

# Nedokonalý kapitalizovaný pilíř českého důchodového systému<sup>#</sup>

*Petr Musílek\**

## Úvod

Cílem příspěvku je vysvětlit institucionální uspořádání II. pilíře českého důchodového systému a kriticky analyzovat jeho nedostatky. V závěrečné části článku pak bude navržen kapitalizovaný model důchodového systému, který nejenže dlouhodobě a úspěšně funguje již v několika vyspělých státech, ale také představuje jednu z možností moderního uspořádání důchodového systému v České republice. Dostatečně kapitalizovaný důchodový systém je dlouhodobým předpokladem pro zajištění přiměřené životní úrovně osob v důchodovém věku.

## Důchodové spoření

Současný český důchodový systém má charakter tří-pilířového systému, přičemž zcela dominantní je obligatorní státní důchodové pojištění financované průběžným způsobem. Financování státního důchodového pilíře je však stále více nad možnosti veřejných financí. Reformované penzijní připojištění jako třetí pilíř důchodového systému je pouze dobrovolným a doplňkovým způsobem financování osob v neproduktivním věku. Do tohoto třetího pilíře je sice zapojeno více než 5 miliónů osob, avšak jejich výše měsíčních penzijních příspěvků je na tak nízké úrovni, že vůbec nepřispívá k řešení blížící se důchodové krize. Kromě toho od začátku roku 2013 vznikl v České republice dobrovolný kapitalizovaný II. pilíř důchodového systému ve formě důchodového spoření, a to na principu opt-out, což znamená, že každý občan se může částečně vyvázat ze státního důchodového systému (I. pilíř), a to tím, že 3 % z povinných plateb na sociální pojištění si převede do soukromého důchodového fondu, spravovaného penzijní společností. Přirozeně platí, že budoucí státní důchod se pak o tyto vyvedené prostředky přiměřeně sníží. K této částce však musí účastník II. pilíře dodatečně investovat další 2 % ze základu na povinné platby na sociální pojištění. Rozhodnutí o zapojení do II. systému je definitivní a nelze již z tohoto pilíře nikdy vystoupit. Do II. pilíře je možné vstoupit kdykoliv do věku 35 let, přičemž starší osoby mohly vstoupit pouze do konce června 2013.

II. pilíř českého důchodového systému zejména upravuje Zákon o důchodovém spoření (2011), přičemž důchodové spoření představuje shromažďování a umisťování prostředků do důchodových fondů, které jsou obhospodařovány penzijní společností včetně převodu prostředků účastníka. Důchodové spoření může podle zákonné úpravy provozovat pouze penzijní společnost, disponující minimálně kapitálem ve výši 300 mil. Kč. Licencovaná penzijní společnost pak musí do dvou let ode dne udělení k povolení k vytváření důchodových fondů získat minimálně 50 tisíc účastníků, a to ve všech obhospodařovaných důchodových fondech. Z podrobnější analýzy legislativní úpravy důchodových fondů je evidentní, že se jedná o směsici institucionálních prvků z různých druhů právních norem, které upravují poskytování licencovaných finančních služeb. Především se jedná o povinnosti

---

<sup>#</sup> 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.

<sup>\*</sup> 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>.

institucí kolektivního investování (např. informační povinnosti nebo sdělení klíčových informací účastníkům) nebo obchodníků s cennými papíry (např. důchodové doporučení). Po získání licence od České národní banky může penzijní společnost obhospodařovat důchodové fondy, do kterých jsou shromažďovány a umísťovány prostředky účastníků důchodového spoření. Důchodové fondy nemají vlastní právní subjektivitu, přičemž penzijní společnost majetek v důchodových fondech obhospodařuje svým jménem, avšak na účet účastníků. Je nutné si uvědomit, že platí kanonické pravidlo, že majetek v důchodových fondech nesmí být součástí majetku penzijní společnosti, která jej má pouze svěřen do správy.

Důležitým znakem II. pilíře českého důchodového systému je nejen existence jednotné registrace účastníků důchodových fondů, a to ve formě centrálního registru smluv, který zajišťuje Generální finanční ředitelství, ale i centralizovaného výběru prostředků od účastníků I. a II. pilíře (v letech 2013 až 2014, resp. 2015 funguje provizorní systém zajišťovaný ministerstvem financí, který bude od roku 2015, resp. 2016 nahrazen Jednotným inkasním místem) a následné hromadné distribuce peněžních prostředků příslušným penzijním společností. Účastník ve smlouvě o důchodovém spoření určí strategii spoření, kterou lze kdykoliv změnit. Pokud účastník změni strategii pouze jednou za rok, tak tato změna není zpoplatněna. Penzijní společnost je současně povinna nabídnout účastníkům strategie spoření ve formě životních investičních cyklů (s výjimkou prostředků účastníka, které jsou umístěny v důchodovém fondu státních dluhopisů nebo v situaci, kdy účastník písemně strategii životních investičních cyklů odmítne), přičemž alokace prostředků účastníka se mění v jednotlivých důchodových fondech podle věku, a to následujícím způsobem: 10 let před dosažením důchodového věku: konzervativní nebo vyvážený důchodový fond; 9 let před dosažením důchodového věku: konzervativní nebo vyvážený důchodový fond, avšak nejméně 20 % v konzervativním fondu; 8 let před dosažením důchodového věku: konzervativní nebo vyvážený důchodový fond, avšak nejméně 40 % v konzervativním fondu; 7 let před dosažením důchodového věku: konzervativní nebo vyvážený důchodový fond, avšak nejméně 60 % v konzervativním fondu; 6 let před dosažením důchodového věku: konzervativní nebo vyvážený důchodový fond, avšak nejméně 80 % v konzervativním fondu; 5 let před dosažením důchodového věku: 100 % konzervativní vyvážený důchodový fond.

Elementárním principem II. pilíře důchodového systému je výrazné oddělení spořicí fáze (je vždy předmětem dědictví) a výplatní fáze, přičemž pojistnou smlouvu o pojištění důchodu může uzavřít pouze licencovaná životní pojišťovna na území ČR. Penzijní společnost vede pro každého účastníka osobní důchodový účet, skládající se z peněžního podúčtu (zejména evidované zaplacené pojistné) a majetkového podúčtu, kam se připisují důchodové jednotky, jež vyjadřují podíl na majetku důchodového fondu. Jak již bylo uvedeno, důchodový fond je bez vlastní právní subjektivity, přičemž povinně musí nabízet klientům investování do důchodového fondu státních dluhopisů (DFSD), konzervativního důchodového fondu (KDF), vyváženého důchodového fondu (VDF) nebo dynamického důchodového fondu (DDF). Jednotlivé druhy důchodových fondů se především liší možnostmi investování do různých přípustných investičních aktiv a stanovenými investičními limity, z čehož vyplývá i odlišná expozice k investičnímu riziku. V následujícím přehledu shrneme základní rozdíly mezi investičními politikami obligatorně nabízených důchodových fondů:

- Investiční politika DFSD: české a zahraniční bonitní dluhopisy (5 nejlepších ratingových kategorií) ze skupiny zemí Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD), dluhopisů Evropského fondu finanční stability (EFFS), Evropské centrální banky (ECB), Evropské investiční banky (EIB), Světové banky (SB), Mezinárodního měnového fondu (MMF) nebo jiných mezinárodních finančních institucí, jejichž instrumenty mají státní garanci; české nástroje peněžního trhu, vklady

se splatností do 2 let; průměrná vážená splatnost portfolia musí být menší než 5 let a současně musí být důchodový fond plně zajištěn proti měnovému riziku.

- Investiční politika KDF: přípustná je investiční politika DFSD a dále mohou až 30 % portfolia investovat do fondů peněžního trhu; průměrná vážená splatnost portfolia musí být menší než 5 let a současně musí být důchodový fond plně zajištěn proti měnovému riziku.
- Investiční politika VDF: přípustná je investiční politika KDF (je povoleno investovat do dluhopisů 7 nejlepších ratingových kategorií) a navíc mohou až 40 % portfolia investovat do akcií a standardních fondů; měnově nezajištěný majetek může tvořit nejvýše 25 % hodnoty portfolia důchodového fondu.
- Investiční politika DDF: opět je přípustná investiční politika VDF (možnost investovat až do 9 nejlepších ratingových kategorií dluhopisů), přičemž mohou investovat až 80 % portfolia do akcií a fondů; měnově nezajištěný majetek může tvořit nejvýše 50 % hodnoty portfolia důchodového fondu.

Investiční limity pro přípustná aktiva důchodových fondů vycházejí z tradiční úpravy pro standardní fondy kolektivního investování, avšak používají přísnější pravidla diverzifikace rizika, což znamená, že důchodové fondy mohou dlouhodobě pořizovat do portfolia investiční cenné papíry a nástroje peněžního trhu vydané jednou osobou, a to maximálně do 5 % hodnoty majetku fondu. Lhůta pro oceňování investičních nástrojů v majetku důchodového fondu nesmí být delší než 1 týden, přičemž pro oceňování majetku a závazků důchodového fondu se používá koncept reálné hodnoty.

Nárok na důchodovou dávku v rámci II. pilíře získává účastník až v okamžiku přiznání důchodu z I. pilíře, přičemž dávky bude vyplácet životní pojišťovna, kterou si účastník vybere a do které pak penzijní společnosti převedou příslušný penzijní majetek. Účastník důchodového spoření má volbu mezi doživotním starobním důchodem, doživotním starobním důchodem se sjednanou výplatou pozůstalostního důchodu po dobu 3 let nebo starobním důchodem na 20 let. Značný vliv na volbu důchodové dávky může mít nejen daňový systém, který v současné době zvýhodňuje doživotní penzi oproti ostatním dávkám, ale také způsob dědění při úmrtí. Jestliže účastník důchodového spoření zemře v akumulační fázi, je veškerý penzijní majetek předmětem dědictví. Oprávněná osoba obdrží zděděný penzijní majetek buď v peněžní podobě (pokud není účastníkem důchodového spoření), nebo pouze ve formě převodu na důchodový účet, a to v situaci, kdy je sama účastníkem důchodového spoření. Jestliže oprávněná osoba je nezletilá, pak zděděný penzijní majetek je vyplacen ve formě sirotčího důchodu na dobu 5 let. Nakládání s penzijním majetkem po zemřelém účastníku důchodového spoření v období výplatní fáze závisí na druhu vyplácené důchodové dávky. Pokud účastník pobíral doživotní penzi, pak nevyplacené dávky nejsou předmětem dědictví. Naopak předmětem dědictví se stávají nevyplacené dávky starobního důchodu na 20 let nebo doživotního starobního důchodu se sjednanou výplatou pozůstalostního důchodu po dobu 3 let.

## **Klíčové nedostatky II. pilíře**

Za velmi krátkou dobu fungování II. pilíře českého důchodového systému se rychle projeví jeho základní nedostatky, mezi které zejména patří rozsáhlý výskyt informační asymetrie, dobrovolnost vstupu do systému, nestabilita systému, nízká konkurenční schopnost produktu, nepropracovaná výplatní fáze a složitá administrace systému.

Nově koncipovaný II. pilíř českého důchodového systému se zatím potýká s obrovským nezájmem široké veřejnosti, poněvadž do konce září 2013 uzavřelo smlouvu o důchodovém spoření s některou z šesti licencovaných penzijních společností (Allianz penzijní společnost, ČSOB Penzijní společnost, KB Penzijní společnost, Penzijní společnost České pojišťovny,

Penzijní společnost České spořitelny nebo Raiffeisen penzijní společnost) pouhých 82 tisíc účastníků, přičemž samy penzijní společnosti předpokládaly, že počet uzavřených důchodových smluv se bude pohybovat minimálně kolem 500 tisíc. Z dostupných údajů je zřejmé, že důchodové spoření je zatím obtížně prodejný finanční produkt, což je zejména způsobeno výskytem informační asymetrie potenciálních účastníků II. kapitalizovaného pilíře. Nejen tvůrcům důchodové reformy, ale ani penzijním společnostem se dosud nepodařilo najít způsob, jak snížit informační asymetrii a současně široké veřejnosti srozumitelně vysvětlit důvody vytvoření II. pilíře, přičemž mezi základní patří:

1. Vytvoření robustního penzijně-investičního systému, umožňujícího přenášet a reálně rozmnožovat spotřebu v čase tím, že část příjmů není v období produktivního věku spotřebována, ale je akumulována v investičních instrumentech a použita v neproduktivní fázi životního cyklu, kdy začne výrazně klesat nebo se zcela zastaví výdělková schopnost starších osob.
2. Jeden ze způsobů řešení nepříznivého vlivu demografického vývoje na průběžně financované státní důchodové systémy.
3. Stimulace podpory tvorby dlouhodobých úspor (např. Feldstein, 1976; Munnell – Yohn, 1992, s. 105-114 nebo Bailliu – Reisin, 1997, s. 6), což se zejména pozitivně projevuje v situaci, pokud jsou kapitálově financované důchodové systémy obligatorní, podporovány daňovými výhodami a současně existují omezení pro realizaci výpůjček krytých akumulovanými penzijními úsporami.
4. Podpora alokační, informační a operační efektivity finančních trhů (např. Revenda, 2011).

Je samozřejmé, že kapitálově financované systémy přinášejí nebo dokonce i zvyšují určitá rizika, přičemž mezi nejdůležitější patří:

1. Výrazné zvýšení sensitivity účastníků kapitálově financovaných důchodových systémů na vývoj investičně-pojistných rizik. Nejen tržní hodnota důchodového portfolia, ale i budoucí hodnota důchodových dávek je výrazně ovlivněna vývojem fundamentálních kurzotvorných veličin, výnosností investičních instrumentů, chováním investičního publika, výkonností správců portfolia důchodových institucí, operační efektivity kapitalizovaného důchodového systému a nejistou délkou života, po kterou bude účastník čerpat důchodové dávky.
2. Snížení mezigenerační a sociální solidarity, kdy odpovědnost za důchodové zabezpečení je v rozhodující míře přesunuta na jednotlivce, jehož rozhodování může být negativně ovlivněno tržními selháními (např. výskytem informační asymetrie, rozšířením záporných externalit a nediverzifikovatelností některých investičních rizik) nebo nepoctivými obchodními praktikami správců důchodových úspor a finančních zprostředkovatelů.
3. Nenulové náklady na zavedení systému, vytvoření a správu penzijních společností a důchodových fondů a jejich regulaci a dohled.

Klíčovým nedostatkem II. pilíře českého důchodového systému je **dobrovolný vstup** do systému. Ve většině vyspělých států sice také existuje dobrovolný systém účasti v kapitalizovaných penzijních systémech, avšak v těchto státech převládá institucionální uspořádání penzijních institucí v zaměstnanecké formě (např. USA, Velká Británie nebo Nizozemsko). Naopak důchodové fondy v České republice jsou koncipovány ve formě nezávislých finančních institucí. Korporace nebo odvětvová sdružení ve vyspělých státech vytvářejí pro své zaměstnance penzijní fondy, do kterých přispívají jak zaměstnanci, tak zaměstnavatelé, přičemž příspěvky do určité výše jsou obvykle daňově uznatelným nákladem. Mezi výhody zaměstnaneckých penzijních fondů zejména patří nízký stupeň informační

asymetrie, možnosti využití vynuceného zaměstnaneckého penzijního investování, nízké náklady zastoupení a poměrně nízké administrativní a marketingové náklady. Mezi největší nevýhody zaměstnaneckých penzijních fondů patří zejména omezená převoditelnost penzijních nároků, což negativně ovlivňuje mobilitu pracovních sil a riziko rozšíření finanční nákazy z problémové firmy (sponzora) i na aktiva penzijního fondu, jestliže se sponzor dostane do určitých finančních problémů, poněvadž existuje nebezpečí ovlivňování investiční strategie fondu ze strany manažerů zaměstnavatele. Portfolia zaměstnaneckých penzijních fondů nejsou zpravidla přímo spravována zaměstnavatelem, ale tato činnost je svěřována profesionálním správcům aktiv. Jsme toho názoru, že v případě volby institucionálního uspořádání důchodových fondů ve formě nezávislých finančních institucí v rámci II. pilíře českého důchodového systému je pak nezbytné současně zavést **povinný systém** zapojení občanů, což také doporučují jak Světová banka (World Bank, 1994, s. 44-49), tak i Holzmann a Hinz (2005, s. 42). Povinný systém se používá např. ve Švýcarsku, Polsku nebo v Chile. Rovněž jsme toho názoru, že povinné systémy umožňují výrazně snížit podíl státního pilíře financovaného průběžným způsobem, podporují nárůst agregátních úspor, dovolují omezit daňové stimuly tvorby penzijních úspor a vytvářejí předpoklady pro jednoduchou přenositelnost penzijních nároků, což má pak pozitivní dopad i na mobilitu pracovních sil.

Předpokladem efektivně fungujícího kapitalizovaného důchodové pilíře musí být dlouhodobá stabilita jeho institucionálního uspořádání. Systém je nutné koncipovat na základě širokého konsensu veřejnosti, politických reprezentantů a odborníků na penzijní finance a ukotvit ho v základních ústavních dokumentech. Pouze široká a dlouhodobá podpora kapitalizovaného systému ze strany veřejně činných a uznávaných osob může vyslat potenciálním účastníkům signál, že vstup do stabilního a perspektivního kapitalizovaného důchodového systému je jednou z cest, jak se dlouhodobě připravovat na finanční situaci v postproduktivním období. Bohužel II. pilíř českého důchodového systému nevznikl na základě širokého konsensu, ale byl „protlačován“ jednotlivými fázemi legislativního procesu s velkými obtížemi a obvykle pouze těsnou většinou, a to často jen díky významným úpravám oproti předchozím schváleným předlohám (např. změna formy účasti z obligatorní na fakultativní, nákladové limity, způsoby distribuce produktu důchodového spoření, participace státu v systému atd.). Tím vzniklo velmi **nestabilní a křehké institucionální uspořádání II. pilíře** českého důchodového systému, které se stalo předmětem tvrdého politického marketingu, který vyúsťuje až v nepochopitelnou hrozbu zrušení celého systému. Výsledkem nepovedeného procesu utváření II. pilíře je velmi nízká důvěra široké veřejnosti, což se projevuje v minimální poptávce po tomto novém důchodovém produktu.

Operační efektivnost provozovatelů českých důchodových fondů není primárně založena na rivalitě jednotlivých fondů, ale tvůrci II. pilíře důchodového systému evidentně preferují administrativní přístup. Pravděpodobně je tento přístup inspirován dlouhodobými zkušenostmi s fungováním soukromých penzijních fondů v Chile, kde původní představa, že dostatečný počet fondů automaticky povede k operační efektivnosti, se zcela nenaplnila. A proto byl v Chile vedle systému tržní konkurence penzijních fondů i postupně implementován administrativní přístup, což po určité době skutečně vedlo ke zvýšení operační efektivnosti kapitalizovaného pilíře. Obdobný přístup je také zvolen i v II. pilíři českého důchodového systému. Jsme však toho názoru, že se jedná až o velmi přísnou regulaci úplaty za obhospodařování portfolia, poněvadž nákladové limity jsou následující: DFSD: 0,3 % z průměrné hodnoty vlastního kapitálu; KDF: 0,4 %; VDF: 0,5 % a DDF: 0,6, přičemž KDF, VDF a DDF navíc mají nárok i na úplatu za zhodnocení majetku (max. 10 % z rozdílu průměrné roční hodnoty důchodové jednotky v příslušném období a nejvyšší průměrné hodnoty důchodové jednotky v letech předcházejících příslušnému období od vzniku důchodového fondu vynásobené průměrným ročním počtem důchodových jednotek). Navíc je zavedena i velmi

restriktivní regulace dalších nákladů důchodových fondů. Např. náklady důchodových fondů na reklamu nesmí převýšit 1000 násobek průměrné mzdy v národním hospodářství, přičemž v prvním roce se jedná o 3000 násobek. Rovněž jsou striktně regulovány také různé druhy poplatků. Jedná se např. o limity za změnu investiční strategie (max. 500 Kč), přestup k jiné penzijní společnosti (max. 800 Kč) nebo zprostředkování získání účastníka (max. 3,5 % průměrné mzdy). Velmi přísná regulace nákladů způsobila, že jak univerzální finanční skupiny, tak ani finanční zprostředkovatelé nejsou příliš finančně zainteresováni na propagaci a distribuci produktů důchodového spoření a preferují spíše jiné finanční produkty, které jsou pro ně ziskovější.

Institucionální uspořádání II. pilíře českého důchodového pilíře vychází zejména z principů kolektivního investování, aplikovaných na vytváření a provozování standardních fondů. V legislativní úpravě je velmi podrobně upraven postup vytváření a provozování penzijních společností a důchodových fondů a jejich dohled ze strany České národní banky. Regulace a dohled II. pilíře vychází z detailního přístupu. Detailní model regulace a dohledu důchodových institucí převládá v kontinentální Evropě nebo na nově vznikajících trzích v Latinské Americe. Např. Queisser (1998, s. 10) uvádí, že „...V kontextu nově vznikajících kapitálových trhů, kde se finanční infrastruktura pouze postupně rozvíjí a kde účastníci penzijních fondů nejsou dostatečně vytrénováni v oblasti investičního rozhodování, detailní regulatorní přístup je nejen oprávněn, ale podle názorů mnoha expertů zcela nevyhnutelný ...“. Empirické výzkumy z vyspělých penzijních trhů však ukazují, že penzijní instituce, které podléhají obezřetnostní regulaci, dosahují podstatně vyšší reálné výnosové míry než penzijní fondy regulované na základě detailních pravidel. Podrobná institucionální pravidla vytváření a provozování českých důchodových fondů se však téměř výlučně týkají akumulací fáze. V modelu institucionálního uspořádání českých důchodových fondů dosud prakticky absentuje stanovení přístupu k regulaci a dohledu poskytovatelů produktů důchodového spoření ve **výplatní fázi**, což nejenže podstatně snižuje transparentnost celého důchodového spoření, ale prakticky znemožňuje finančně modelovat pro různé věkové, příjmové a rizikové averzní skupiny očekávanou výkonnost penzijních aktiv.

V posledních letech je poměrně široká odborná diskuse (např. Orszag – Stiglitz, 2001 nebo Musalem – Palacios, 2004, s. 8-30) o tom, zda kapitalizovaný penzijní pilíř má být organizován decentralizovaným nebo kombinovaným způsobem. Decentralizovaný způsob je založen na konkurenci mezi jednotlivými soukromými penzijními fondy, které se snaží tržním způsobem získávat lukrativní klienty. Na tomto způsobu funguje nejen např. americký, britský, chilský nebo maďarský systém penzijních fondů, ale také i důchodové fondy v rámci II. pilíře českého penzijního systému. Naopak kombinovaný způsob (někdy vystupující pod názvem Public Private Partnership) je založen na centrální (zpravidla státní) realizaci některých činností (např. komunikace s klienty, výběr příspěvků, evidence majetku, informační povinnost vůči klientům) s decentralizovaným způsobem správy portfolia, delegované na soukromé portfolio manažery, kteří však neznají jednotlivé klienty. Hlavním cílem kombinovaného způsobu je výrazně snížit operační náklady (zejména marketingové náklady na získávání nových klientů) při současném zachování profesionální správy penzijních aktiv. Kombinovaný způsob administrace kapitalizovaného pilíře se v současné době používá např. ve Švédsku.

## Kapitalizace důchodového systému

Soudobý stav poznání v oblasti penzijních financí vůbec nepochybuje, že stávající model důchodového systému je České republice dlouhodobě neudržitelný. Pokud se nebudeme chtít dostat do obrovských problémů s veřejnými financemi, je zcela nezbytné, aby v České republice bylo přistoupeno k efektivní a sociálně únosné radikální modernizaci celého důchodového systému. Nemůže se však jednat pouze o parametrickou reformu současného

důchodového systému doplněnou o dobrovolnou účast v kapitalizovaných systémech, ale musí se vytvořit takový důchodový systém, který bude stabilně, výrazně a dlouhodobě stimulovat tvorbu nového penzijního kapitálu. Domníváme se, že moderní model českého důchodového systému by měl mít charakter **multi-pilířového systému**, skládajícího se z rodinného průběžného financování (0.pilíř), státního důchodového systému financovaného průběžným způsobem (1.pilíř), obligatorního penzijně–investičního systému, financovaného kapitalizovaným způsobem (2.pilíř) a dobrovolného kombinovaného penzijního systému financovaného kapitalizovaným způsobem (3.pilíř). Tento multi-pilířový systém umožní nejen diverzifikaci rizik, která vyplývají z jednotlivých pilířů (rodinné financování – riziko rozpadu rodiny; státní důchodový pilíř financovaný průběžným způsobem – demografická, ekonomická a politická rizika; soukromé pilíře financované kapitalizovaným způsobem – investiční rizika, riziko úpadku poskytovatelů finančních služeb a nepoctivé praktiky), ale i fiskální stabilizaci veřejných financí a zejména tvorbu dlouhodobého domácího kapitálu. Přehled jednotlivých pilířů důchodového systému znázorňuje tabulka 1.

**Tab. 1: Srovnání důchodových pilířů**

Důchodové pilíře	Redistribuce	Úspory	Pojistné krytí	Efektivnost	Rizika
<b>Rodinný pilíř</b>	Ano	Ne	Ano	Částečně ano	Rozpad rodiny.
<b>Individuální pilíř</b>	Ne	Ano	Někdy	Částečně ano	Finanční ngramotnost, investiční rizika, úpadky finančních institucí a jejich nepoctivé praktiky.
<b>Státní průběžný pilíř</b>	Ano	Ne	Ano	Ano, ale pouze za určitých podmínek	Demografická, politická a ekonomická rizika.
<b>Kapitálový pilíř</b>	Ne	Ano	Částečně ano	Ano	Investiční rizika, úpadek správce penzijních úspor nebo instituce poskytující doživotní rentu či jiné plnění a nepoctivé praktiky finančních institucí.

Zdroj: vlastní.

Stát obvykle nese zodpovědnost za státní důchodový systém financovaný průběžným způsobem a za vytváření podmínek pro efektivní fungování kapitálově financovaných důchodových systémů. Poměr mezi průběžným a kapitálovým financováním pak závisí na kombinaci ekonomických a sociálních hledisek. Pokud bychom se měli rozhodovat pouze z ekonomicko-finančního hlediska, pak volba mezi systémem průběžného a kapitálového financování závisí na pravidlu Aarona (1966), které tvrdí, že průběžný systém je efektivnější, jestliže součet tempa růstu reálných příjmů obyvatelstva a tempa růstu populace je vyšší, než kolik činí reálná výnosová míra z investičního portfolia. Ve většině vyspělých států od 70. let do konce minulého století reálná výnosová míra z investičního portfolia zpravidla převyšovala součet tempa růstu reálných příjmů obyvatelstva a tempa růstu populace, což znamenalo, že z ekonomicko-finančního hlediska bylo efektivnější redukovat systém průběžného financování a postupně ho nahrazovat systémem kapitalizovaného financování, což vedlo k velké popularitě důchodových reforem zavádějících kapitalizované pilíře.

V moderním důchodovém systému (a doufejme i v budoucím českém důchodovém systému) by významnou roli měly hrát soukromé systémy, a to nejen ve formě obligatorních a dobrovolných kapitalizovaných systémů, ale i ve formě robustnějšího rodinného průběžného pilíře (**0. pilíř**), podporovaného daňovými asignacemi a sociálními a zaměstnaneckými opatřeními. Rodinný pilíř by měl pozitivně ovlivňovat nejen soudržnost a vzájemnou solidaritu rodinných příslušníků, ale především vytvářet podmínky pro příznivější poměr mezi příjemci a plátcí do průběžného důchodového systému. Rodinný pilíř je obvykle založen pouze na neformálním uspořádání, kdy starší osoby se spoléhají nejen na vlastní výdělkovou schopnost, ale zejména v jejich pokročilejším věku finanční odpovědnost přejímají mladší členové rodiny. Velkým rizikem je však možnost masového rozšíření chudoby mezi starší obyvatelstvo. Výrazně redukovaný státní důchodový systém (**I. pilíř**) by měl zabezpečovat redistribuci peněžních prostředků nejen mezi daňově aktivními a neaktivními generacemi, ale také mezi bohatými a chudými občany. Tuto redistribuční funkci důchodového systému lze dosáhnout za nízkých operačních nákladů výplatou **rovných (jednotných) důchodových dávek** přímo ze státního rozpočtu bez ohledu na výši minulých výdělků oprávněných osob. Mezi největší výhody státního důchodového systému financovaného průběžným způsobem obvykle patří nízké administrativní náklady, nízký stupeň informační asymetrie a minimální vliv výkyvů na finančních trzích na životní úroveň osob v důchodovém věku. Naopak mezi největší nevýhody státního důchodového systému financovaného průběžným způsobem patří nebezpečí změn podmínek systému státního důchodového zabezpečení na základě politických rozhodnutí, nebezpečí vzniku deficitu, jestliže v důsledku stárnutí populace klesají příjmy státního rozpočtu a rostou jeho výdaje, destimulace tvorby soukromých penzijních úspor, zvyšování nákladů na pracovní sílu, což zvyšuje nezaměstnanost a potlačování rozvoje finančního trhu.

Stávající II. pilíř důchodového systému je nezbytné v České republice dotvořit tak, aby byl založen na **povinné účasti**. Základním cílem povinného kapitalizovaného pilíře je totiž řešení nepříznivého dopadu demografického vývoje na veřejné finance, zvýšení finanční nezávislosti občanů i v období nevýdělečného věku, přenášení spotřeby v čase, podpora vzestupu dlouhodobých agregátních úspor (a investic) a rozvoj finančních trhů s pozitivním vlivem na ekonomický růst a životní úroveň. Některé negativní stránky kapitálově financovaného systému (zejména investiční rizika účastníků, tržní selhávání, nenulové operační náklady, snižování flexibility trhu práce a nepoctivé obchodní praktiky finančních zprostředkovatelů) lze do určité míry omezit vhodně zvoleným modelem institucionálního uspořádání kapitalizovaného pilíře a efektivním, dynamickým a chytrým systémem regulace a dohledu nad penzijními společnostmi a důchodovými fondy. Je smysluplné, že nezávislé penzijní společnosti finančního typu jsou základem druhého důchodového pilíře, poněvadž umožňují jednoduchou převoditelnost penzijních nároků, přispívají k rozvoji finančních trhů, neovlivňují negativně trh práce a nepodléhají politickým vlivům. Nezávislostí penzijních společností rozumíme jejich nepropojenost se zaměstnavateli či zaměstnavatelskými svazy. V žádném případě nedoporučujeme omezovat úzké propojení penzijních společností s bankami, životními pojišťovnami, investičními prostředníky nebo institucemi kolektivního investování. Je nutné rovněž důkladně prozkoumat, zda do systému soukromých a vzájemně si konkurujících penzijních společností a důchodových fondů nelze zapojit i veřejný sektor (buď jako administrátora kapitalizovaného systému nebo jako jednoho z účastníků penzijně – investičního systému). Povinnou účast v II. pilíři je vhodné zavést rozsáhle, a to v poměrně krátkém období tak, že vymezené věkové skupiny občanů budou mít povinnost uzavřít pod hrozbou finanční sankce s vybranou penzijní společností smlouvu o důchodovém spoření, přičemž měsíční minimální příspěvky výdělečných osob by měly činit minimálně 5 % ze základu na povinné platby na sociální pojištění s postupným navyšováním až na cílovou hodnotu ve výši 10 %, a to při zachování současného systému opt-out ve výši 3 % z povinných plateb na sociální pojištění. Možnost disponování účastníků s důchodovým



majetkem v II. pilíři je nutné ponechat až po dosažení stanoveného důchodového věku, avšak doporučujeme výrazně rozšířit formy (např. jednorázový výběr, nákup doživotní anuity, kombinace anuity a dílčích výběrů, nákup fondů kolektivního investování atd.), než je tomu v současné době, což totiž výrazně zvýší svobodu finančně-penzijní volby, respektující majetkové, důchodové, zdravotní a rodinné odlišnosti heterogenních účastníků. Rovněž by měla být důkladně propracována ochrana účastníků důchodového spoření v období ukončení akumulací fáze a přechodu do výplatní fáze. Penzijní společnost by měla i nadále povinnost vytvářet fondy s definovaným příspěvkem, které negarantují určitou výši penzijních dávek, poněvadž jejich výše závisí na tržní hodnotě důchodových úspor. Hodnota penzijních aktiv je individuálně evidována na účtech jednotlivých členů. Svoji podstatou se penzijní plány s definovaným příspěvkem velmi podobají instrumentům kolektivního investování. Výhodou těchto penzijních plánů jsou poměrně nízké regulační náklady a jednoduchá převoditelnost penzijních aktiv. Nevýhodou penzijního plánu s definovaným příspěvkem je skutečnost, že veškerá investiční rizika nese účastník penzijního plánu, což se někdy odráží ve velmi rizikově averzní investiční strategii správců penzijních portfolií. Každá licencovaná penzijní společnost by mohla nabídnout oproti stávajícím čtyřem důchodovým fondům pouze dva důchodové fondy: **konzervativní důchodový fond**, vytvářející své portfolio především z domácích a zahraničních vysoce bonitních úrokových instrumentů nebo méně rizikových instrumentů kolektivního investování; **rizikový důchodový fond**, investující do domácích a zahraničních rizikových investičních instrumentů (např. akcie, akciové fondy, burzovně obchodované fondy, podnikové dluhopisy, rizikovější dluhopisové fondy, komoditní nebo nemovitostní fondy). Současně by bylo vhodné analyzovat, zda by bylo prospěšné, aby se konzervativní či rizikové důchodové fondy (hlavní fondy) dále členily ve svých vnitřních strukturách na dílčí fondy podle životní fáze účastníků (dílčí fondy životních cyklů), což by sloužilo k nahrazení současného složitého systému volby strategií důchodového spoření. Hlavním cílem zjednodušení správy důchodových portfolií je koncentrovat obhospodařování penzijních aktiv, a tím dosáhnout úspory z rozsahu a zvýšit tak operační efektivnost II. důchodového pilíře.

Již zreformovaný III. pilíř českého důchodového systému není potřeba v současné době výrazně měnit, avšak je nutné působit osvětově, aby mladší účastníci začali výrazněji přestupovat z transformovaných fondů penzijního připojištění do nových účastnických fondů bez garance nulového výnosu, což podrobněji rozebírá Musílek (2012). Současně by bylo vhodné, aby III. pilíř byl doplněn i o další penzijní produkty (např. individuální důchodové spoření a investování, životní pojištění, kolektivní investování a nemovitostní investování). Výhodou těchto tradičních způsobů spoření, pojištění nebo investování je zohlednění jedinečných podmínek a motivů (podrobněji Dvořák, 1999). Značným rizikem dobrovolného III. pilíře je však stále převládající iracionální chování rodin, preferující současnou spotřebu a podceňující období stárí, nerozvinutost instrumentů individuálního penzijního spoření, pojištění a investování, výskyt informační asymetrie a nejistota spojená s nebezpečím úpadku poskytovatelů penzijně-investičních produktů.

## Závěr

Příspěvek rozebírá nedokonalé institucionální uspořádání II. pilíře důchodového systému v České republice, který funguje teprve od začátku roku 2013. Za několik málo měsíců fungování II. pilíře českého důchodového systému lze poměrně snadno identifikovat několik zásadních institucionálních nedostatků, přičemž klíčovým problémem je dobrovolnost vstupu do systému. Během složitého procesu vytváření II. důchodového pilíře byla z politických důvodů změněna forma účasti občanů z povinné na dobrovolnou, avšak bez úpravy ostatních podstatných systémových prvků. Ve spojitosti s agresivním politickým marketingem

některých odpůrců kapitalizovaných penzijních pilířů není pak žádným překvapením, že tento penzijně-investiční produkt je velmi obtížně prodejný. Řešením zjevné institucionální chyby v rámci II. pilíře však v žádném případě není jeho zrušení, ale jeho dotvoření tak, že bude zavedena povinná účast vymezených skupin občanů při současné úpravě některých podstatných parametrů kapitalizovaného systému.

### Literatura:

- [1] Aaron, H. J. (1966): *The Social Insurance Paradox*. Canadian Journal of Economic and Political Science, 1966, roč. 14, č. 3, s. 371-374.
- [2] Bailliu, J. – Reisin, H. (1997): *Do Funded Pensions Contribute to Higher Aggregate Savings? A Cross-country Analysis*. Paris, OECD, Technical Papers No. 130, 1997.
- [3] Dvořák, P. (1999): *Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty*. Praha, Linde, 1999.
- [4] Feldstein, M. (1976): *Social Security and Private Saving: The Extended Life Cycle Model*. American Economic Review, 1976, roč. 66, č. 2, s. 77-86.
- [5] Holzmann, R. – Hinz, R. (2005): *Old-Age Income Support in the 21st Century*. [on-line], Washington D. C., World Bank, c2005, [cit.: 29. 8. 2013], <[http://www.egm.org.tr/kutuphane/Old\\_Age\\_Income\\_Support\\_Complete.pdf](http://www.egm.org.tr/kutuphane/Old_Age_Income_Support_Complete.pdf)>.
- [6] Munnell, A. H. – Yohn, F. O. (1992): *What is the Impact of Pensions on Saving?* In: Bodie, Z. – Munnell, A. H. (1992): *Pension and Economy*. Philadelphia, Pension Research Council and University of Pennsylvania Press, 1992.
- [7] Musalem, A. – Palacios, R. (2004): *Public Pension Fund Management*. [on-line], Washington, D. C., World Bank, c2004, [cit.: 29. 8. 2013], <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/14880/302250PAPER0public0pension.pdf?sequence=1>>
- [8] Musílek, P. (2012): *Penzijní versus účastnické fondy*. Český finanční a účetní časopis, 2012, roč. 7, č. 3, s. 6-17.
- [9] Orszag, P. – Stiglitz, J. (2001): *Rethinking Pension Reform*. In: Holzmann, R. – Stiglitz, J.: *New ideas about old age security*. [on-line], Washington, D. C., World Bank, c2001, [cit.: 29. 8. 2013], <<http://digamo.free.fr/holzstg.pdf#page=36>>.
- [10] Queisser, M. (1998): *Regulation and Supervision of Pension Funds: Principles and Practices*. Paris, OECD, 1998.
- [11] Revenda, Z. (2011): *Centrální bankovníctví*. Praha, Management Press, 2011.
- [12] World Bank (1994): *Averting the Old Age Crisis*. Washington, D. C., World Bank, 1994.

## **Nedokonalý kapitalizovaný pilíř důchodového systému**

*Petr Musílek*

### **ABSTRAKT**

Cílem příspěvku není pouze vysvětlit institucionální uspořádání důchodových fondů v českém důchodovém systému, ale zejména zhodnotit jeho dosavadní fungování. 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 systémovým nedostatkům nově koncipovaného II. pilíře, což se projevuje v nedostatečné poptávce občanů po tomto novém finančním produktu. Řešením institucionální chyby je především zavedení povinné účasti v II. pilíři.

**Klíčová slova:** Penzijní systém; Důchodové spoření; Důchodové fondy.

## **Imperfect Capitalized Pillar of Czech Pension System**

### **ABSTRACT**

The aim of this paper is not only to explain the role of retirement funds in the Czech pension system, but also to evaluate how effectively the new system has been working up to now. 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 developed countries moving towards capitalized pension funds in the modern retirement system. Particular attention will be paid to the systematic defects in the II pillar Czech pension system, which is characterized by the insufficient demand for this new financial product. As a solution to the institutional imperfection the participation in the II pillar should be mandatory.

**Key words:** Pension system; Retirement savings; Retirement funds.

**JEL classification:** G23.