

Penzijní versus účastnické fondy[#]

*Petr Musílek**

Moderní důchodové systémy mají obvykle více-pilířovou strukturu, kde nezanedbatelnou roli hrají kapitalizované fondy. Tyto fondy se vyznačují různými institucionálními charakteristikami, což výrazně ovlivňuje nejen zvolený typ investiční politiky, ale zejména výkonnost spravovaných penzijních aktiv a operační efektivnost penzijního systému. Cílem příspěvku je demonstrovat zásadní institucionální nedostatek III. pilíře českého penzijního systému, který podstatnou měrou přispěl k podvýkonnosti portfolio penzijních fondů a operační neefektivnosti celého segmentu penzijního připojištění. Institucionální vada byla tak závažného charakteru, že si vyžádala podstatnou změnu systému, a to nejen transformaci stávajících penzijních fondů, ale především vytvoření zcela nového druhu kapitalizovaných fondů ve formě účastnických fondů, vycházejících z principů kolektivního investování.

Postavení penzijních fondů na kapitálových trzích

V současné době patří penzijní fondy mezi nejdůležitější institucionální investory na globálních kapitálových trzích. Ve srovnání s investičními prostředníky nebo institucemi kolektivního investování však mají mnohem kratší historii, neboť zpravidla vznikají až po druhé světové válce. Postavení penzijních fondů se v posledních letech ve vyspělých státech neustále zvyšuje a dokonce se v některých státech stávají vůbec nejdůležitějšími účastníky kapitálových trhů.

Tab. 1: Podíl aktiv penzijních fondů na HDP (1996, 2010, v procentech)

Země	1996	2010
Nizozemsko	87,3	134,9
Velká Británie	74,7	86,6
USA	58,2	72,6
Kanada	43,0	60,9
Irsko	45,0	49,0
Finsko	40,8	82,1
Polsko	–	15,8
Česká republika	–	6,3

Zdroj: OECD (2006, s. 4-6); OECD (2011, s. 7).

Klíčovým faktorem, který ovlivňuje postavení penzijních fondů, je způsob financování životních potřeb osob v období ztráty výdělečné schopnosti v důsledku pokročilého věku. Mezi základní způsoby financování osob v důchodovém věku patří rodinné financování, příjmy z individuálně vytvořených aktiv, státní dávky důchodového zabezpečení a příjmy

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D. – profesor; Katedra bankovníctví a pojišťovnictví, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <musilek@vse.cz>.

z kapitálově financovaných důchodových systémů. Model státního důchodového systému financovaného průběžným způsobem se dostává do velmi obtížné situace v důsledku nepříznivého demografického vývoje, který by znamenal při zachování stávajícího poměrně štědrého státního důchodového systému při současných parametrech (zejména nízký důchodový věk a vysoký náhradový poměr) nejen podstatné zvýšení poměru státních penzijních výdajů k hrubému domácímu produktu, ale také nárůst čisté současné hodnoty budoucích státních penzijních závazků. Na neudržitelnost stávajícího modelu státního důchodového systému financovaného průběžným způsobem poukazují již velmi dlouhou dobu nejen ekonomové (např. Davis (1995)), ale i nadnárodní instituce (např. World Bank, 1994). Především členské země OECD a východoevropské země, jejichž státní rozpočty jsou většinou schodkové a současně se předpokládá další nepříznivý demografický vývoj, musí hledat z tohoto problému východisko tím, že nejen zreformují stávající model státního důchodového zabezpečení (zvýšení důchodového věku, snížení náhradového poměru, zpřísnění podmínek pro předčasný důchod), ale také přijmou opatření k podstatnému zvýšení významu penzijních fondů na principu kapitalizovaného důchodu. Jsme toho názoru, že kapitálově financované systémy umožňují přenášet spotřebu v čase tím, že část příjmů není v období produktivního věku spotřebována, ale je akumulována a použita až v okamžiku, kdy výrazně klesne výdělečná schopnost, což je přirozeně v neproduktivní fázi životního cyklu. Penzijní fondy rovněž přispívají k částečnému řešení nepříznivého vlivu demografického vývoje na státní důchodové systémy. Kapitalizované důchodové systémy obvykle podporují vzestup agregátních úspor, a to zejména v situaci, pokud jsou kapitálově financované důchodové systémy obligatorní, podporovány daňovými výhodami a současně existují omezení pro realizaci výpůjček krytých akumulovanými penzijními úsporami. Zdá se, že kapitalizované fondy také pozitivně ovlivňují strukturu úspor tím, že výrazně podporují vytváření dlouhodobých úspor. Navíc dochází prostřednictvím penzijních fondů k transformaci úspor do instrumentů s vyšším rizikovým profilem. V delším období kapitalizované penzijní systémy pozitivně ovlivňují i fungování a rozvoj kapitálových trhů (podporují likviditu kapitálových trhů, podněcují vytváření finančních inovací, přispívají k rozvoji rizikového financování atd.).

Je nutné si však uvědomit, že kapitálově financované penzijní systémy jsou spojeny i s určitými nevýhodami. Účastník kapitálově financovaných důchodových systémů nese převážnou většinu rizik. Budoucí hodnota penzijních dávek z kapitalizovaných fondů je ovlivněna především ekonomickým vývojem, výnosností investičních instrumentů, výkonností správců portfolia penzijních fondů a nejistou délkou života, po kterou bude účastník čerpat penzijní dávky. Kapitalizované systémy také omezují mezigenerační a sociální solidarita, kdy odpovědnost za rozsah důchodového zabezpečení je v rozhodující míře přesunuta na jednotlivce, jehož rozhodování může být negativně ovlivněno tržními selháními (např. výskyt informační asymetrie, externality nebo nediverzifikovatelnost některých investičních rizik). Kapitalizované systémy jsou také obvykle spojeny s poměrně vysokými náklady na zavedení systému, efektivní správu penzijních fondů a jejich regulaci.

České penzijní fondy a jejich institucionální nedokonalost

Penzijní fondy patří mezi nejmladší finanční instituce na českém finančním trhu, vznikající postupně až od roku 1994. Ministerstvo financí postupně vydalo celkem 44 povolení k činnosti penzijních fondů. V letech 1997 až 2004 však došlo ke spojení nebo zániku velkého počtu fondů a na trhu v polovině roku 2012 působí již pouze 9 penzijních fondů. Koncem roku 2011 počet účastníků penzijního připojištění dosáhl téměř hranice 4,6 mil. Vývoj počtu účastníků penzijního připojištění v posledních letech demonstruje následující tabulka.

Tab. 2: Počet účastníků penzijního připojištění (ČR, 2007 – 2011, stav na konci roku)

Rok	Počet účastníků
2007	3 936 357
2008	4 207 236
2009	4 394 522
2010	4 527 774
2011	4 565 741

Zdroj: MFČR (2012, s. 32).

Dynamicky se také zvyšuje objem prostředků evidovaných ve prospěch účastníků penzijního připojištění. Na jejich účtech fondy vykázaly ke konci roku 2011 téměř 250 mld. Kč. Hlavním posláním penzijních fondů je organizování doplňkového a dobrovolného důchodového systému, který je financován na principu kapitalizovaného důchodu. Penzijní fondy jsou oprávněny shromažďovat peněžní prostředky od účastníků penzijního připojištění a státu poskytnutých ve prospěch účastníků, nakládat s těmito prostředky a vyplácet dávky penzijního připojištění. Mezi nejdůležitější charakteristiky českých penzijních fondů patří jejich nezávislost, dobrovolná účast občanů (avšak státem podporovaná ve formě státního příspěvku a daňových stimulů), používání penzijních plánů s modifikovaným definovaným příspěvkem (penzijní plány s definovanou dávkou mají pouze doplňkový charakter ve formě invalidních penzí) a detailní typ regulace a dohledu. Z penzijního připojištění poskytují penzijní fondy penze, jednorázové vyrovnání a odbytné, přičemž penze může být ve formě starobní, invalidní, výsluhové nebo pozůstalostní. Příspěvky mohou za své zaměstnance platit i zaměstnavatelé. Na počátku roku 2000 byla do systému penzijního připojištění zavedena i daňová podpora, což konkrétně znamená, že účastníci penzijního připojištění odečítají měsíční příspěvky penzijního připojištění od daňového základu, avšak maximálně do výše 12 tisíc Kč za rok. Současně zaměstnavatelé, kteří spoří za své zaměstnance, mohou odečíst 3 % od základu na zdravotní a sociální pojištění.

Stávající systém českých penzijních fondů se vyznačuje výraznou konstrukční vadou, která souvisí s participací podílníků (tedy akcionářů a účastníků) na výsledcích investiční politiky. Nejdříve si však rozebereme teoretické možnosti investování stávajících českých penzijních fondů. Peněžní prostředky shromážděné penzijním fondem musí být umísťovány s odbornou péčí tak, aby byla zaručena bezpečnost, kvalita, likvidita a rentabilita skladby finančního umístění jako celku. Prostředky penzijního fondu mohou být umístěny zejména do dluhopisů (členských států OECD nebo centrálních bank a mezinárodních finančních institucí, jejichž je Česká republika členem), podílových listů otevřených podílových fondů, cenných papírů (obchodovaných na regulovaném trhu země OECD, který je povolen příslušným úřadem členského státu), movitých věcí (představujících záruku bezpečného uložení peněžních prostředků) a nemovitostí (poskytující záruku spolehlivého uložení peněžních prostředků a sloužících zcela nebo převážně k podnikání nebo bydlení). Peněžní prostředky shromážděné penzijním fondem mohou být uloženy i na vkladových účtech, vkladních knížkách a na vkladech potvrzených vkladovým certifikátem nebo vkladním listem. Výše takto uložených prostředků u jedné banky nesmí tvořit více než 10 % majetku penzijního fondu nebo 20 mil. Kč. Současně mohou penzijní fondy uzavírat transakce s finančními deriváty, ale pouze za účelem zajištění svých pozic. Hodnota cenných papírů vydaných jedním emitentem nesmí tvořit více než 10 % majetku penzijního fondu. Toto omezení se nevztahuje na státní dluhopisy, státem garantované dluhopisy, dluhopisy centrálních bank nebo dluhopisy mezinárodních finančních institucí. Hodnota rizikových

instrumentů (cenných papírů, podílových listů, nemovitostí a movitých věcí) nesmí tvořit více než 70 % majetku penzijních fondů. Celková hodnota movitých a nemovitých věcí nesmí tvořit více než 10 % majetku penzijního fondu. V majetku penzijního fondu nesmí být více než 20 % z celkové jmenovité hodnoty cenných papírů vydaných stejným emitentem. Nejméně 50 % majetku penzijního fondu musí být umístěno nebo uloženo do aktiv znějících na měnu, ve které jsou vyjádřeny závazky penzijního fondu vůči účastníkům. Z uvedených základních pravidel regulace investiční politiky penzijních fondů se zdá, že nic nebrání v koncipování různých druhů investičních přístupů při správě penzijního portfolia. Ve skutečnosti všechny české penzijní fondy používají prakticky shodnou investiční politiku, a to velmi konzervativní. Převážnou většinu svého portfolia umísťují do dluhových cenných papírů, a to zejména do státních dluhopisů a pokladničních poukázek s poměrně krátkou durací. Poměrně malou část svého portfolia investují do akcií, podílových listů a nemovitostí. Agregátní strukturu portfolia českých penzijních fondů znázorňuje následující tabulka.

Tab. 3: Struktura portfolia odvětví penzijního připojištění (ČR, konec roku 2011)

Instrumenty	Podíl v procentech
Peníze na účtech a ostatní aktiva	10,50
Pokladniční poukázky	0,24
Dluhopisy	86,55
Podílové listy	2,30
Akcie	0,41

Zdroj: MFČR (2012, s. 68).

V porovnání s investičními politikami penzijních fondů ostatních členských států OECD je investiční politika českých penzijních fondů neuvěřitelně konzervativní, což je evidentní z následujícího přehledu.

Tab. 4: Struktura aktiv portfolií penzijních fondů (OECD, vybrané země, 2010, v procentech)

Země	Hotovost + depozita	Dluhopisy	Půjčky	Akcie	Nemovitosti	Fondy	Ostatní
Kanada	2,63	25,48	0,32	26,89	5,46	33,60	5,23
Chile	0,25	34,01	1,84	15,92	0,00	42,70	5,28
ČR	6,77	84,46	0,00	0,82	0,86	3,73	3,36
Finsko	0,72	30,49	6,53	47,57	8,77	0,00	5,92
Nizozemsko	0,99	22,78	5,21	13,18	1,31	47,58	8,95
VB	2,60	20,32	1,06	22,02	2,34	28,70	22,96
USA	1,16	19,83	0,80	38,20	1,22	22,53	16,26

Zdroj: OECD (2012a) a vlastní výpočty.

Nadměrně konzervativní investiční politika českých penzijních fondů je důsledkem § 35 odst. 2 zákona o penzijním připojištění č. 42/1994 Sb., který uvádí: „.... Jestliže hospodaření penzijního fondu skončí ztrátou, musí penzijní fond použít ke krytí ztrát nerozdělený zisk z minulých let, rezervní fond a další fondy tvořené ze zisku. Pokud nestačí ani tyto zdroje, musí být ztráta kryta snížením základního kapitálu, který však nesmí klesnout pod 50 mil.

Kč...“. Tento nestandardní princip rozdělování investičních zisků a ztrát vytvořil světový penzijní unikát – příspěvkový penzijní plán s garantovaným nulovým výnosem. V praxi to pak znamená, že na pozitivním investičním vývoji participuje jak akcionář penzijního fondu, tak i účastníci penzijního připojištění, a to podle pravidel rozdělování zisku pro penzijní fondy, kdy zisk se musí rozdělovat tak, že nejméně 5 % připadá do rezervních fondů a nejvíce 10 % se rozděluje podle rozhodnutí valné hromady. Zbylá část se použije ve prospěch účastníků penzijního připojištění a osob, jejichž penzijní připojištění zaniklo v roce, za který se zisk rozděluje. Pokud by však byl nepříznivý investiční vývoj a hospodaření penzijního fondu by skončilo ztrátou, pak nelze ztráty „připsat“ na účty účastníků penzijního připojištění. Riziko investiční ztráty tedy nesou převážně akcionáři penzijních fondů. Co je důsledkem tohoto asymetrického a ve světě neobvyklého rozdělování výnosů a ztrát? Majitelé penzijních fondů odmítají nést riziko investičního neúspěchu, a proto používají nadměrně konzervativní investiční přístup při správě penzijního portfolia, který nedokáže reálně rozmnožovat penzijní úspory účastníků penzijního připojištění, což je patrné z následujícího rozboru, který je uveden v níže uvedené tabulce.

Tab. 5: Reálná výnosová míra z penzijního připojištění (q = připsané výnosy mínus míra inflace¹, penzijní fondy v ČR 2005-2009,)

Název penzijního fondu	2005	2006	2007	2008	2009	Průměrné roční reálné připsané výnosy v % (2005 – 2009)
Allianz PF	0,8	1,41	-2,4	-0,6	2,1	0,262
Axa PF	1,5	0,8	-3,2	-3,6	1,0	-0,700
ČSOB PF Progres	2,8	0,6	-3,0	-3,58	0,0	-0,636
ČSOB PF Stabilita	1,8	1,1	-3,0	-3,55	0,37	-0,656
Generali PF	1,61	2,04	-1,3	-1,6	1,4	0,430
ING penzijní fond	2,0	1,9	-2,9	-3,56	-0,9	-0,692
PF České pojišťovny	1,6	1,6	-3,0	-3,4	0,2	-0,600
PF České spořitelny	1,83	1,34	-2,3	-3,2	0,28	-0,410
PF Komerční banky	1,8	1,3	-3,1	-3,02	-0,8	-0,764
q	2,2	1,7	5,4	3,6	1,0	2,780

Zdroj: APFČR (2009), ČSÚ (2012) a vlastní výpočty.

Neuvěřitelně nízká reálná výkonnost portfolií českých penzijních fondů je patrná i v mezinárodní komparaci, a to i v kontextu s výkonností veřejných rezervních penzijních fondů, které tradičně používají velmi konzervativní investiční politiku. Tento závěr vyplývá z následujícího přehledu nominální a reálné výkonnosti portfolií vybraných veřejných rezervních penzijních fondů, které operují v členských zemích OECD.

¹ Míra inflace je vyjádřena ve formě přírůstku indexu spotřebitelských cen v prosinci oproti stejnému měsíci v předcházejícím roce, přičemž se používají data zveřejněná ČSÚ (viz ČSÚ, 2012).

Tab. 6: Výnosová míra portfolií vybraných veřejných rezervních penzijních fondů

Název	Průměrná roční nominální výnosová míra v letech 2005 – 2009 v %	Průměrná roční reálná výnosová míra v letech 2005 – 2009 v %
Canadian Pension Fund (Kanada)	5,7	3,8
Demografic Reserve Fund (Polsko)	6,9	4,0
National Pension Funds (AP1) (Švédsko)	4,8	3,3
National Pension Funds (AP6) (Švédsko)	5,6	4,1
Social Security Trust /Fund (USA)	5,2	2,6

Zdroj: OECD (2010, s. 14).

Špatná dlouhodobá výkonnost českých penzijních fondů pak nevytváří dostatečné investiční stimuly pro českou investiční veřejnost, která pak pravidelně ukládá velmi nízké měsíční příspěvky, poněvadž účastníci penzijního připojištění nejsou primárně zainteresováni na výnosnosti akumulovaných penzijních úspor, ale spíše optimalizují užitek z dotačního mechanismu ve formě nestandardních státních příspěvků a daňových stimulů. Dlouhodobě nepříznivý vývoj průměrné výše měsíčních příspěvků potvrzuje následující tabulka.

Tab. 7: Vývoj průměrné výše měsíčních příspěvků (2006 – 2011, ČR, v Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Průměrný příspěvek účastníka	474,8	495,9	488,0	475,0	439,6	441,7
Státní příspěvek	103,6	104,0	105,4	105,2	105,0	105,4

Zdroj: MFČR (2011, s. 29); MFČR (2012, s. 34).

Konstrukční vada institucionálního uspořádání českého systému penzijních fondů způsobila i pokřivenou motivaci majitelů penzijních fondů. Vznikl zřetelný konflikt zájmů mezi majiteli penzijních fondů a účastníky penzijního připojištění. Majitelé jsou zejména zainteresováni na získání maximálního tržního podílu bez ohledu na vynaložené náklady. S postupnou saturací trhu penzijního připojištění však akviziční náklady na získání nových účastníků extrémně expandovaly. Tyto neúměrně vysoké akviziční náklady byly prostřednictvím „tvořivého“ účetnictví skrytě přenášeny na účastníky penzijního připojištění, a to ve formě nákladů příštích období, jejichž vytváření nebylo prakticky žádným způsobem regulováno.

Tab. 8: Vývoj akvizičních nákladů (penzijní připojištění, ČR, 2007 – 2011, v Kč)

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
Náklady na získání nové smlouvy	1 592	2 033	3 365	3 184	4 249
Náklady příštích období (NPO)² k počtu neukončených smluv o penzijním připojištění	876	959	883	777	580

Zdroj: MFČR (2010, s. 28), MFČR (2011, s. 29), MFČR (2012, s. 33).

² NPO představují naakumulované akviziční náklady na získání nových účastníků penzijního připojištění, které dosud nebyly promítnuty do hospodářského výsledku.

Vysoké náklady příštích období ve spojitosti s chabou výkonností penzijních portfolií a velmi nízkými měsíčními příspěvky účastníků způsobily výraznou operační neefektivnost celého systému českého penzijního připojištění, který patří mezi nejméně efektivní z členských států OECD, přičemž operační efektivnost penzijních fondů se vyjadřuje jako podíl operačních nákladů na celkových aktivech fondů.

Tab. 9: Operační efektivnost penzijních fondů (podíl operačních nákladů na celkových aktivech fondů, v %, vybrané země OECD, vybrané roky)

Země	2001	2005	2007	2008	2009	2010
Kanada	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	–
Chile	–	1,0	0,9	1,0	–	–
ČR	2,8	3,1	2,9	3,1	3,1	1,4
Dánsko	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1
Nizozemsko	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Polsko	–	–	0,5	0,5	0,4	0,4
Velká Británie	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	–

Zdroj: OECD (2012b).

Odstranění institucionální chyby: účastnické fondy

Prakticky neodstranitelná konstrukční vada v rámci systému penzijních fondů, způsobující podvýkonnost penzijních portfolií a výraznou operační neefektivnost, vytvořila v druhé polovině minulého desetiletí enormní tlak na institucionální změny, které byly na počátku roku 2009 ztělesněny návrhem zákona o penzijním spoření. Tento návrh zákona byl založen na vytvoření zcela nového pilíře penzijního spoření s tím, že pilíř penzijního připojištění nezanikne, ale uzavře se a nebude do něj již možné dále vstupovat, avšak bude možné z něj buď zcela vystoupit, nebo přestoupit do nového systému penzijního spoření. Nový pilíř penzijního spoření měl být obdobou kolektivního investování, což konkrétně znamená, že penzijní společnost vytváří a obhospodařuje účastnické fondy, přičemž je důsledně oddělen majetek penzijní společnosti a účastnických fondů. Účastnické fondy pak měly účastníkům evidovat v tržních cenách hodnotu penzijních jednotek, přičemž se měla zrušit garance nulového výnosu. Legislativní proces projednání zákona o penzijním spoření se v Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR nepodařil v minulém funkčním období, které vypršelo na jaře 2010, dokončit. Nová vláda však opětovně vrátila zákon o penzijním spoření (v modifikované podobě pod názvem Zákon o doplňkovém penzijním spoření č. 427/2011 Sb. do nového legislativního procesu, který byl tentokrát již úspěšně ukončen. III. pilíř důchodového systému tak bude od roku 2013 fungovat ve formě paralelní existence původních penzijních fondů (nově označované jako transformované fondy) s garancí nulového výnosu při zachování výsluhové penze a současného systému jednorázového vyrovnání. Z transformovaných (penzijních) fondů bude možné dobrovolně přestupovat do nového systému doplňkového penzijního spoření. Kromě transformovaných (penzijních) fondů začnou postupně vznikat i nové účastnické fondy, avšak již bez garance nulového výnosu při současném zrušení výsluhové penze. Rovněž existují úvahy o prodloužení nároku na jednorázové vyrovnání z 50 resp. 60 let věku až na okamžik nároku na starobní důchod. V současné době vládou připravovaný koncept předdůchodů také předpokládá, že statut předdůchodce získá pouze takový občan, který bude disponovat dostatečnými penzijními úsporami v rámci systému účastnických fondů.

V okamžiku nabytí účinnosti povolení k činnosti penzijní společnosti se vyčlení aktiva a pasiva související s penzijním připojištěním do transformovaného (penzijního) fondu, přičemž nejpozději do 1 měsíce se vytvoří zahajovací rozvaha penzijní společnosti a zahajovací rozvaha transformovaného (penzijního) fondu. Tyto rozvahy bez zbytečného odkladu podléhají ověření auditorem. Penzijní společnosti pak budou účtovat o stavu a pohybu majetku a jiných aktiv, závazků a jiných pasiv, dále o nákladech a výnosech a o výsledku hospodaření s majetkem v transformovaném (penzijním) fondu a v účastnických fondech odděleně od vlastního účetnictví.

Nový systém doplňkového penzijního spoření je založen na shromažďování a umísťování příspěvků účastníka, příspěvků placených za účastníka jeho zaměstnavatelem a státních příspěvků do účastnických fondů obhospodařovaných penzijní společnostmi a vyplácení dávek s cílem zabezpečení doplňkových příjmů účastníků. Mezi základní definiční znaky nového systému účastnických fondů zejména patří:

- využití základních principů kolektivního investování (a především standardních fondů), což se zejména projevuje odděleným fungováním penzijních společností (minimální vlastní kapitál 50 mil. Kč) a účastnických fondů,
- neexistence vlastní právní subjektivity, přičemž majetek v účastnickém fondu obhospodařuje svým jménem, avšak na účet účastníků penzijní společnost,
- majetek v účastnickém fondu není součástí majetku penzijní společnosti, která jej pouze obhospodařuje,
- částečné oddělení spořicí fáze a výplatní fáze, a to v závislosti na formě vyplácených dávek,
- penzijní společnost povede pro každého účastníka osobní penzijní účet, obsahující jak peněžní podúčet (příspěvky účastníka a ostatní příspěvky), tak i majetkový podúčet (připsané penzijní jednotky, vyjadřující podíl na majetku účastnického fondu),
- účastník nově určí ve smlouvě o doplňkovém penzijním spoření i strategii spoření, kterou lze však průběžně měnit,
- povinné vytvoření konzervativního fondu,
- lhůta pro oceňování investičních nástrojů v majetku v účastnickém fondu nesmí být delší než 1 týden, přičemž pro oceňování majetku a závazků účastnického fondu se bude používat koncept reálné hodnoty,
- aplikace standardů odborné péče a principů ochrany účastníků po vzoru institucí kolektivního investování a obchodníků s cennými papíry,
- zavedení dokumentu „Sdělení klíčových informací pro účastníky“, který vychází z obdobného instrumentu používaného standardními nebo speciálními fondy kolektivního investování.

Investiční možnosti účastnických fondů jsou odlišně koncipovány oproti penzijním fondům. Účastnický fond může investovat do investičních cenných papírů, nástrojů peněžního trhu, nových počátečních veřejných nabídek (max. 5 % portfolia), cenných papírů standardního fondu (max. 35 % portfolia), cenných papírů speciálních fondů (max. 5 % portfolia), finančních derivátů a bankovních vkladů se splatností nejdéle 2 roky (nejvýše však 10 % portfolia u jedné regulované banky). Správce účastnického fondu může investovat nejvýše 5 % portfolia účastnického fondu do investičních cenných papírů a nástrojů peněžního trhu jednoho emitenta, přičemž toto pravidlo neplatí pro dluhopisy a nástroje peněžního trhu, jejichž emitentem je Česká republika nebo Česká národní banka. Poměrně přísně je regulována investiční politika povinného konzervativního fondu, který může investovat pouze do vysoce bonitních dluhopisů (5 nejlepších ratingových kategorií dlouhodobých závazků v investičním stupni renomované ratingové agentury), kvalitních nástrojů peněžního trhu a

cenných papírů podílových fondů konzervativního typu. Průměrná vážená splatnost portfolia konzervativního fondu nesmí přesáhnout 5 let.

V novém systému účastnických fondů se zavádí restriktivní regulace různých druhů nákladů s cílem netržního (tedy administrativního) zabezpečení vyšší operační efektivity oproti stávajícímu systému penzijních fondů. Mezi nejdůležitější nástroje regulace nákladů patří regulace úplaty (povinný konzervativní účastnický fond: max. 0,4 % z objemu majetku; ostatní účastnické fondy max. 0,8 % z objemu majetku plus úplata za zhodnocení majetku (max. 10 % z rozdílu průměrné roční hodnoty penzijní jednotky v příslušném období a nejvyšší průměrné hodnoty penzijní jednotky v letech předcházejících příslušnému období od vzniku účastnického fondu vynásobené průměrným ročním počtem penzijních jednotek); transformovaný (penzijní) fond: 0,6 % z průměrné roční hodnoty bilanční sumy v transformovaném fondu plus 15 % ze zisku vykázaného v účetní závěrce transformovaného fondu). Účastnické fondy budou mít rovněž výrazně omezeny celkové výdaje na akvizice nových účastníků (max. 3,5 % průměrné mzdy).

Nový systém účastnických fondů výrazně mění systém vyplácených dávek, přičemž účastník si bude moci zvolit starobní penzi na určenou dobu (za podmínky dosažení 60 let věku a spoření nejméně po dobu 60 měsíců), jednorázové vyrovnání (místo dávek), odbytné (bez státních příspěvků), úhradu pojistného pro doživotní penzi nebo pro penzi na přesně stanovenou dobu s přesně stanovenou výší důchodu anebo kombinaci předchozích možností. Za účelem odstranění současných nízkých měsíčních příspěvků se implementuje nový systém investičních pobídek, který je shodný jak pro účastnické, tak i pro transformované (penzijní) fondy, a to v následující podobě: měsíční příspěvek do 299 Kč: bez státního příspěvku; měsíční příspěvek 300 – 999 Kč: státní příspěvek 90 Kč a 20 % z částky přesahující 300 Kč; měsíční příspěvek 1000 a více Kč: státní příspěvek 230 Kč. Také se mění výše daňové podpory, přičemž se bude nově týkat pouze měsíčních příspěvků v rozmezí od 1 000 do 2 000 Kč (dosud v rozmezí 500 až 1 500 Kč).

Domníváme se, že úprava III. pilíře penzijního systému v zásadě směřuje správným směrem. Velmi nás však zaráží, že český stát v novém penzijním systému zaměřuje spoření a investování. V systému účastnických fondů se totiž nejedná o žádné spoření, ale o typické investování. Účastník v systému účastnických fondů bude (samozřejmě prostřednictvím správce fondu) prakticky investovat své volné peněžní prostředky převážně do investičních instrumentů, které z ekonomického hlediska představují nárok na velmi nejisté budoucí peněžní toky. Investor je prakticky vždy vystaven riziku kolísání tržní hodnoty investičních instrumentů. Naopak vkladatel, který spoří, alokuje své volné peněžní prostředky do spořicíh instrumentů, kterými zprostředkovatelé bankovního typu potvrzují přijetí volných peněžních prostředků vkladatelů a současně jim slibují, že uložené peněžní prostředky rozmnoží o definovanou úrokovou sazbu. Vkladatel je zejména vystaven bonitnímu riziku bankovního zprostředkovatele, přičemž toto riziko je do určité výše kryto systémem pojištění depozit. Jsme jednoznačně přesvědčeni, že ekonomickou podstatou se spořicí a investiční instrumenty od sebe tak výrazně odlišují, že je zcela nepřípustné jejich zaměňování. Pokud někteří poskytovatelé investičních nebo bankovníh služeb zaměňují investování za spoření, pak vědomě uvádějí své klienty v omyl, čímž porušují jeden ze základních principů poctivého jednání. Vůbec však nechápeme, proč český stát jako tvůrce nového systému účastnických fondů vytváří podmínky pro vznik informační asymetrie. Náš závěr je jednoznačný: účastnické fondy nebudou nabízet spoření, ale investování.

Závěr

Příspěvek rozebírá nevhodné institucionální uspořádání českého systému penzijního připojištění, který byl koncipován v první polovině 90. let minulého století. Nestandardní garance nulového výnosu způsobila nejen nízkou výkonnost penzijních portfolií, ale také i výraznou operační neefektivnost celého systému penzijního připojištění. Nejen nedokonalé institucionální uspořádání penzijního připojištění, ale i dlouhodobě neefektivní ochrana investorů vyplývaly z neúplných teoretických a praktických znalostí tvůrců ekonomické reformy o fungování moderních finančních systémů, a to jako přímý důsledek padesátiletého myšlenkového odcizení české finanční, penzijní a právní teorie a praxe od západního poznání. Oproti předpokladům se ukázalo, že vytvoření fungujícího institucionálního investičního a penzijního prostředí je poměrně dlouhodobou záležitostí. Délka tohoto období zejména závisí na kvalitě lidského kapitálu tvůrců finanční a ekonomické reformy a jejich schopnosti prosadit do praxe nezbytné systémové prvky moderního finančního trhu, vytvářející předpoklady pro jeho efektivní fungování.

Literatura

- [1] APFČR (2009): *Zhodnocení prostředků účastníků penzijního pojištění rok 1995 až 2009*. [on-line], Praha, Asociace penzijních fondů České republiky, c2009, [cit. 13. 9. 2012], <<http://www.apfcr.cz/vybrane-ekonomicke-ukazatele/zhodnoceni-prostredku-ucastniku-pp-rok-1995-az-2009.html>>.
- [2] ČSÚ (2012): *Míra inflace*. [on-line], Praha, Český statistický úřad, c2012, [cit. 13. 9. 2012], <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>.
- [3] Davis, E. P. (1995): *Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective*. Oxford, Clarendon Press, 1995.
- [4] MFČR (2010): *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2009*. [on-line], Praha, Ministerstvo financí České republiky, c2010, s. 28-29, [cit. 13. 9. 2012], <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Zprava_o_vyvoji_FT_v_roce_2009_pdf.pdf>.
- [5] MFČR (2011): *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2010*. [on-line], Praha, Ministerstvo financí České republiky, c2011, s. 29, s. 34, [cit. 13. 9. 2012], <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/FT_Rocni_Zprava_o_vyvoji_FT_v_2010.pdf>.
- [6] MFČR (2012): *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2011*. [on-line], Praha, Ministerstvo financí České republiky, c2012, s. 32-33, s. 68, [cit. 13. 9. 2012], <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/FT_Zprava_o_FT_v_roce_2011_v02_04092012_CZ.pdf>.
- [7] OECD (2006): *Pension Markets in Focus*. [on-line], Paris, OECD, c2006, s. 4-6, [cit. 13. 9. 2012], <<http://www.oecd.org/insurance/privatepensions/37528620.pdf>>.
- [8] OECD (2010): *Pension Markets in Focus*. [on-line], Paris, OECD, c2010, s. 14, [cit. 13. 9. 2012], <<http://www.oecd.org/insurance/privatepensions/45637367.pdf>>.
- [9] OECD (2011): *Pension Markets in Focus*. [on-line], Paris, OECD, c2011, s. 7, [cit. 13. 9. 2012], <<http://www.oecd.org/insurance/privatepensions/48438405.pdf>>.
- [10] OECD (2012a): *Stat Extracts. Pensions, Funded Pensions Indicators: Assets Allocation, 2010*. [on-line], Paris, OECD, c2012, [cit. 13. 9. 2012], <<http://stats.oecd.org>>.

- [11]OECD (2012b): *Stat Extracts. Pensions, Funded Pensions Indicators: Operating Expenses as a % of Total Assets*. [on-line], Paris, OECD, c2012, [cit. 13. 9. 2012], <<http://stats.oecd.org>>.
- [12]World Bank (1994): *Averting the Old Age Crisis*. [on-line], Washington, D. C., World Bank, c1994, [cit. 13. 9. 2012], <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSPContentServer/WDSP/IB/1994/09/01/000009265_3970311123336/Rendered/PDF/multi_page.pdf>.

Penzijní versus účastnické fondy

Petr Musílek

ABSTRAKT

Cílem příspěvku není pouze vysvětlit postavení penzijních fondů na globálních kapitálových trzích, ale také zhodnotit efektivnost správy penzijních portfolií. Nepříznivý demografický vývoj, rostoucí zadluženost veřejného sektoru a dospělost průběžného systému financování důchodů směřuje stále k většímu významu kapitalizovaných fondů v moderním důchodovém systému. Jádrem příspěvku je věnováno výkonnosti českých penzijních fondů, které používají neobvyklý příspěvkový penzijní plán s garancí nulového výnosu. Tento typ penzijního plánu způsobuje nadměrně konzervativní investiční politiku, což se projevuje v záporné reálné výkonnosti penzijních portfolií. Řešením institucionální chyby je odstranění garance nulového výnosu a vytvoření zcela nového segmentu v rámci III. pilíře, a to ve formě účastnických fondů.

Klíčová slova: Penzijní fondy; Výkonnost penzijních fondů; Garance nulového výnosu; Účastnické fondy.

Pension versus Participating Funds

ABSTRACT

The aim of this paper is not only to explain the role of pension funds on the global capital markets, but also to evaluate how effectively the pension funds manage entrusted retirement savings. Owing to population ageing and the debt problems of the most developed countries, as well as maturing of existing pay-as-you-go systems, there is a widespread trend in the OECD countries towards capitalized pension funds in the modern retirement system. Particular attention will be paid to the performance of pension funds in the Czech supplementary pension insurance system, which is characterized by the existence of unusual zero yield guarantee. However, the zero yield guarantee causes excessively conservative behavior of portfolio managers, which leads to negative real rates of return. The solution of institutional mistake is to eliminate the zero yield guarantee and create a new segment in the 3rd pillar in the form of participating funds.

Key words: Pension funds; Pension funds performance; Supplementary pension insurance; Zero yield guarantee; Participating funds.

JEL classification: G23.