

Individuální nebo institucionální správa penzijních úspor?

*Petr Musílek**

Abstrakt:

Příspěvek diskutuje problematiku různých produktů penzijních financí, spravovaných individuálním nebo institucionálním (profesionálním) způsobem. V úvodní části příspěvku jsou rozebrány podrobnější charakteristiky, výhody a rizika nově vytvořeného dlouhodobého investičního produktu. Dále jsou diskutovány penzijní fondy a účastnické fondy jako reprezentanti institucionální správy penzijních úspor. Mimořádná pozornost je věnována negativním dopadům chybné institucionální úpravy na příkladu garance nulového výnosu původních českých penzijních fondů. V závěrečné části příspěvku je diskutována úloha penzijních produktů ve finančním systému.

Klíčová slova: Penzijní produkty; Penzijní fondy; Účastnické fondy; Dlouhodobé investiční produkty.

JEL klasifikace: G23.

1 Úvod

Problematika penzijních financí patří mezi často opomíjená témata v oblasti moderní finanční ekonomie. Kapitalizované penzijní schémata se vyznačují různými institucionálními charakteristikami, což výrazně ovlivňuje nejen zvolený typ investiční politiky, ale zejména výkonnost spravovaných penzijních aktiv a operační efektivnost penzijního systému jako celku. V úvodní části diskusního příspěvku jsou uvedeny podstatné znaky nového českého dlouhodobého investičního produktu, který však v žádném případě nepředstavuje další subsystém III. penzijního pilíře, ale jedná se prakticky pouze o daňovou evidenci investičních instrumentů, které požívají i určitou daňovou podporu. V další části textu je pozornost věnována původnímu dobrovolnému kapitalizovanému pilíři. V následující části článku je diskuse zaměřena na problematiku garance nulového výnosu. Bohužel institucionální vada byla tak závažného charakteru, že si vyžádala podstatnou změnu systému, a to nejen transformaci původních penzijních fondů, ale především vytvoření zcela nového typu kapitalizovaných fondů ve formě účastnických fondů.

* Petr Musílek; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra bankovníctví a pojišťovnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <petr.musilek@vse.cz>.

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.

2 Individuální správa: Dlouhodobý investiční produkt

Od roku 2013 započalo další úsilí o rozvoj českého kapitálového trhu (první pokus byl již v roce 2004, a to ve formě projektu Komise pro cenné papíry a Burzy cenných papírů Praha, který však zablokoval bývalý ministr financí ČR Bohuslav Sobotka). Teprve však velmi kritická zpráva Světové banky o stavu českého kapitálového trhu z roku 2017 donutila vládní představitele k přijetí Koncepce rozvoje českého kapitálového trhu na období 2019–2023, kterou se však nepodařilo v příslušném legislativním období dokončit. Nově vzniklá koaliční vláda však pokračovala v realizaci dříve přijaté koncepce, přičemž dlouhodobý investiční produkt (zkr. DIP) je považován za klíčové opatření pro rozvoj skomírajícího českého kapitálového trhu. Některé změny se také souběžně realizují v III. pilíři penzijního systému. V žádném případě se však nejedná nejen o vznik nového penzijního pilíře, ale ani o systémovou změnu celého českého penzijního systému.

Dlouhodobý investiční produkt nemá institucionální podobu standardního fondového uspořádání, ale jedná se o soubor několika smluv, umožňující personální daňovou evidenci individuálně pořízených investičních instrumentů. DIP má typické výhody (zejména individualizace), rizika a nevýhody (obvykle nedostatečný profesionální přístup, slabá diverzifikace portfolia, nedosahování úspor z rozsahu a sortimentu, informační asymetrie a časová náročnost) tradičního individuálního investování bez využití sofistikovaných investičních analýz a investičních strategií, byť daňově podporované akumulace úspor. Klíčovým dokumentem je smlouva o dlouhodobém investičním produktu, která upravuje poskytované produkty a služby registrovaným poskytovatelem. Pořízené investiční instrumenty budou evidovány na majetkovém účtu a peněžní prostředky pak na zvláštním peněžním účtu.

Dlouhodobý investiční produkt je evidentně především daňový nástroj (přesněji daňová evidence), pomocí jehož se od roku 2024 podporuje tvorba individuálních penzijních úspor ve formě investování do tradičních a již existujících (domácích či zahraničních) investičních instrumentů. Je zarážející, že architekti dlouhodobého investičního produktu zavádějí zcela matoucí terminologii. Nejedná se ve skutečnosti o žádný produkt v tradičním slova smyslu. DIP zejména rozšiřuje možnosti čerpání úspor na dani z příjmu při současném využívání potenciálního příspěvku zaměstnavatele v rámci individuálně pořízených přípustných investičních instrumentů.

Od 1.1. 2024 jsou podle Zákona o podnikání na kapitálovém trhu (§ 134i) povoleny pořizovat v režimu DIP následující druhy investičních instrumentů:

- 1) investiční cenné papíry nebo nástroje peněžního trhu, které jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo v mnohostranném obchodním systému provozovatele se sídlem v členském státě EU, nebo na trhu obdobném regulovanému trhu se sídlem ve státě, který není členským státem

EU, jestliže tyto trhy jsou uvedeny v seznamu zahraničních trhů obdobných regulovanému trhu se sídlem ve státě, který není členským státem EU, vedeném Českou národní bankou podle § 13 odst. 1 písm. k) zákona č. 15/1998, o dohledu v oblasti kapitálového trhu,

- 2) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, jejichž emitentem je členský stát EU nebo centrální banka takového státu,
- 3) kryté dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, jejichž emitentem je zahraniční banka se sídlem v členském státě EU,
- 4) cenné papíry kolektivního investování a
- 5) deriváty, které nejsou investičním cenným papírem a které jsou sjednány výhradně za účelem zajištění majetku v rámci dlouhodobého investičního produktu, je-li hodnotou, ke které se vztahuje hodnota tohoto nástroje, úroková míra, měnový kurs nebo měna.

V případě, že investiční instrument přestane být povoleným druhem v průběhu trvání DIP, je majitel povinen bez zbytečného odkladu podat pokyn k jeho prodeji, což může samozřejmě představovat určitou nejistotu při investičním rozhodování majitele dlouhodobého investičního produktu.

Připušteno je tedy individuální investování v rámci režimu DIP do velmi širokého spektra investičních instrumentů, které se však mohou výrazně lišit rizikovostí a likviditou, a to prostřednictvím registrovaných subjektů u České národní banky (banky, investiční společnosti, samosprávné investiční fondy, spořitelni a úvěrní družstva a obchodníci s cennými papíry). V současné době je u České národní banky registrováno k nabídce dlouhodobého investičního produktu 30 subjektů (stav k 30. 6. 2024), přičemž bylo zatím uzavřeno přibližně pouhých 20 tis. smluv s klienty. Převod celého portfolia mezi dvěma poskytovateli DIP je možný bez ztráty daňové výhody, přičemž však začíná běžet nová lhůta 120 měsíců. Pokračovat v režimu DIP lze neomezeně dlouho, a to i po dosažení 60 let věku a 120 měsíců trvání DIP klienta včetně zahájení pobírání důchodových dávek.

Registrované subjekty uzavírají s klienty obvykle bezplatně a klienti hradí standardní poplatky za pořízení či držbu klasických investičních instrumentů (např. poplatky za nákup/prodej, depozitářské poplatky nebo poplatky za měnovou konverzi), což záleží na zvolené individuální investiční strategii a poplatkové politice registrované finanční společnosti. Poplatková politika DIP není prakticky vůbec regulována zákonnými předpisy a druhy poplatků a jejich výše se může velmi odlišovat. Rizikem mohou být zejména tzv. vstupní poplatky, které zvažují účtovat některé registrované finanční společnosti. Tyto vstupní poplatky mohou být účtovány jednorázově, postupně nebo průběžně. Složitá a netransparentní poplatková struktura dlouhodobého investičního produktu je předmětem kritiky

nejen ze strany České národní banky, ale i některých odborníků na problematiku penzijních financí. Smlouvy evidované v režimu DIP lze samozřejmě různě upravovat. Nadlimitní zařazení instrumentů do režimu DIP však vůbec nedává žádný smysl, poněvadž z těchto instrumentů pak není realizována žádná daňová úspora a pouze by se tak omezila likvidita uvedených investičních instrumentů.

Maximální roční odpočet ze základu daně činí 48 tis. Kč za roční zdaňovací období, což umožní pravidelné měsíční investování ve výši 4 tis. Kč. Do stanoveného maximálního ročního limitu lze kombinovat i již dříve podporované finanční produkty (např. doplňkové penzijní spoření či životní pojištění). Roční daňová úspora pro poplatníka není nijak závratná a činí při sazbě 15 % daně z příjmu 7,2 tis. Kč. Na druhé straně je však možné využít i příspěvků zaměstnavatele, pro kterého jsou příspěvky do 50 tis. daňově uznatelným nákladem, přičemž se z nich neodvádí sociální a zdravotní pojištění. Je však otázkou, jak rozsáhlý počet zaměstnavatelů využije této možnosti. Další daňovou výhodou DIPu je možnost uplatňovat daňovou slevu i při investování nízkých částek, poněvadž neexistuje žádný minimální limit pro investování. Rovněž do DIPu není povinnost spořit pravidelně.

Prostředky evidované v rámci DIPu však mají velmi nízkou likviditu, poněvadž mohou být čerpány teprve po splnění podmínky účasti minimálně 120 kalendářních měsíců od sjednání produktu při současném dosažení 60 let věku. Forma čerpání prostředků není v České republice dosud nijak omezena (prostředky lze vyplatit jednorázově nebo je lze vyplácet průběžně), což nebývá ve vyspělých státech obvyklé, poněvadž po skončení akumulací fáze bývá zejména podporováno pořizování doživotních rent. Pokud jsou prostředky vybrány před splněním stanovených podmínek, tak musí majitel DIPu dodat dříve získané daňové podpory. DIP je daňově podporován i v případě, že není dodržena podmínka 120 kalendářních měsíců a 60 let věku, pokud k plnění dojde při poplatníkově invaliditě třetího stupně.

Celkově lze konstatovat, že státní podpora původních penzijních fondů (transformovaných a účastnických fondů) je mírně vyšší než nového dlouhodobého investičního produktu. Je třeba si také uvědomit, že instrumenty v daňové evidenci DIP nemají nárok na podporu ve formě státních příspěvků. Zdá se tedy, že DIP může být atraktivní pouze pro ty klienty, kteří preferují podstatně rozsáhlejší individuální investiční možnosti oproti stávajícím a zavedeným penzijním instrumentům. Oproti doplňkovému penzijnímu spoření nebo penzijnímu připojištění DIP však může mít výrazně nižší diverzifikaci portfolia, i když někteří penzijně-investiční odborníci právě považují vyšší flexibilitu za přínos tohoto nového dlouhodobého investičního produktu.

U tradičních penzijních instrumentů typu účastnických fondů si klienti volí základní typ investiční strategie (např. konzervativní investiční strategie, balancovaná

investiční strategie nebo dynamická investiční strategie) a vlastní správu portfolia za ně profesionálním a kontinuálním způsobem realizuje správce konkrétního fondu. Naopak u DIPu si klienti sami rozhodují, do čeho a kdy investovat, což má klíčový vliv na výkonnost individuálně spravovaného penzijního portfolia. DIP mohou snad preferovat ti klienti, kteří mají rozsáhlé investiční znalosti a dovednosti a disponují relevantními investičními informacemi, přičemž tyto kursotvorné informace dokáží adekvátním způsobem vyhodnotit. Nízká investiční gramotnost však může být určitou bariérou výraznějšího rozvoje tohoto nového dlouhodobého investičního produktu v českých podmínkách.

3 Institucionální správa: Penzijní a účastnické fondy

Příklad institucionální správy penzijních úspor v podmínkách českého penzijního systému představují penzijní fondy, vznikající postupně od roku 1994. Jejich hlavním posláním bylo organizování doplňkového a dobrovolného penzijního systému, financovaného na principu kapitalizovaného důchodu. 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 působilo již pouze 9 penzijních fondů. Mezi nejdůležitější charakteristiky původních českých penzijních fondů patřilo:

- a) Penzijní fondy mají charakter nezávislých soukromých institucí (finanční instituce, sektorová sdružení) a penzijní úspory fakticky spravují kolektivním způsobem na principu diverzifikace rizika a společné investiční strategie.
- b) Účast občanů je dobrovolná, avšak státem podporovaná ve formě státního příspěvku a později i daňových stimulů.
- c) Penzijní fondy primárně vytvářejí penzijní plány s definovaným příspěvkem. Penzijní plány s definovanou dávkou mají pouze doplňkový charakter ve formě invalidních penzí.
- d) Investičně-pojistný proces se skládá z akumulační fáze a výplatní fáze.

Penzijní fondy byly zakládány ve formě akciových společností se sídlem na území České republiky. Jsou oprávněny provozovat penzijní připojištění, kterým se rozumí shromažďování peněžních prostředků od účastníků penzijního připojištění a státu poskytnutých ve prospěch účastníků, nakládání s těmito prostředky a vyplácení dávek penzijního připojištění. Penzijní připojištění mohou vykonávat pouze licencované penzijní fondy, přičemž obhospodařovat jeho majetek mohou také investiční společnosti. Účastníkem penzijního připojištění se mohla stát pouze fyzická osoba starší 18 let s trvalým pobytem na území České republiky, která uzavřela s penzijním fondem písemnou smlouvu o penzijním připojištění.

Penzijní fondy mají regulovanou nejen akumulační fázi, ale také i výplatní fázi. 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 českého penzijního připojištění zavedena i daňová podpora.

Původní systém českých penzijních fondů se bohužel vyznačoval nevhodným konstrukčním uspořádáním, který souvisel s participací podílníků (tedy akcionářů a účastníků) na výsledcích investiční politiky. Všechny české penzijní fondy používají prakticky shodnou investiční politiku, a to mimořádně konzervativní. Převážnou většinu svého portfolia umísťují do dluhových cenných papírů, a to zejména do státních dluhopisů a pokladničních poukázek s extrémně krátkou durací (obvykle kratší než 1 rok). Nadměrně konzervativní investiční politika českých penzijních fondů je důsledkem § 35 odst. 2 zákona o penzijním připojištění, 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 ...“. Uvedenou problematiku podrobněji diskutuje Musílek (2012).

Na základě existence tzv. garance nulového výnosu správci penzijních fondů dlouhodobě preferují velmi konzervativní strukturu portfolia. Téměř 85 % portfolia tvoří dluhopisy (zejména vládní) s krátkou durací. Zbytek portfolia tvoří depozitní instrumenty bank. V portfoliu penzijních fondů prakticky nejsou zastoupeny rizikovější investiční instrumenty, mající vyšší růstový výnosový potenciál. Níže uvedená tabulka demonstruje strukturu portfolií penzijních (transformovaných) fondů.

Tab. 1 Struktura portfolia penzijních (transformovaných) penzijních fondů (ČR, konec roku 2023)

Instrumenty	Podíl v procentech
Depozitní instrumenty bank	14,80
Dluhopisy	84,20
Podílové listy	01,00
Akcie	00,00

Zdroj: MFČR (2024, s. 46).

Z mezinárodního pohledu netypická struktura portfolia penzijních fondů je podle dat OECD přirozeně spojena s extrémně nízkou reálnou výkonností spravovaného portfolia a dlouhodobě v reálném vyjádření nedosahuje ani nulových hodnot, což potvrzuje níže uvedená tabulka.

Tab. 2 Roční reálná výnosnost portfolií penzijních fondů (geometrický průměr, 2017–2022, 2013–2022)

Země	2017–2022	2013–2022
Austrálie	3,3	5,4
Česká republika	-4,7	-2,4
Kanada	1,7	3,9
Nizozemsko	-3,2	1,3
Švédsko AP6	12,2	10,4
Švýcarsko	0,8	2,9
USA	-1,4	1,4

Zdroj: OECD (2023, s. 12).

Penzijní fondy vzhledem k poskytovaným nekvalitním správcovským službám (tzn. slabá výkonnost spravovaného penzijního portfolia) si pak účtují zcela neadekvátní obhospodařatelské poplatky, které patří mezi nejvyšší z analyzovaných států, což potvrzuje níže uvedená tabulka.

Tab. 3 Obhospodařatelský poplatek z aktiv (v %, různé země, 2022)

Země	V procentech
Austrálie	0,4
Česká republika	0,8
Chile	0,3
Mexiko	0,5
Polsko	0,5
Slovenská republika	0,4

Zdroj: OECD (2023, s. 39).

Prakticky neodstranitelná vada institucionálního uspořádání v rámci systému původních penzijních fondů, způsobující nízkou výkonnost penzijních portfolií a výraznou operační neefektivnost, vytvořila v druhé polovině minulého desetiletí enormní tlak na institucionální změny. III. pilíř penzijního systému tak od roku 2013 začal fungovat ve formě paralelní existence původních penzijních fondů (nově označované jako transformované fondy) a zcela nových účastnických fondů bez garance nulového výnosu. V penzijních fondech se zachovala výsluhové penze a systém jednorázového vyrovnání. Z transformovaných (penzijních) fondů je možné dobrovolně přestupovat do nového systému doplňkového penzijního spoření. Kromě transformovaných (penzijních) fondů fungují tedy i nové účastnické fondy, avšak již bez existence garance nulového výnosu při současném zrušení výsluhové penze.

Alternativní institucionální (profesionální) forma správy penzijních úspor, mající charakter doplňkového penzijního spoření, je založena na shromažďování a umísťování příspěvků účastníka, příspěvků placených za účastníka jeho zaměstnavatelem a státních příspěvků do účastnických fondů obhospodařovaných penzijní společností a vyplácení dávek s cílem zabezpečení doplňkových příjmů účastníků. Investiční možnosti účastnických fondů jsou odlišně koncipovány oproti původním 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, kvalitních nástrojů peněžního trhu a cenných papírů podílových fondů konzervativního typu. Průměrná vážená splatnost portfolia konzervativního fondu nesmí přesáhnout 5 let.

Struktura portfolia účastnických fondů je v mezinárodním srovnání v průměru opět velmi konzervativní. Téměř polovinu portfolia tvoří dluhopisy (zejména vládní), přibližně čtvrtinu portfolia tvoří bankovní depozita, podíl akcií nedosahuje ani 16 % a podílové listy tvoří kolem 15 %. Níže uvedená tabulka demonstruje strukturu portfolia českých účastnických fondů.

Tab. 4 Struktura portfolia účastnických fondů (ČR, konec roku 2023)

Instrumenty	Podíl v procentech
Depozitní instrumenty bank	22,50
Dluhopisy	46,40
Podílové listy	15,20
Akcie	15,90

Zdroj: MFČR (2024, s. 47).

Velmi konzervativní struktura českých účastnických fondů způsobuje podle dat OECD poměrně nízkou nominální výkonnost účastnických fondů (povinně konzervativní kolem 1 % p.a., vyvážené účastnické fondy kolem 3 % p.a. a dynamické účastnické fondy mezi 5 a 6 % p.a.).

Jsmo toho názoru, že účastnické fondy vzhledem k poskytovaným jednoduchým správcovským službám si opět účtují příliš vysoké správcovské poplatky, které patří mezi nejvyšší z členských států OECD.

V systému účastnických fondů se zavedla restriktivní regulace různých druhů nákladů. Systém účastnických fondů výrazně změnil i systém vyplácených dávek, přičemž účastník si může zvolit předdůchod, starobní penzi na určenou dobu (za podmínky dosažení 60 let věku a spoření nejméně po dobu 60 měsíců, nově 120 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. Poměrně populární je předdůchod, který lze pobírat min. v 60 letech a 2–5 let před řádným důchodem. Při čerpání předdůchodu není pak nutné platit zdravotní a sociální pojištění.

Za účelem odstranění nízkých měsíčních příspěvků se implementoval i nový systém pobídek, který je shodný jak pro účastnické, tak i pro transformované (penzijní) fondy. Novela zákona o doplňkovém důchodovém spoření s účinností od 1. 1. 2016 umožnila sjednat doplňkové penzijní spoření i pro nezletilé osoby (a tato osoba si bude moci po dosažení 18 let vybrat až 1/3 vlastních prostředků), umožnila právo na výběr všech prostředků již po dovršení 60 let, dále novela zavedla osvobození zdanění výnosů ve výši 15 % (pokud si však účastník doplňkového spoření nechá vyplácet penzi alespoň 10 let), zvýšila daňové úlevy účastníků od roku 2017 až na limit 24 000 Kč ročně a pro zaměstnavatele z 30 tis. na 50 tis. Kč na odvodech sociálního a zdravotního pojištění, výrazně zvýšila limit úplaty za obhospodařování majetku účastnického fondu (s výjimkou konzervativního účastnického fondu, který je ve výši 0,4 %) z 0,8 % na 1 % a podílu za zhodnocení majetku z 10 % na 15 % a úplatu za správu majetku v transformovaném fondu z 0,6 % na 0,8 % při současném snížení výkonnostní odměny z 15 % na 10 % a rovněž zvýšila provize zprostředkovatelům z cca 880 Kč na 1760 Kč za uzavření nové penzijní smlouvy. Vývoj celkového počtu účastníků v různých privátních pilířích českých penzijních financí institucionálně spravovaných uvádí tabulka 5.

Tab. 5 Počty účastníků českých penzijních financí (ČR, penzijní fondy, transformované penzijní fondy, účastnické fondy, 2007–2023, stav na konci roku)

Rok	Počet účastníků
2007 Penzijní fondy (PF)	3 936 357
2021 Penzijní fondy (PF)	5 130 000
2016 Transformované penzijní fondy (TPF)	3 999 304
2023 Transformované penzijní fondy (TPF)	2 436 050
2016 Účastnické fondy (ÚF)	0 536 759
2023 Účastnické fondy (ÚF)	1 787 464

Zdroj: MFČR (2012, s. 32), MFČR (2024, s. 90).

V souvislosti s realizací vládní politiky rozvoje kapitálového trhu vstoupila v platnost od roku 2024 i další nová opatření pro stávající penzijní (transformované) fondy a účastnické fondy.

Ve III. pilíři nově vzniká alternativní účastnický fond, který má rozsáhlejší investiční příležitosti (např. může investovat do nemovitostí, privátních fondů, začínajících podniků nebo do infrastrukturních projektů). Alternativní fond nemá ani zákonnou regulaci investičních limitů.

Od roku 2024 jsou rovněž přijata opatření k postupnému zvyšování počtu klientů v účastnických fondech. Nově bude možné i nadále setrvat v penzijních fondech a současně uzavřít i novou smlouvu pro přispívání do zvoleného účastnického fondu. Celkově se totiž ukazuje, že dlouhodobě dosahují účastnické fondy výrazně lepší výkonnosti při správě penzijních portfolií než transformované (penzijní) fondy.

Ve III. pilíři penzijního systému od roku 2024 dochází k úpravě poskytování státního příspěvku. Zvyšuje se spodní hranice ze současných 300 Kč na 500 Kč a horní hranice se zvyšuje z 1 000 Kč na 1 700 Kč. Státní příspěvek již nebude poskytován osobám, kterým byl přiznán starobní důchod a osobám starším 65 let, což vede k výraznému odlivu této věkové skupiny klientů z transformovaných (penzijních) fondů, na což reagují penzijní společnosti vyplácením různých mimořádných věrnostních odměn, a to s cílem zpomalit odliv dotčených účastníků. Případ českých penzijních fondů s garancí nulových výnosů jednoznačně demonstruje, že nepromyšlená institucionální úprava má pak výrazné dlouhodobé dopady na výkonnost spravovaných penzijních úspor a nízkou operační efektivnost fungování penzijních fondů jako celku. Je nepochopitelné, že v českém finančním systému se opakovaně vyskytují zásadní institucionální vady, které jsou pravděpodobně důsledkem priority politických a lobbystických zájmů nad odbornými hledisky.

4 Role kapitálově financovaných penzijních instrumentů

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

Model státního penzijního systému financovaného průběžným způsobem se celosvětově dostává do velmi obtížné situace v důsledku nepříznivého demografického vývoje, který by znamenal při zachování stávajícího poměrně štědrého státního penzijního systému za současných parametrů (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 penzijního 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 privátních penzijních nástrojů na principu kapitalizovaného důchodu. Jsme toho názoru, že kapitálově financované nástroje (zejména institucionálně spravované) umožňují efektivně přenášet spotřebu v čase tím, že část příjmů není v období produktivního věku spotřebována, ale je akumulována a investována s určitým rizikovým profilem, přičemž je použita až v okamžiku, kdy výrazně klesne výdělečná schopnost, což je přirozeně v neproduktivní fázi životního cyklu. Kapitálově financované penzijní nástroje rovněž přispívají k částečnému řešení nepříznivého vlivu demografického vývoje na státní penzijní systémy. Tyto instrumenty obvykle podporují vzestup agregátních úspor, a to zejména v situaci, pokud jsou kapitálově financované penzijní instrumenty obligatorní, podporovány daňovými výhodami a současně existují omezení pro realizaci výpůjček krytých akumulovanými penzijními úsporami. Zdá se, že kapitálově financované penzijní instrumenty také pozitivně ovlivňují strukturu úspor tím, že výrazně podporují vytváření dlouhodobých úspor. Navíc dochází prostřednictvím kapitálově financovaných penzijních instrumentů k transformaci úspor do instrumentů s vyšším rizikovým profilem. V delším období kapitálově financované penzijní instrumenty pozitivně ovlivňují i fungování a rozvoj kapitálových trhů (podporují likviditu kapitálových trhů, podněcují vytváření investičních inovací, přispívají k rozvoji rizikového financování atd.). Výhody a nevýhody kapitalizovaných penzijních schémat podrobněji rozebírá Musílek (2013).

Ve vyspělých státech správa kapitálově financovaných penzijních instrumentů je převážně realizována institucionálním způsobem. Např. v USA institucionálním (fondovým) způsobem je spravováno 27,6 bil. USD penzijních úspor a individuálním způsobem prostřednictvím individuálních penzijních účtů (angl. Individual Retirement Accounts, zkr. IRAs) 13,2 bil. USD, přičemž většina prostředků na individuálních penzijních účtech vznikla sekundárním způsobem, a to na základě ukončení primárních penzijních smluv. Vývoj na americkém penzijním trhu demonstruje níže uvedená tabulka.

Tab. 6 Vývoj hodnoty penzijních aktiv (USA, 2013-2021, v bil. USD)

Rok	Institucionální správa	Individuální správa
2013	23,2	08,2
2014	24,0	08,7
2015	24,0	08,8
2016	24,6	09,3
2017	25,6	10,7
2018	25,2	10,1
2019	26,5	11,8
2020	27,8	13,1
2021	27,6	13,2

Zdroj: Congressional Research Service (2022).

Výrazně doplňkový charakter má individuální správa penzijních úspor i v dalších vyspělých státech (např. Velká Británie nebo Švédsko). Ve Velké Británii se používají účty SIPP (angl. Self-Invested Personal Pensions), které mají přísně regulovanou výplatní fázi a jsou doporučovány pouze pro osoby s vysokou investiční gramotností. Tyto instrumenty jsou daňově podporovány, přičemž daňová úspora musí být vždy reinvestována do již existujícího SIPPu.

Je nutné si však uvědomit, že kapitálově financované penzijní instrumenty jsou spojeny i s určitými nevýhodami. Účastník kapitálově financovaných penzijních instrumentů nese převážnou většinu rizik. Budoucí hodnota penzijních dávek z kapitalizovaných instrumentů je totiž 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 solidaritu, kdy odpovědnost za rozsah penzijního zabezpečení je v rozhodující míře přesunuta na jednotlivce, jehož rozhodování může být negativně ovlivněno tržními selháními (např. výskyt informační asymetrie, záporné externality, morální hazard nebo nediverzifikovatelnost některých investičních rizik). Kapitalizované systémy jsou také obvykle spojeny s poměrně vysokými náklady na zavedení systému, efektivní správu penzijních instrumentů a jejich regulaci. Jsme toho názoru, že správa kapitalizovaných penzijních úspor je tak efektivnější, pokud je realizována institucionálním (profesionálním) způsobem než individuální formou. Individuální varianta správy penzijních úspor je obvykle pouze doplňkovým způsobem a je vhodná pro klienty s nadprůměrnými investičními znalostmi a dovednostmi, kteří mají zkušenosti s investováním. Individuální správa penzijních úspor totiž vyžaduje disciplinovaně realizovat celý investiční proces (analýza investičního prostředí, strategická alokace aktiv, volba investičních strategií, výběr jednotlivých titulů,

optimální vstup a výstup z jednotlivých investičních pozic a pravidelný investiční monitoring a reporting), což vůbec není snadnou záležitostí. Je tedy velmi naivní předpokládat, že individuální správa penzijních instrumentů bude dominantní formou správy kapitalizovaných penzijních úspor v českém finančním systému.

5 Závěr

Schémata správy kapitalizovaných penzijních úspor mohou být realizována individuálním nebo institucionálním (profesionálním) způsobem. Dlouhodobý investiční produkt (přesněji daňová evidence) je založen na principu individuálního investování, což zajistě umožňuje promítnout individuální preference do složitého investičního procesu. Naopak institucionální správa kapitalizovaných penzijních úspor (v případě České republiky ve formě penzijních /transformovaných/ fondů nebo účastnických fondů) umožňuje realizovat profesionální investiční management (podrobné investiční analýzy, efektivní diverzifikace portfolia, společná investiční strategie, dosahování úspor z rozsahu a sortimentu, transparentní monitoring a reporting). Z těchto důvodů lze předpokládat, že institucionální forma správy kapitalizovaných penzijních úspor bude v budoucnu dominantní v České republice. Na základě zkušeností z vyspělých finančních a penzijních trhů očekáváme, že individuální správa kapitalizovaných penzijních úspor bude mít spíše doplňkový charakter. Předpokládáme, že i nadále budou mít v České republice rozhodující postavení tradiční kapitálově financované penzijní instrumenty. Jejich konkurenční schopnost je však kriticky závislá na pozitivní reálné výkonnosti spravovaných penzijních portfolií účastnických, resp. transformovaných penzijních fondů a jejich operační efektivnosti.

Literatura

CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE, 2022. *U.S. Retirement Assets: Amount in Pensions and IRAs*. Online. Dostupné z: <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF12117/2>. [citováno 2024-08-01].

DAVIS, E. P., 1995. *Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective*. Oxford: Oxford University Press.

MFČR, 2012. *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2011*. Online. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/bankovnictvi-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2011/zprava-o-vyvoji-fin-trhu-v-roce-2011-6515>. [citováno 2024-08-01].

MFČR, 2024. *Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2023*. Online. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/bankovnictvi-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2023/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2023-56210>. [citováno 2024-08-01].

MUSÍLEK, P., 2012. Penzijní versus účastnické fondy. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 7, č. 3, s. 6–17. Dostupné z: <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.14>.

MUSÍLEK, P., 2013. Nedokonalý kapitalizovaný pilíř českého důchodového systému. *Český finanční a účetní časopis*. Roč. 8, č. 2, s. 50–60. Dostupné z: <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.339>.

OECD, 2023. *Pension Markets in Focus 2023*. Online. Dostupné z: <https://doi.org/10.1787/4eef199a-en>. [citováno 2024-08-01].

WORLD BANK, 1994. *Averting the Old Age Crisis*. Washington: The World Bank.

Zákon č. 15/1998, o dohledu v oblasti kapitálového trhu.

Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem.

Zákon č. 427/2011 Sb., o doplňkovém penzijním spoření.

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Zákon č. 462/2023 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s rozvojem finančního trhu a s podporou zajištění ve stáří.

Individual or institutional pension savings management?

Petr Musílek

Abstract:

The paper discusses the issue of various pension finance products, managed individually or institutionally (professionally). In the introductory part of the contribution, the more detailed characteristics, advantages and risks of the newly created long-term investment product are discussed. Furthermore, pension funds and participation funds are discussed as representatives of the institutional administration of pension savings. Special attention is paid to the negative effects of incorrect institutional adjustment using the example of the zero yield guarantee of the original Czech pension funds. The role of pension products in the financial system is discussed in the final part of the paper.

Keywords: Pension funds; Pension funds performance; Supplementary Pension insurance; Zero yield guarantee; Participating funds.

JEL Classification: G23.