egyes nyugdíjrendszerek hatékonyságának összemérésére. A mutató hátránya az, hogy értéke igen erőteljesen függ a kiszámítás alapjául szolgáló év díjterhelésének értékétől. A díjterhelés simítottabb, mint a költségek változása, de alapvetően a költségek dinamikájától függ, így a rendszer indulását követő egy évtizedben értéke jelentősen csökkenhet. Ezért fontos, hogy a díjterhelések számításakor olyan országokat mérjünk egymáshoz, amelyek az indulást követően a díjterhelésük hasonló fázisában vannak. Mindezt figyelembe véve a mutató Diamond (1999) alapján a következő összefüggések segítségével számítható:

$$(1) W_t = W_0 e^{gt}$$

Ahol a  $W_0$  a kezdő bért jelenti, a  $g$  pedig konstans bérnövekedést. Ez az egyenlet tehát azt feltételezi, hogy a hipotetikus megtakarítási életpálya során a bérek folyamatosan konstans ütemben nőnek.

A megtakarításokat terhelő első díj a bérekből levont tagdíj levont hozzájárulás ( $f$ ), a második pillérbe fizetett tagdíjak aránya a bérhez viszonyítva  $p$ . A megtakarítások hozama  $r$ , a vagyonarányos díjak értéke  $c$ . Ennek alapján az  $s$  időpontban befizetett összegnek a  $t$  időpontig felhalmozott értéke:

$$(2) V_t = p(1-f)w_0 e^{gt} e^{-(r-c)(t-s)}$$

A teljes felhalmozódást  $0$  időponttól  $T$  időpontig az előző függvény integrálásával kaphatjuk meg:

$$(3) F(f,c) = p(1-f)w_0 e^{(r-c)T} (e^{(g+c-r)T} - 1) / (g+c-r)$$

Ha a díjakat  $0$ -nak tekintjük, akkor a kapott értékeket viszonyíthatjuk a díjakkal terhelt felhalmozott vagyonra.

$$(4) FR(f,c) = F(f,c) / F(0,0) = (1-f) e^{-ct} \{ (e^{(g+c-r)t} - 1) / (e^{(g-r)t} - 1) \} \{ (g-r) / (g+c-r) \}$$

A terhelési mutató ebből:

$$T(f,c) = 1 - FR(f,c)$$

## 2. melléklet: A lengyel alapkezelők költségeinek elemzése

A következőkben a lengyel alapkezelők egy számlára jutó, vásárlóerő-paritáson számolt költségeit elemezzük.

Az 1. táblázatból látható, hogy az első három évben a marketing- és akvizíciós költségek igen magasak, majd a negyedik évtől kezdve meredeken csökkennek. A számlavezetés költségeinek fix jellege a közel egyenletes egy számlára eső értékekből jól látszik. A költségek és bevételek közötti különbség az induláskor jelentős volt, az indulás első három évében az alapkezelők többsége veszteségesen működött. Az alapkezelők profitabilitásának alakulásából az is látszik, hogy a kezdeti befektetések értéke még nem térült meg Lengyelországban. A lengyel felügyelet által készített, az alapkezelők pénzügyi helyzetére vonatkozó előrejelzés szerint az alapkezelők megtérülése 2014-ben várható.<sup>57</sup>

### 1. táblázat

#### A lengyelországi nyugdíjalapok profitabilitásának alakulása

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Egyes költségelemek az összes költséghez viszonyítva (%)</b>						
Számlavezetés	7,2%	12,9%	15,5%	17,9%	20,5%	21,9%
Akvizíciós és marketing költségek	60,9%	51,8%	32,8%	22,2%	24,2%	30,8%
<b>Egy aktív számlára eső költség és bevételmutatók vásárlóerőparitáson (Ft)</b>						
Számlavezetés	1 412	1 914	1 837	1 303	1 194	1 084
Akvizíciós és marketing költségek	11 888	7 702	3 883	1 615	1 406	1 525
Összköltség	19 509	14 882	11 848	7 265	5 809	4 954
Összbevétel	n.a.	6 662	7 657	6 787	7 088	7 512
Ebből: Tagdíjak	n.a.	6 314	6 361	5 467	4 981	4 722
Vagyonkezelési díj	n.a.	314	763	1 309	1 720	1 931
<b>A nyugdíjalapkezelők profitabilitása (millió PLN)</b>						
Profit	-1551	-847	-230	35	431	3 847

*Forrás: A lengyel felügyelet (Knuife) által közzétett eredménykimutatások. A szerzők számításai.*

A lengyel nyugdíjalapok alapkezelőinek költségszerkezete 2004-től átláthatóbbá vált, mivel az eredménykimutatások szerkezetét jelentősen módosították. Az új rendszerben elválnak egymástól az állami szabályozás indukálta költségek és a működés normál (piaci) költségei. A 2–3. táblázatokban látható a 2004-es költségek megoszlása, illetve az egy számlára eső költségek értéke.

A lengyel nyugdíjalapok szabályozásának jellemzője, hogy a költségek jelentős részét a jogalkotó szabályozza.<sup>58</sup> A közvetlenül vagy közvetve állami szabályozás által befolyásolt költségek aránya 2004-ben közel 48%-ot tett ki az összes nyugdíjalap esetében. Ebben a kategóriában a legnagyobb tétel a számlavezetés díja és a tagdíjak beszedésének költsége, de ide tartoznak a felügyeletnek<sup>59</sup> és a garanciaalapnak fizetett díjak, valamint a tagok átlépéséért fizetett díjak. A lengyel nyugdíj-megtakarítási piac sajátos jellemzője, hogy a tagdíjak beszedését, végrehajtását és átlépés esetén a tag megtakarításainak átutalását a lengyel társadalombiztosítás végzi külön díj ellenében<sup>60</sup> (UNFE 2000). E feladatok központosítását kivéve minden egyéb alaptevékenységet az alapkezelő társaságok végeznek, a

<sup>57</sup> Knuife (2003).

<sup>58</sup> Az állami hatás a költségekre minden rendszerben bizonyos fókig érvényesül, azonban Lengyelországban erőteljes hangsúly van a költségek alacsony szinten tartására, direkt vagy indirekt árszabályozáson keresztül.

<sup>59</sup> A felügyeleti díj mértéke a befizetések 0,14%-a.

<sup>60</sup> Ennek mértéke a befizetések 0,8–0,9%-a között van, pontos értékét az éves költségvetési törvény állapítja meg.

## 2. táblázat

## Szabályozott költségek szintje 2004-ben

	Egy számlára eső költség aránya (%)		Egy számlákra eső költség aránya (%) (Ft, vásárlóerőparitáson)	
	Összes alap	< 550e tag	Összes alap	< 550e tag
Számlavezetés	21,9	17,6	1084	1069
Felügyelet, ombudsman költségei	1,6	1,1	77	61
Prémium számla költsége	2,2	1,2	107	70
Garanciaalap költsége	6,0	3,2	298	197
Kereskedés költségei	0,1	0,0	4	1
Tagdíjak beszedésének költségei	13,2	9,5	652	575
Egyéb költségek	2,7	3,3	135	201
<b>Összesen</b>	<b>47,7</b>	<b>35,8</b>	<b>2358</b>	<b>2175</b>

*Forrás: A lengyel felügyelet (Knuiŕe) által közzétett eredménykimutatások alapján. A szerzők számításai.*

## 3. táblázat

## Nem szabályozott költségek szintje 2004-ben

	Egy számlára eső költség aránya (%)		Egy számlákra eső költség aránya (%) (Ft, vásárlóerőparitáson)	
	Összes alap	< 550e tag	Összes alap	< 550e tag
Akvíziós és marketing költségek	30,8	36,9	1525	2243
Az alapkezelés általános költségei	21,5	27,3	1066	1657
Az alapkezelés költségei megbontva:				
Bérlőköltség TB járulékokkal	11,1	14,4	548	875
Külső szolgáltatások költsége	7,3	8,9	359	538
Amortizáció	1,2	1,3	58	82
Energiaköltség	1,0	1,3	52	79
<b>Összesen</b>	<b>52,3</b>	<b>64,2</b>	<b>2591</b>	<b>3901</b>

*Forrás: A lengyel felügyelet (Knuiŕe) által közzétett eredménykimutatások alapján. A szerzők számításai.*

kiszervezett tevékenységek súlya nem jelentős.<sup>61</sup> A számlavezetéssel kapcsolatos adminisztrációs feladatokat a nyugdíjalapkezelő végezheti önállóan, vagy kiszervezheti az ilyen szolgáltatást végző társasághoz. A nem szabályozott költségek két fő részre oszthatóak, az M&A költségek 31%-át, az alapkezelés általános költségei 22%-át teszik ki az alapok összköltségének.

A 550 000 megtakarítási számlánál kevesebbrel rendelkező alapkezelők költségeinek megoszlását mutatják a 2–3. táblázatok második és negyedik oszlopai. A számítást azért végeztük el, hogy a belső mérhető hatékonyságból eredő torzítást kiszűrjük az adatokból és a számok alkalmasak legyenek a magyar pénztárakkal való összevetésre. Az adatok szerint a jogszabályilag befolyásolt költségek aránya szignifikánsan alacsonyabb (35,8%) a kisebb méretű alapkezelők esetében és ezzel párhuzamosan az M&A (36,9%) és általános alapkezelési költségek aránya (27,3%) magasabb. A jelenségre magyarázat lehet, hogy a jogszabályi kötıtségek miatt a jellemzően fix jellegű költségekben nem érvényesül a mérhető hatékonyság, és a változó költségek pedig nem lineárisan a tagok számának növekedésével növekszenek, hanem annál kisebb mértékben.

<sup>61</sup> 2004-ben az összköltségek 7,3%-a jelenik meg az eredménykimutatásokban külső szolgáltatásként.

## 2. MELLÉKLET: A LENGYEL ALAPKEZELŐK KÖLTSÉGEINEK ELEMZÉSE

A viszonyszámok kiszámításán túlmenően elvégeztük az egy számlára eső költségek becslését. A forintban számolt értékekben erőteljesen megjelenik a belső mérethatékonyság: Az összes nyugdíjalap egy számlára jutó költsége 4949 forint, az 550 000 tagnál kevesebbel rendelkező alapok esetében 6075 forint, amely 20%-kal magasabb érték. Az 550 000 tagnál kevesebbel rendelkező pénztárak esetében az egy számlára eső adminisztrációs költség 1644 forintot, az M&A költség 2243 forintot, a jogi költségek<sup>62</sup> 258 forintot, az alapkezelés általános költségei (vagyonkezelés + egyes adminisztrációs költségek) 1657 forintot tettek ki 2004-ben.

A magyar és lengyel adatok összevetésénél figyelembe kell venni, hogy a külső mérethatékonyság hatását nem lehetséges számszerűsíteni, mivel nem áll rendelkezésre elegendő olyan összehasonlítható nyugdíjrendszer, amellyel e hatást becsülni lehetne. A lengyel költségek jelentősebb része szabályozott, ami hatással lehet a költségek szintjére, ezek közül a legjelentősebb a tagdíjak beszedésének költsége. A kiadások között kiemelkedően magas a marketing- és akvizíciós költségek aránya és több olyan költségelem van, amely csak a lengyel második pillérre jellemző (prémium számla, ombudsman).

---

<sup>62</sup> Felügyelet és garanciaalap költsége.

### 3. melléklet: A svéd intézményi modell

A világbanki modell alapján indult reformok mellett új megoldást jelent a 2000-ben indult svéd intézményi modell. Az ún. Premium Pension System megfelel tartalmában a magyar második pillérnek, azonban a svéd második pillér intézményi kialakításában jelentős különbségek vannak.

A svéd munkavállalók a keresetük 2,5%-át fizetik be a svéd állami ügynökség (Premium Pension Authority – PPM) által vezetett számlára. A PPM vezeti a számlákat, gyűjti be a hozzájárulásokat, köti meg a vagyonkezelési szerződéseket. A befizetések évente egyszer történnek, azt követően, hogy az adóhatóság rendelkezésére áll a teljes éves munkabérről szóló elszámolás. A megtakarítók 5 alap közül választhatnak a PPM által jóváhagyott alapok közül. Alapot az a vagyonkezelő kínálhat a rendszerben, aki szerződik a PPM-mel, és elfogadja a PPM által kínált szerződési feltételeket. Ehhez az szükséges, hogy a vagyonkezelő teljesítse a svéd befektetési alapok számára előírt követelményeket (vagy az európai befektetési alapokra [UCITS] vonatkozó szabályokat) és elfogadja a PPM által szabott vagyonkezelési díjtáblázatot, amely a kezelt vagyon nagyságától függően szabja meg az alkalmazható díjterhelést. A munkavállalók bármikor alapot válthatnak, mindenfajta költség nélkül. A rendszer tervezői gondoltak azokra is, akik nem választanak alapot. A nem választók automatikusan az ún. default alapon kerülnek, amelyet a Svéd Nemzeti Nyugdíjalap (Seventh Swedish National Pension Funds) kezel. A politikai kockázatok mérséklése céljából a default alapot nem lehet aktívan választani, semmilyen eszközzel sem értékesíthető a munkavállalók részére, és nem gyakorolja részvényesi jogosultságait a portfóliójában lévő társaságok közgyűlésein.

A PPM-nek 200 alkalmazottja van, az adminisztrációra a nagyfokú automatizáltság jellemző. 2004-ben a munkavállalók az adminisztrációért 0,27%, a vagyonkezelésért 0,43% vagyonarányos díjat fizettek, de a rendszerben lévő vagyon növekedésével a rendszer összes költsége 2020-ra 0,3%-ra csökken.<sup>63</sup>

A svéd rendszer tehát a költségek alacsonyan tartását az adminisztráció teljes központosításával, valamint a PPM alku-pozíciójából fakadóan a nemzetközi vagyonkezelési piacon az intézményi befektetők számára fizetendő díjak elérésével biztosítja. A költségek csökkentését az is segíti, hogy a svéd rendszerben nagyrészt hiányoznak az értékesítéshez kapcsolódó kiadások (reklámköltségek, ügynöki díjak, disztribúciós kiadások).

A svéd rendszer működése költséghatékonynak tekinthető, azonban a rendszer sajátosságaiból fakadó problémák is jelentkeztek. A reform kezdetén az aktívan alapot választók aránya meglehetősen magas volt (67%), azonban az utóbbi években a belépő új korosztályok között az aktív alapot választók aránya csak 10% körüli értéket tett ki. A megtakarítók jelentős része számára nehézséget okoz a megfelelő választás, mivel hiányoznak a megfelelő pénzügyi ismereteik. A svéd második pillérben 2005 szeptemberében 705 alap kínált befektetési lehetőséget.

A svéd rendszer közelmúltban történő felülvizsgálata során ezért a megbízott szakértői bizottság – többek között – a választható alapok számának csökkentését (100-200 közöttire) és az alapválasztáshoz szükséges döntési támogatás nyújtását javasolta.

---

<sup>63</sup> Karl-Olof Hammarkvist Report on the Swedish pension system (2005. október).

MNB-tanulmányok 48.

2005. december

Nyomda: D-Plus

H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

