

# Penzijní fondy – řízení rizik

Jaroslav Charouz<sup>1</sup>

## Abstrakt

Příspěvek stručně popisuje právní, ekonomické a finanční aspekty fungování penzijních fondů. Stručně je pojednáno o vývoji fungování penzijních fondů. Dále je uvedena funkce penzijních fondů v rámci finanční skupiny a v této souvislosti jsou uvedeny charakteristiky ostatních členů obvyklé finanční skupiny. Po stručném rozboru současného stavu na trhu penzijních fondů jsou přiblíženy jednotlivé aspekty řízení hlavních finančních rizik, které s fungování penzijních fondů souvisí.

## Klíčová slova

Penzijní fondy, zákon o penzijním připojištění, finanční skupina, finanční rizika.

## 1 Úvod

Řízení rizik je specifická oblast, která byla v období posledních čtyř pěti let formována ve finančním sektoru. Nejdříve bylo řízení rizik jako samostatná oblast ustavováno v bankách. Hlavním iniciátorem byla v té době centrální banka (ČNB), která také tento požadavek na nezávislé odborné kvantifikování různých finančních rizik, monitorování těchto rizik, reportování, vývoj nových přístupů pro kvantifikování finančních rizik zakotvila ve svých dokumentech a řídicích manuálech. Pro banky to zprvu znamenalo hledání patřičných lidských zdrojů pro tuto činnost, poměrně velké investice do školení tohoto personálu. Adekvátní postavení na našem trhu se teprve etablovalo. Dále bylo nutno zavést vhodné technické zázemí. Zejména rizika spojená s pozicemi v bankovní knize bylo nutné popsat a kvantifikovat a k tomu právě bylo zapotřebí takového nástroje, který je schopen kvantifikovat i tzv. nelineární rizik čili rizika spojená s držením pozicí v opcích a jiných derivátech. Pochopitelně všechna tato aktivita bylo motivována hlavně řadou krachů, které se odehrály v bankovním sektoru. Ale nejen v něm. Také finanční sektor z mezinárodního hlediska prošel řadou iniciativ, které měly zejména za úkol ustanovit úlohu etiky v této oblasti, morálně apelovat na management velkých organizací a poukázat na jejich společenskou odpovědnost.

## 2 Finanční skupina

Nicméně, tak jak banky zapracovávaly do svých vnitřních postupů metody řízení finančních rizik, tak se stále více nabízela otázka do jaké míry je také nutné implementovat tyto postupy také do systému řízení dceřiných společností. Protože pro vykazování finančních rizik je nutné volit alespoň do jisté míry unifikovaný systém, nabízí se otázka jaký systém implementovat do dceřiných společností, které se konsolidují do příslušné finanční skupiny. Zde stojí za to uvést, které finanční instituce obvykle bývají konsolidovány do finanční skupiny. Ústředním členem bývá obvykle banka, která ovládá další subjekty. Pochopitelně to není dogma. Jisté rozvolnění představuje holdingové uspořádání. Nicméně v tomto případě se aplikuje přístup definovaný v účetních standardech tedy plná nebo částečná ekvivalence při

---

<sup>1</sup> Ing. Jaroslav Charouz, ČSOB,a.s. Na příkopě 854/14, 115 20 Praha 1 – Nové Město,  
e-mail: jcharouz @ csob.cz

konsolidaci. Při jisté míře zobecnění lze říci, že více významné finanční skupiny obvykle tvoří mateřská banka (master bank), pobočky této banky v jiných zemích (bank branches abroad) firma zaměřená na zprávu aktiv (asset management), firma poskytující faktoring a forfaiting (factoring company), firma poskytující leasing (leasing company), firma poskytující pojištění (insurance company), stavební spořitelna (constructional saving bank), penzijní fond (pension fund) a různé speciální entity (SPV).

## 2.1 Tržní produkty a stát

Zaměříme se pouze na jednu jednotku obvyklých finančních uskupení v ČR, tedy na penzijní fondy. Penzijní fondy, kterých dynamický růst a následná redukce (více v odstavci „Historie PFs) byla analogická k vývoji bankovního sektoru, byly zakládány s jasnou motivací. Každý produkt, který má nějaký druh podpory od státu, je zvýhodňován před ostatními produkty. Je téměř jisté, že pokud by finanční instituce nabízela srovnatelný produkt bez státní podpory, možnosti snížení daňového základu, příspěvku od třetí osoby (snížující si také daňový základ), tak by ztěžil na trhu úspěch, pakliže by nenabídl zajímavé zhodnocení a podstatné záruky za depozita. Stejný jev, tedy podpora státu nějakého produktu finančního trhu a současný profit soukromého sektoru na prodeji tohoto produktu je patrný i u stavebního spoření nebo u životního pojištění, a bylo by možno říci i u hypoteční půjček. Pak by ovšem bylo možno vnímat situaci na těchto trzích za značně deformovanou a také přímo závislou na státní politice. Každý konzervativněji smýšlející občan pak prostě nejdříve umístí své úspory nejdříve do všech produktů, které jsou zvýhodněny státní podporou a až případný přebytek umístí rizikověji.

Pro výše uvedené také hovoří různé analýzy se kterými je možno se setkat na různých finančních serverech. Tam jsou uváděna zjištění, že přes podporu státu a daňové zvýhodnění penzijního připojištění, nelze vůbec říci z jistotou, že je tento produkt jednoznačně výhodný. Pro porovnání slouží v takovém případě stejná investice do otevřeného podílového fondu. V případě, že jednotlivé varianty zprůměrují (PF a OPF) a postaví se proti sobě různé velikosti úložek, tak lze dojít ke zjištění, že investování do OPF se může jevit jako výhodnější. A to i přesto, že penzijní připojištění je tak podporováno státem. Právě tato srovnání těchto dvou typů institucí respektive druhu produktů nám dokresluje tržní deformaci, ke které dochází jestliže někde v systému existuje netržní vliv. V našem případě se penzijní fondy prostě chovají racionálně a zvýhodnění, které je tvořeno státním stimulováním produktu, využijí tak, že zvýší své provozní náklady.

## 2.2 Finanční instituce - charakteristiky

Penzijní fondy jsou jistě z hlediska role ve finanční skupině zvláštní až zajímavé. Když si představíme fungování **banky**, tak zjednodušeně lze říci, že v zásadě banka přijímá na straně pasiv depozita, které obvykle nemají příliš dlouhou duraci. Pomocí různých metodik se snaží vystihnout pravděpodobnou zbytkovou splatnost těchto depozit respektive zavést model, který vystihne vývoj jednotlivých pasivních položek z hlediska likvidity. Pro další zjednodušení můžeme odhlédnout také od obvyklého rozdělení bilance banky na tzv. obchodní a bankovní část. V takovém případě je struktura aktiv následně formována tak, aby byla v souladu s namodelovanými pasivy. Respektive s prostorem, který je určen modelování vlastních a cizích pasiv. Pozice na aktivní straně pak jsou pak řízeny dle strategických záměrů příslušných pro dané pozice.

Nepoměrně jednodušší je situace u **investiční** a jiných **fondů**, kde majetek předmětné instituce je oddělen od fondů a zhodnocení/znehodnocení investice do těchto fondů se přímo odvíjí od investic do aktiv, které jsou v přímé návaznosti na statut fondu. Obvyklé strategie jsou konzervativní, standardní a progresivní se stoupající mírou rizika. Pro investora je nákladem obvykle pouze vstupní poplatek.

U **faktoringové** resp. **forfaitingové společnosti** je situace odlišná. Takováto společnost podstupuje pohledávky za přesně definovaných podmínek. Obvykle se odkup pohledávky realizuje ve výši 70 až 90%. Faktoring je prováděn s regresí nebo bez regrese. To znamená bez převzetí rizik nebo s převzetím rizik dle smlouvy. V zásadě lze říci, že faktoring slouží k zpřesnění cash flow. Tato ve své podstatě velmi variabilní činnost je financována obvykle krátkodobým kontokorentním úvěrem nebo směnečný programem. Pro pokrytí rizik je u faktoringové společnosti nezbytné přistoupit k jisté standardizaci produktů, tak aby veškerá, to znamená zejména kreditní, úroková a měnová rizika, byla pokryta.

**Leasingová společnost** má obdobně jako faktoringová společnost strukturu aktiv značně určenou dopředu povahou produktu. Ať již poskytuje tato společnost financování např. strojního vybavení nebo auta, vždy bude tato částka (credit) postupně umořována a poté se předmět leasingu buď vrací pronajímačící společnosti v případě operativního leasingu nebo přechází do majetku plátce leasingu v případě finančního leasingu. Své likviditní potřeby leasingová společnost řeší pomocí krátkodobých úvěrů. Obvykle v rámci dané finanční skupiny. Protože, jak je uvedeno, zdroje jsou krátkodobé povahy a aktiva spíše dlouhodobé. Nutně porovnání těchto pozic představuje značný nesoulad z hlediska úrokového rizika. Proto je také obvyklé, že se u těchto institucí běžně používá makrohedging pro řízení úrokového rizika. Úrokové riziko je nejvýznamnější. Pokud má leasingová společnost vyrovnané financování a alokace z hlediska měn, pak je většinou expozice vzhledem k měnovému riziku marginální.

Další z finančních institucí, které často významnější finanční skupiny zakládají, jsou **stavební spořitelny**. Stavební spořitelny začaly vznikat od roku 1993, kdy byl ustanoven legislativní rámec. Základní myšlenkou je sdružení více zájemců o řešení potřeb spojených s bydlením a jejich společných spoření postupně tyto potřeby uspokojovat. Protože státní podpora činí v současné době 15% ročně z maximálně 20 000,-Kč, je tento produkt velmi motivující i pro prosté zhodnocení depozit. Činnost stavební spořitelny se již více podobá činnosti komerční banky a podobně jako hypoteční banka spadá pod bankovní dozor. Hypoteční banka však vystupuje na finančním trhu jako samostatná instituce ojedinele. Struktura pasiv je u stavební spořitelny určena rozložením spořicíh klientů v čase. Mírně je tato struktura ovlivněna změnou zákona o stavebním spoření (96/1993 Sb.) v roce 2003 s platností o 1.1. 2004. Z hlediska vývoje v čase lze u pasiv statisticky zmapovat a najít takovou stabilní část (core), která je stabilní. Z této části lze vyjít, chceme-li vhodně alokovat zdroje. V zásadě nejlepší pro stavební spořitelny je, pokud mohou tyto své zdroje alokovat do úvěrů. Toto si dlouhou dobu stavební spořitelny vůbec neuvědomovaly a až v posledních dvou třech letech je znát silná snaha stavebních spořitelny zvýšit objem svých úvěrů klientům. Motivací je čisté zajištění marže a tedy pohodlné řízení úrokového rizika. I když i toto tzv. zamknutí marže může být velmi zdánlivé, protože produkt stavebních spořitelny stavební spoření je velmi problematický z hlediska řízení rizik. V tomto produktu je obsaženo množství opcí, které dávají klientovi široký prostor a současně vystavují instituci úrokovému a likviditnímu riziku. V okamžiku, když klient spoří, tak může tyto své depozitní úložky odesílat do stavební spořitelny v podstatě kdykoliv během roku, může navyšovat/snižovat cílovou částku. V případě, že je klient záuřevovaný, nic jej neomezuje kdykoliv úvěr splatit, má předem jistou sazbu úvěr atp. Proto pro řízení likvidity a úrokového rizika se jeví vyvinutí příhodného modelu pro řízení těchto rizik, jako nezbytné.

Stavební spořitelny vedle alokací zdrojů do klientských aktiv také umisřují své zdroje do cenných papírů. Při těchto investicích jsou dána zákonem omezení na cenné papíry OECD zemí a některé další vyjmenované instituce. Když odhlédneme od možností předčasného splácení úvěrových klientů, tak právě investice do cenných papírů představují pro stavební spořitelny expozici vzhledem k úrokovému riziku. Stavební spořitelny mají ze zákona možnost zajiřřovat se před úrokovým rizikem a měnovým rizikem, ale tato zajiřření jednak

musí splňovat opět zákonem stanovená kritéria a také jsou často poměrně drahá. Pochopitelně však zajištěný výnos znamená přímo také nižší výnos. Protože podmínky pro poskytování stavebního spoření jsou poměrně striktní, byl pro některé stavební spořitelny po poklesu úrokových sazeb dokonce problém relevantně investovat, tak aby výnosy z aktiv zaplatily pasivní náklady. Jak je zřejmé, řízení finančních rizik u stavebních spořitelen je poměrně problematické.

**Penzijní fondy** pracují s klienty jen na pasivní straně bilance. Pokud bychom rozdělili finanční instituce na instituce přebytkové a deficitní, pak penzijní fondy patří mezi instituce z principu přebytkové. To již do velké míry předurčuje celý způsob fungování této instituce. Penzijní fondy fungují podobně jako životní pojišťovny. Další významnou charakteristikou je délka klientského vztahu. To představuje široký prostor pro investiční činnost s dlouhou durací.

## 2.3 Penzijní fondy

### 2.3.1 Historie

Penzijní fondy začali vznikat v roce 1994 po ustanovení legislativního rámce. V tomto a následujícím roce vzniklo 44 penzijních fondů, které taktéž obdržely licence k poskytování produktu penzijního připojištění se státním příspěvkem. V zásadě se tak jednalo o zavedení druhého dobrovolného doplňkového pilíře, který funguje na kapitálovém principu. Přestože v průběhu dalšího období ještě další dva penzijní fondy byly založeny ani tato oblast finančního trhu se nevyhnula zeštíhlení. Podobně jako tomu bylo v bankovním sektoru v průběhu druhé poloviny devadesátých let a na začátku nového století. Nicméně redukce množství penzijních fondů na současný počet 11 je dána z velké míry fúzí mezi těmito fondy. Přičemž není bez zajímavosti, že tři penzijní fondy zanikly bez účastníků, dva zanikly s plnou náhradou vložených prostředků a pět jen s částečnou náhradou vložených prostředků.

Pro koordinaci penzijního připojištění, byla v roce 1996 ustanovena Asociace penzijních fondů (APF) jako dobrovolné sdružení právnických osob. Kromě koordinace penzijních fondů má tato asociace za poslání také zastupovat a hájit zájmy svých členů, připomínkovat legislativní návrhy, působit jako poradenské centrum nebo mimo jiné dbát na dodržování etiky v tomto odvětví businessu.

Zmíněných 11 členy, kteří v současnosti tvoří APF, jsou:

- |                                     |                                   |
|-------------------------------------|-----------------------------------|
| 1. Allianz PF                       | 7. ING PF                         |
| 2. Credit Suisse life & pensions PF | 8. Penzijní fond České pojišťovny |
| 3. ČSOB PF Stabilita                | 9. PF České spořitelny            |
| 4. ČSOB PF Progres                  | 10. PF Komerční banky             |
| 5. Generali PF                      | 11. Zemský PF                     |
| 6. Hornický PF Ostrava              |                                   |

## 3 Legislativa rámec

### 3.1 Statut a penzijní plán

Každý penzijní fond musí mít definovaný svůj Statut a Penzijní plán. Případné změny jsou ve formě návrhu předloženy regulátorovi a pokud tento se nevyjádří v zákonem stanovené lhůtě, tak jsou předmětné změny přijaty. Statut obsahuje zejména zaměření a cíle investiční politiky, zásady hospodaření, způsob použití zisku, obchodní sídlo a depozitáře. Vedle toho Penzijní plán musí stanovit druhy penzí a ostatních dávek penzijního připojištění, podmínky nároku na tyto dávky, důvody vypovězení penzijního připojištění, výši příspěvku, zásady o

podílení se na hospodářských výsledcích apod. Je zřejmé, že Penzijní plán má více technický charakter.

### 3.2 Vznik a zánik penzijního připojištění

Penzijní připojištění vzniká smlouvou. Úprava zákonodárce vysloveně říká, že smlouva nesmí obsahovat klauzule, které by stavěly účastníka do nevýhodné role. Zajímavé je vyjádření zákonodárce o neplatnosti ustanovení občanského zákoníku o pojistných smlouvách. Dále si účastník dohodne ve smlouvě způsob zasilání, velikost příspěvků. Z hlediska řízení rizik je podstatné ustanovení, že účastník může vypovědět penzijní připojištění kdykoliv. Po doručení výpovědi běží dvou měsíční výpovědní lhůta. Zákon poměrně přesně stanovuje, možné způsoby ukončení penzijního připojištění. Jsou to :

1. výplata Jednorázového vyrovnání místo poslední penze
2. výplata Odbytného při zániku penzijního fondu
3. ukončení trvalého pobytu v ČR
4. ztráta trvalého bydliště
5. úmrtí
6. z důvodu neplacení (ze strany penzijního fondu – zákon hovoří o 6 měsíčním neplacení)

Dále nároky z penzijního připojištění:

1. *Penze* (chápeme jako doživotní annuita)
  - a. starobní (60let – zákonná podmínka)
  - b. invalidní
  - c. výsluhová – může být stanovena penzijním plánem a její dosažení je pak stanoveno
  - d. pozůstalostní penze
2. *Jednorázové vyrovnání*
3. *Odbytné* (výše odbytného se stanoví úhrn příspěvků účastníka, podíl na hospodářském výsledku, státní příspěvky se vrací ministerstvu)
  - a. Dávky penzijního připojištění jsou vypláceny dle penzijního plánu
  - b. Dávky penzijního připojištění se vyplácejí na základě žádosti oprávněného

### 3.3 Příspěvky účastníků

Jsou stanoveny v měsíční velikosti. Účastník může tuto výši změnit s tříměsíční účinností. Tady je nezbytné poznamenat, že příspěvky jsou obvykle stanoveny procentem ze základu a podobně je tomu v případě příspěvku od zaměstnavatele. Z toho nutně vyplývá potenciální variabilita pravidelných příspěvků, pochopitelně spíše s rostoucí tendencí. Je zajímavé, že doba odkladu placení příspěvku, za kterou účastník doplatil příspěvky, se započítává do pojištěné doby.

### 3.4 Státní příspěvky

Penzijní fond musí nakládat se státními příspěvky stejně jako s jinými prostředky, které ve prospěch účastníka na jeho účet do fondu přicházejí. Maximální státní příspěvek činí 150Kč a to v případě, že příspěvek účastníka je 500Kč a vyšší. Nicméně daňový odpočet lze uplatnit až do výše 12 000Kč po odečtení 6 000Kč. Zákon explicitně říká, že Vláda může nařízením zvýšit státní příspěvek.

### 3.5 Hospodaření penzijního fondu

Penzijní fond musí se svým majetkem hospodařit s odbornou péčí a s cílem zabezpečit spolehlivý výnos. Pokud penzijní fond zjistí, že není schopen krýt nároky účastníků musí okamžitě přijmout relevantní opatření a ohlásit tento stav svému regulátorovi. Jinou činnost než penzijní připojištění mohou penzijní fondy poskytovat jen pokud tato činnost bezprostředně

souvisí s penzijním připojištěním. Peněžní prostředky musí být umístovány s odbornou péčí se splněním požadavku na nutnou bezpečnost, kvalitu, likviditu a rentabilitu.

Finanční umístění tak mohou být investice zejména do:

1. dluhopisů členského státu OECD
2. dluhopisů EIB, EBRD, MBRD,
3. podílových listů otevřených podílových listů
4. CP s nimiž se obchoduje regulovaných trzích států OECD
5. movité věci, které představují záruku bezpečného uložení
6. nemovité věci, které představují záruku bezpečného uložení a slouží zcela nebo převážně k podnikání nebo bydlení
7. finanční zdroje penzijních fondů mohou být uloženy na vkladových účtech, vkladových knížkách, vkladových certifikátech, vkladových listech a to u bank se sídlem v zemích OECD
8. finanční deriváty může penzijní fond používat jen, když je prokázán účel zajištění

Finanční umístění musí mít povahu:

1. jeden emitent CP může být v portfoliu zastoupen maximálně 10% majetku penzijního fondu
2. movité a nemovité věci nesmí přesáhnout 10% majetku penzijního fondu
3. z hlediska jmenovité hodnoty cenného papíru nesmí jeden emitent představovat více jak 20% majetku penzijního fondu
4. nejméně 70% majetku musí znít na měnu v níž jsou závazky vůči účastníkům penzijního připojištění
5. penzijní fond nesmí nakupovat akcie jiného penzijního fondu a vydávat dluhopisy

### 3.6 Rozdělení zisku

Penzijní fond rozděluje zisk, tak že nejméně 5% připadá do rezervního fondu, nejvíce 10% rozděluje dle rozdělení valné hromady. Zbytek se rozděluje ve prospěch účastníků a osob jejich penzijní připojištění zaniklo v roce za něž se zisk rozděluje. Pokud hospodaření PF skončí ztrátou, pak se na uhrazení ztráty použije nerozdělený zisk z minulých let, rezervní fond, a další fondy tvořené ze zisku. Pokud tyto zdroje nestačí, pak je nutné ztrátu uhradit z vlastního kapitálu (snížení základního kapitálu).

### 3.7 Evidence příspěvků

Penzijní fond je povinen evidovat stav prostředků evidovaných ve prospěch účastníka v rozdělení na příspěvky účastníka, příspěvky nárokovatelné pro odpočet ze základu daně, příspěvky placené zaměstnavatelem a na ostatní příspěvky ve prospěch účastníka. Dále je penzijní fond povinen odděleně evidovat stav státních příspěvků jednotlivých účastníků a podílů na výnosech hospodaření penzijního fondu.

### 3.8 Ukončení činnosti penzijního fondu

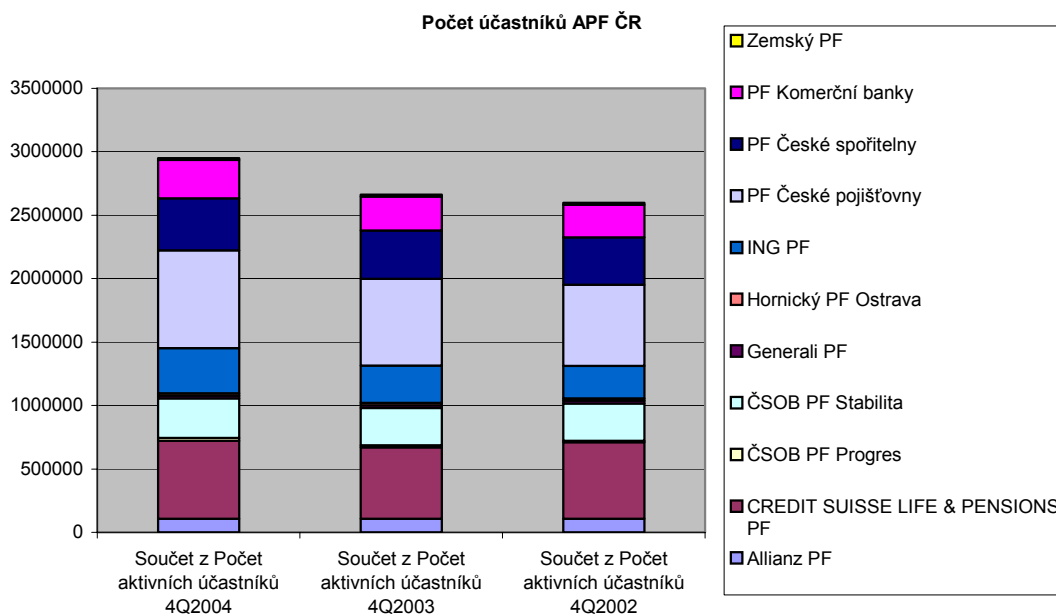
Obchodní zákoník upravuje ukončení činnosti penzijního fondu s těmito odchylkami:

1. Penzijní fond se ruší také dnem jež stanovil regulátor
2. k rozdělení nebo fúzi p. fondu je třeba povolení regulátora
3. Likvidátor je jmenován na základě podnětu od regulátora
4. Penzijní fond v likvidaci nesmí uzavírat nové smlouvy

## 4 Současný stav

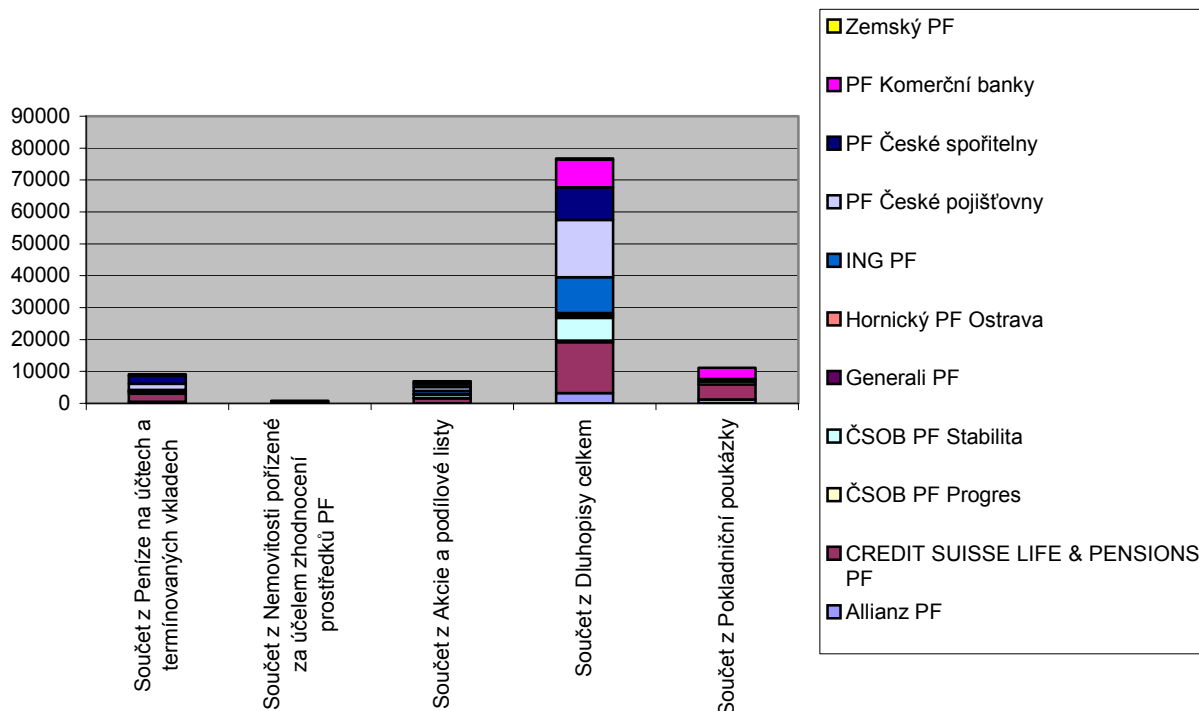
V současné době došlo v českém prostředí také ke značnému vyprofilování a to i na trhu, který tvoří penzijní fondy. Graf č. 1 nám ukazuje jak se vyvíjel počet účastníků penzijního připojištění za poslední tři ukončené roky. Na tomto grafu lze vidět, že z výše uvedených 12ti fondů je skutečně významných na trhu sedm. Vedle PF Komerční banky a České spořitelny to jsou hlavně penzijní fondy České pojišťovny a Credit suisse life & pensions PF. Těto silné čtyřce sekundují penzijní fondy z finančních skupin ING, ČSOB (ČSOB PF Stabilita) a Allianz. Je zajímavé, že meziročně největší nárůst z hlediska počtu účastníků je patrný u PF České pojišťovny. Jako to naznačovalo, že bankovní finanční skupiny nemají tak dobrou prodejní síť. Obecně lze tvrdit, že s počtem účastníků je v přímé souvislosti i množství spravovaných prostředků. Není to však pravidlem, protože u některých penzijních fondů lze pozorovat velmi rozdílné průměrné úložky účastníků.

Graf č. 1 Struktura účastníků v penzijních fondech ČR



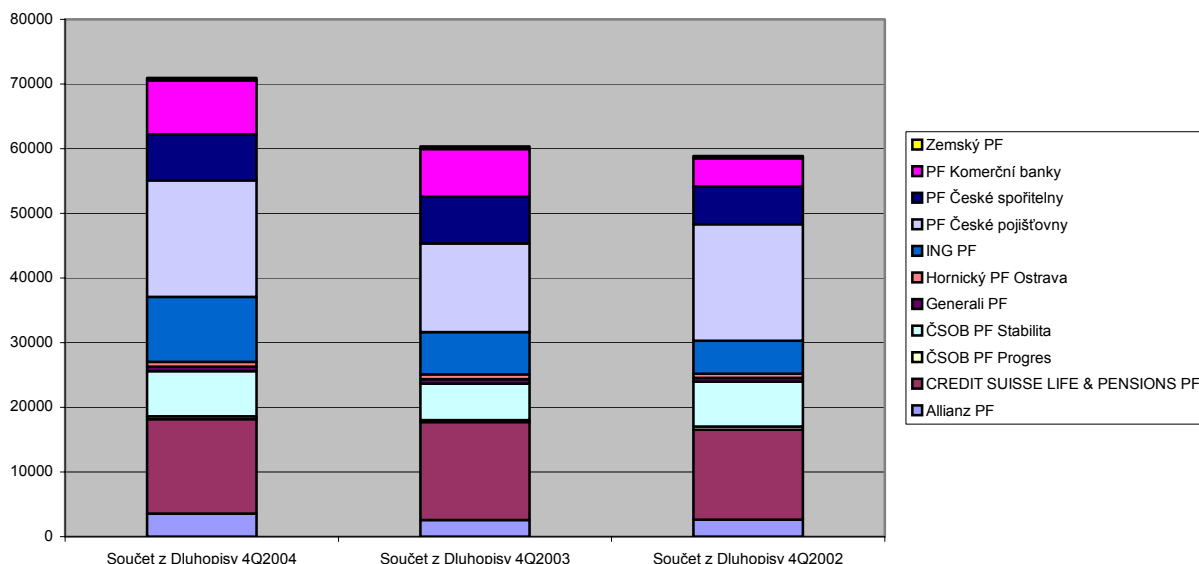
Na dalším grafu je možno vidět strukturu aktiv penzijních fondů u nás. Jak je patrné z grafu č. 2 hlavní podíl aktivních alokací penzijních fondů tvoří dluhopisy. Tato struktura je pochopitelně dána zákonnými mantinely. To implicitně napovídá, že nejpodstatnějším rizikem u penzijních fondů, které by si zasloužilo zvláštní zájem, je riziko úrokové. Z grafu č. 2 je také patrné, že penzijní fondy významně alokují do státních pokladničních poukázek a termínovaných vkladů. Protože však tato aktiva nemají významný výnos, zbývají pro realizování výnosu, který by byl dostatečně atraktivní pro potenciální nové účastníky penzijního spoření nebo který by spolehlivě udržel stávající účastníky, další alternativní investice. Není jich mnoho. Nicméně zejména se jedná o možnost investování do akcií a případně investování do nemovitostí. Z hlediska durací investic jsou na tom obecně penzijní fondy velmi dobře, proto by také jejich případné investice o nemovitostí mohli být dobrou alternativou k investování do dluhopisů.

Graf č. 2 Struktura aktiv penzijních fondů ČR



Na grafu č. 3 lze vidět dynamiku změn investování penzijních fondů do dluhopisů. Některé změny v objemech investic do dluhopisů, zjevně nejsou v korelaci se změnou počtů klientů. Lze tak dovodit, že některé fondy v průběhu posledních tří let měnili investiční strategii.

Graf č. 3 Vývoj investic do dluhopisů PF ČR



Tab. č. 1<sup>o</sup> zobrazuje aktuální stav u jednotlivých penzijních fondů, tak jak jsou prezentovány. Kromě již komentovaných jevů stojí za zmínku investice do nemovitostí. Takto investuje významně největší penzijní fond (Credit suisse life & pensions PF) a také penzijní fond Komerční banky. Za zamyšlení stojí jistě také položky v kolonce pokladniční poukázky. Je poměrně překvapující, jak již bylo zmíněno, že některé penzijní fondy nakupují takovéto



cenné papíry a navíc v takových objemech. Z tabulky lze vypořadovat profilování investičních strategií (nejspíše také kontext finanční skupiny) např. objem zahraničních investic, které má PF České spořitelny je opravdu veliký v porovnání s dalšími penzijními fondy. Poměrně překvapující je skutečnost, že některé penzijní fondy neváhají alokovat své zdroje do nejrizikovějšího aktiva (akcií) maximum toho co jim dovoluje zákon.

Název penzijního fondu	v mil. Kč		Umístění prostředků PF v tržních cenách v mil. Kč						
	Prostředky evidované ve prospěch účastníků	Vlastní jmění akcionářů	Dluhopisy celkem	Pokladniční poukázky	Akcie a podílové listy	Nemovitosti pořízené za účelem zhodnocení prostředků PF	Peníze na účtech a termínovaných vkladech	Ostatní	Celkový objem zahranič. investic
<b>Allianz PF</b>	4 367	445	3 172	1 163	0	0	469	4	0
<b>CREDIT SUISSE LIFE &amp; PENSIONS PF</b>	23 889	1 821	15 949	4 780	1 628	495	2 507	197	2 832
<b>ČSOB PF Progres</b>	557	100	506	0	76	2	51	1	36
<b>ČSOB PF Stabilita</b>	8 977	867	7 203	852	1 055	0	533	13	400
<b>Generali PF</b>	788	113	723	0	95	11	131	12	0
<b>Hornický PF Ostrava</b>	934	146	732	0	38	0	298	21	293
<b>ING PF</b>	11 243	1 503	11 247	0	1 037	0	186	5	0
<b>PF České pojišťovny</b>	21 499	1 246	17 978	797	1 219	0	1 918	465	935
<b>PF České spořitelny</b>	12 519	1 162	10 187	0	967	81	2 512	10	5 833
<b>PF Komerční banky</b>	12 430	1 381	8 661	3 520	718	229	498	7	25
<b>Zemský PF</b>	426	105	433	10	58	0	28	1	163
<b>C E L K E M</b>	97 629	8 889	76 791	11 122	6 891	818	9 130	736	10 517

Tab. č.1 Aktiva penzijních fondů v ČR

## 5 Typická finanční rizika

Finanční rizika, které penzijní fondy podstupují, lze rozdělit do pěti skupin dle parametru, který vytváří dané riziko. Jsou jimi riziko likvidity, riziko úrokové, riziko měnové, akciové riziko a riziko spojené s držním nemovitosti. Většina takto definovaných rizik spadá do tzv. tržních rizik kromě rizika likviditního a rizika spojeného s držním nemovitosti.

### 5.1 Likviditní riziko

Likviditní riziko je typické finanční riziko. Pro penzijní fond je jedním z hlavních úkolů právě úkol řízení likvidity. Ten aktivní přístup, který implikuje slovo „řízení“, je ve skutečnosti hodně omezen. Likviditní situaci nebo likviditní potenciál si může instituce typu penzijního fondu vylepšovat připisováním dobrých zhodnocení klientům. V rámci tržního srovnání by takto přilákal více klientů. Typicky se přistupuje k řízení likvidity tak, že se každé položce aktiv a pasiv přiřadí splatnost (maturita). Ta je pochopitelně ne vždy jednoznačná. Například vysloveně účetní přístup vede často k zobrazení nesmyslných údajů. Mezinárodní účetní standardy ekonomickou realitu zachycují lépe. Po přiřazení splatnosti můžeme sestavit likviditní gap. Pakliže do modelu zapracujeme jak současné úložky klientů, státní příspěvky, rušení kontraktů, splatnost investic (předpokládanou), tak máme situaci k okamžiku sestavení. Nicméně jde model zdynamizovat. To provedeme zavedením času do modelu. Čili kromě současných stavů budeme předikovat budoucí vývoj. Zajímají nás tedy budoucí inflow a outflow. Protože, jak bylo řečeno, penzijní fondy pracují se skutečně dlouhou durací, která je daná povahou produktu, je poměrně obtížné ze v současnosti dostupné historie stanovit na důvěryhodné úrovni pravděpodobnost odhadovaných položek. Proto je vhodnější volit

konzervativnější přístup, aby ve výsledku měla společnost dostatek likvidity. To je přístup řekněme z vnějšku. Prodlužování resp. zkracování teoretického cash flow, tak abych dostal reálný obraz. Mohu přistoupit k problému také jiným způsobem. Mohu pomocí statistických metod stanovit tzv. core část úlozek a tu si časově rozdělím (přidělím uměle splatnosti). K takto stanoveným pasivům pak modeluji aktiva tak, aby nevznikaly likviditní (ani úrokové) problémy.

## 5.2 Úrokové riziko

Pro kvantifikaci úrokového rizika lze použít data upravená již pro likviditní potřeby. Dojdeme takto k zřejmě relevantnějším výsledkům. Pakliže sestavujeme úrokový gap v nějakém okamžiku, tak vlastně postupujeme tak, že současné stavy rozprostřeme do budoucnosti. Tím dosáhneme statického pohledu na věc. Pro zdynamizování modelu je možné do modelu ještě vtáhnout čas. V tomto případě je nutné učinit několik rozhodnutí. Musíme odhadnout vývoj klientských úlozek, přibývání nových klientů, počet zrušení (lapsus-terminace smluv). Nejvíce problémů existuje pochopitelně na pasivní straně. U alokací do cenných papírů není problém. Problém vzniká pouze s akciemi, budovami apod. Máme-li tedy určenou časovou strukturu aktiv a pasiv (budoucí vývoj se odhaduje jen pro současné klienty), tak mohu přikročit k volbě výnosových křivek. Což také není jednoznačné. Je zřejmé, že úroková citlivost aktiv a pasiv u penzijních fondů je rozdílná. Po zvolení výnosové křivky je možno diskontovat aktiva a pasiva. Tím získáme současnou hodnotu (present value – PV) instituce při pohledu z hlediska úrokového rizika. Při posunutí výnosové křivky o definovanou velikost (např. v BASLE II o 2% tzv. flat sheeft), získám pak rozdílem dvou současných hodnot basis point value (BPV). Což mohu interpretovat jako změnu hodnoty při posunu úrokových sazeb. Pro kvantifikování úrokového rizika se také počítá tzv. čistý úrokový příjem (net interest income – NII), kde vůbec nepoužívám diskontních sazeb. Při tomto výpočtu však vycházím z kumulativního úrokového gap, o jehož sestavení jsme se zmínili výše, a tedy takto poměrně lépe reflektuji tímto modelem nesoulad v úrokových pozicích na aktivní a pasivní straně. Pro celkovou vypovídací schopnost modelu se musím také rozhodnout jak naložím s aktivy, která nejsou úrokově citlivá nicméně představují alokace úrokově citlivých pasiv.

Komplexnější kvantifikování úrokového rizika spočívá v aplikování metodiky *VaR*. Tato metodiky je dostatečně známá. Nicméně i v tomto případě se setkáváme s množstvím problémů. Otázka první zní, zda jít cestou parametrického *VaR* nebo historického. Realita nás nutí obracet se k parametrickému *VaR*, protože pro stanovení historického *Var* není dostatečně dlouhá a relevantní historie. Jenže u parametrického *VaR* se jen ztěžji vyhneme problém s důvěryhodným stanovením korelací a kovariancí. Pro využití metody *VaR* však jasně hovoří možnost komplexně měřit rizika instituce. V případě penzijního fondu to znamená, že mohou v jednom modelu kvantifikovat riziko měnové, úrokové, akciové, budov.

## 5.3 měnové riziko

Měnové riziko je poměrně obvyklým rizikem, které české penzijní fondy podstupují. Zajímavý úrokový diferenciál je motivací. Můžeme tak vidět, že mnohé z českých penzijních fondů investují zejména do polských, maďarských a slovenských dluhopisů. Protože chtějí docilovat vyšších úrokových výnosů než při domácích investicích nezajišťují se proti měnovému riziku. Při relevantním zajištění by úrokový diferenciál klesl na nulu. V současné době je velmi propagován produkt CDO, který jakoby odpovídá potřebám penzijních fondů, které nemají dostatečný analytický potenciál. Rizikový profil tohoto produktu je dostatečně znám. Nicméně zřetelný problém je s likviditou tohoto produktu.

Ke kvantifikaci měnového rizika se obvykle přistupuje přes trendy, směrodatné odchylky a volatilitu. Také pomocí vhodné analýzy časových řad nebo za použití parametrického případně historického *VaR*.

#### 5.4 Akciové riziko

Velikost investic do akcií je u penzijních fondů omezená. Není však natolik omezená, že by byla nevýznamná. Obvyklá expozice vzhledem k akciovému riziku je u českých penzijních fondů okolo 10%. Struktura těchto investic u českých penzijních fondů odpovídá tomu co nabízí PX50. Vývoj PX50 proto do velké míry determinuje vývoj hospodaření penzijních fondů. Nicméně na akciové portfolio lze nahlížet jako na spekulativnější, rizikovější. Podobně jako na cizoměnové portfolio. Vedle těchto alokací existuje portfolio investic do běžných obvyklých státních bondů a u těch je výnos relativně jistý. Nesmíme také zapomenout, že analytické kapacity, které penzijním fondům obvykle chybí, má finanční skupina do které patří.

V této oblasti se projeví dobré a špatné řízení penzijního fondu. Protože finanční řízení penzijního fondu nutně potřebuje dobrou strategii více než dobrou taktiku a tak až v delším horizontu se projeví prozíravost a chytrost správců penzijních fondů.

#### 5.5 Riziko spojené s investováním do nemovitostí

Riziko spojené s investováním do nemovitostí je zajímavé. Pakliže si uvědomíme, jak se vyvíjeli ceny nemovitostí za posledních deset let, tak je patrné, že pokud by takto fondy investovali, tak by mohli připisovat účastníkům penzijního připojištění podstatně více než tomu bylo dosud. Je však jisté, že toto byl ojedinělý průběh, který se pravděpodobně nebude opakovat. Co je však zřejmé, je skutečnost, že struktura bydlení v ČR je nedostatečná a tedy současný průměrný výnos investice do nemovitosti na úrovni 10% je i střednědobě reálný.

V zásadě i při kvantifikování tohoto rizika lze postupovat metodou *VaR*. Pochopitelně pro nedostupnost dostatečně dlouhé historie nezbyvá než přistoupit k použití parametrického *VaR*. Zda nabývá význam další složka risk managementu a to back testing a kalibrování. Pro dostatečné fitování modelu a případnou akomodaci je nutné periodicky zkoumat, že model nám dal dostatečně správné informace a že se tedy lze na něj spolehnout.

#### 5.6 Kreditní riziko

Kreditní riziko je penzijním fondem podstupované v minimální míře. Investice penzijních fondů jsou poměrně úzce specifikované v zákoně, jak bylo zmíněno výše, proto také úrokový výnos je nízký. Někdy může však být problém s investováním do kvalifikovaných aktiv, protože jich prostě na trhu je nedostatek. Samozřejmě, že oblast OECD je poměrně rozsáhlá, ale investice do cizoměnových aktiv zase sebou nese potenciální nutnost zajišťovat se proti měnovému riziku, což snižuje výnos.

### 6 Závěr

Finanční řízení penzijního fondu je nejednoduchou záležitostí avšak s velkým potenciálem. Musíme si uvědomit, že popisované problémy jsou jen částí celé reality. Že představují pouze výše z komplexní problematiky. Jestliže obchodní plány a politika představuje pro podnik kompas nebo orientaci v tržním prostředí a vlastně směřování, pak řízení rizik je onou pomyslnou brzdou a optikou, která chrání instituci před utrpením vážných finančních ztrát.

### Literatura

- [1] JOSEF, JÍLEK: *Kapitálový a derivátový trh Bankovní institut a.s.*, 1998.
- [2] TOMÁŠ, CIPRA: *Kapitálová přiměřenost ve financích*, Ekopress, s.r.o., 2002
- [3] JAN, ŠRÁMEK: *Implicitní hodnota životní pojišťovny*, Diplomová práce MF-KU, 1997

## Summary

### **Pension funds – risk management**

The article gives brief description of economic, legal and financial aspects in pension funds business. There are some notes about the development of this business and consequently is also mentioned the role of pension funds in financial group generally. In this article you can also find short description of other members of bank financial group. There is also description how the pension business goes in Czech republic today and some notes how to manage financial risk in such area.