

Pension Funds Performance

Výkonnost penzijních fondů

Petr Musílek¹

Abstract

The aim of this paper is not only to explain the role of pension funds in financial systems, but also to evaluate how effectively the pension funds manage entrusted retirement savings. Particular attention will be paid to the performance of pension funds in the Czech supplementary pension insurance system, which is characterized by the existence of unusual zero yield guarantee. However, the zero yield guarantee causes excessively conservative behavior of portfolio managers, which leads to lower real rates of return.

Key words

Pension funds, pension funds performance, supplementary pension insurance, zero yield guarantee.

JEL Classification: G23

1. Postavení penzijních fondů

V současné době patří penzijní fondy mezi nejdůležitější institucionální investory na finančních trzích. Ve srovnání s investičními prostředníky nebo institucemi kolektivního investování však mají mnohem kratší historii, poněvadž zpravidla vznikají až po druhé světové válce. Postavení penzijních fondů se v posledních letech ve vyspělých státech neustále zvyšuje a dokonce se v některých státech stávají vůbec nejdůležitějšími účastníky finančních trhů. Ekonomický význam penzijních fondů se však podstatně liší v jednotlivých ekonomikách, což potvrzuje tabulka 1.

¹ Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D., Katedra bankovníctví a pojišťovníctví Fakulty financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze, nám.W.Churchilla 4, 130-67, Praha 3, musilek@vse.cz. Příspěvek je zpracován v rámci řešení projektu IGA 8/2010 Chování investičních instrumentů v kontextu finančních krizí..

<i>Země</i>	<i>1996</i>	<i>2005</i>	<i>2010</i>
Nizozemsko	87,3	124,9	134,9
Velká Británie	74,7	70,1	86,6
USA	58,2	98,9	72,6
Kanada	43,0	50,4	60,9
Irsko	45,0	52,8	49,0
Finsko	40,8	66,1	82,1
Rakousko	1,2	4,7	5,3
Německo	5,8	3,9	5,2
Itálie	3,0	2,8	4,6
Španělsko	5,7	9,1	7,9
Maďarsko	-	8,5	14,6
Polsko	-	8,7	15,8
Česká republika	-	4,1	6,3

Tab. č.1: Podíl aktiv penzijních fondů na HDP (podíl aktiv penzijních fondů na HDP, v procentech, vybrané země 1996 - 2010)

Zdroj: Pension Markets in Focus, OECD, October 2006, ss. 4-6; Pension Markets in Focus, OECD, July 2011, s. 7.

Penzijní fondy mají charakter finančních zprostředkovatelů, shromažďujících peněžní prostředky za účelem akumulování a správy kapitálu pro výplatu budoucích penzijních dávek. Mezi výhody rozvinutosti penzijních fondů patří širší nabídka penzijních produktů, podpora tvorby dlouhodobých úspor, omezování politických rizik spojených se systémem státního důchodového zabezpečení a pozitivní vliv na fungování trhů cenných papírů. Je však evidentní, že existence penzijních fondů je spojena i s určitými nevýhodami, mezi které patří zejména nižší mobilita pracovních sil (týká se zejména zaměstnaneckého typu penzijních fondů), riziko neefektivní správy naakumulovaného kapitálu, nebezpečí výskytu chudoby v důsledku slabší role redistribuční funkce veřejných důchodových systémů a nepříznivý dopad investičních rizik na hodnotu penzijních aktiv, což se plně projevilo i po vypuknutí globální finanční krize.

Z první tabulky je evidentní, že penzijní fondy mají doslova zanedbatelnou roli v českém důchodovém systému. Penzijní fondy patří mezi nejmladší finanční instituce na českém finančním trhu, vznikající postupně až od roku 1994. Jejich hlavním posláním je organizování doplňkového a dobrovolného důchodového systému, který je financován na principu kapitalizovaného důchodu. Zanedbatelný význam penzijních fondů v českém důchodovém systému potvrzuje i dokument OECD „Pensions and the Crisis“ (2009), ze kterého vyplývá, že v roce 2008 příjmy osob v důchodu byly v ČR tvořeny z 99,3 % ze státních dávek a dávky z penzijních fondů včetně příjmů z ostatního kapitálového majetku tvořily pouze 0,7 %. Následující tabulka porovnává podíl příjmů z kapitalizovaných pilířů na celkových příjmech (kromě mzdových příjmů a příjmů ze soukromého podnikání) osob v důchodovém věku ve vybraných zemích OECD.

<i>Země</i>	<i>Podíl příjmů z kapitalizovaných pilířů na celkových důchodových příjmech v procentech</i>
Kanada	50,6
Nizozemsko	46,5
USA	45,1
Velká Británie	43,8
Švédsko	23,8
Německo	16,9
Španělsko	6,8
Itálie	5,3
Maďarsko	2,9
Rakousko	1,9
Polsko	1,2
Česká republika	0,7

Tab. č.2: Podíl příjmů z kapitalizovaných pilířů na celkových důchodových příjmech (vybrané země OECD, 2008)

Zdroj: *Pensions and the Crisis. OECD, 2009, s. 2.*

Podstatné charakteristiky českých penzijních fondů jsou dány zejména zákonem o penzijním připojištění se státním příspěvkem². Mezi nejdůležitější charakteristiky systému českých penzijních fondů patří:

A. Penzijní fondy mají charakter nezávislých soukromých finančních institucí.

B. Účast občanů je sice dobrovolná, avšak státem podporovaná ve formě daňových stimulů a ve světě velmi neobvyklého státního příspěvku.

C. Majetek penzijního fondu je provázán s majetkem účastníků penzijního připojištění.

D. Penzijní fondy sice vytvářejí penzijní plány s definovaným příspěvkem, avšak současně garantují účastníkům penzijního připojištění na roční bázi minimálně nulový výnos z penzijních úspor. Penzijní plány s definovanou dávkou mají pouze doplňkový charakter ve formě invalidních penzí.

E. Penzijní fondy podléhají poměrně přísné regulaci, mající charakter detailní regulace.

2. Výkonnost penzijních fondů

Významné kritérium ekonomické efektivnosti penzijních fondů spočívá v dosažené úrovni reálných výnosových měr z investičních portfolií penzijních fondů. Pokud se používá penzijní plán s definovaným příspěvkem, pak dosažená reálná výnosová míra přímo ovlivňuje výši penzijních dávek. Jestliže je však penzijní plán sestaven jako dávkový, pak reálné výnosové míry primárně ovlivňují finanční náklady sponzora, který garantuje výši budoucích penzijních dávek. Následující přehled demonstruje výkonnost penzijních fondů ve vybraných zemích v posledních dvou dekadách.

² Zákon č.42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením.

<i>Trh</i>	<i>Období</i>	<i>Průměrná roční reálná výnosová míra (v procentech)</i>
Chile	1988 – 2005	9,8
Mexiko	1998 – 2005	7,3
Maďarsko	1998 – 2005	2,4
Polsko	2000 – 2005	8,7
Kanada	1990 – 2005	6,2
USA	1988 – 2005	6,5
Nizozemsko	1993 – 2005	6,4
Velká Británie	1982 – 2005	9,5
Austrálie	1990 – 2005	9,1

Tab. č.3: Reálná roční výnosová míra z portfolií penzijních fondů (různá období, vybrané země)

Zdroj: Antolin, P.: *Pension Fund Performance. Working paper, No. 20, OECD, 2010, s. 9.*

Globální zhroucení cen akciových instrumentů v roce 2008 vedlo k poklesu hodnoty aktiv penzijních fondů o téměř jednu čtvrtinu, což v absolutním vyjádření představovalo téměř 5,4 bil. USD. Nepříznivé dopady globální finanční krize na penzijní fondy v jednotlivých státech závisely na jejich expozici v akciových a strukturovaných produktech. Z hlediska klientů penzijních fondů nejcitlivěji globální finanční krizi pocítili ti účastníci, kteří byli zapojeni do agresivních penzijních fondů s definovaným příspěvkem a současně se nacházeli blízko zákonem stanoveného důchodového věku. Investiční výsledky na vybraných penzijních trzích v období 2008 - 2010 demonstruje následující tabulka.

<i>Trh</i>	<i>Průměrná roční reálná výnosová míra (v procentech)</i>
Chile	- 0,8
Mexiko	1,8
Maďarsko	- 3,2
Polsko	- 1,5
Kanada	- 0,2
USA	- 1,7
Nizozemsko	2,7
Dánsko	4,3
Austrálie	- 5,6

Tab. č.4: Průměrná roční reálná výnosová míra z portfolií penzijních fondů (2008 - 2010, vybrané země OECD)

Zdroj: *Pensions Markets in Focus. OECD, 2011, s.4.*

Proč se v delším období vyskytuje tak výrazně rozdílná reálná výnosová míra mezi penzijními fondy ve sledovaných státech? Důvodem mohou být nejen rozdílné schopnosti správců portfolií a odlišný vývoj výnosových měr na jednotlivých trzích, ale také dopady zvoleného systému regulace penzijních fondů (detailní nebo obezřetnostní)³ včetně garance minimálního zhodnocení penzijních úspor. Tyto faktory pak vedou k výrazně rozdílné struktuře aktiv portfolií penzijních fondů v jednotlivých státech. Konzervativní investiční politika kontinentálních evropských penzijních fondů se projevuje nejen v nízkém zhodnocení spravovaných penzijních úspor, ale přirozeně také i v nízkém riziku. Následující tabulka demonstruje strukturu aktiv fondů ve vybraných zemích OECD.

³ Podrobněji Queisser (1998).

<i>Země</i>	<i>Hotovost + depozita</i>	<i>Dluhopisy</i>	<i>Půjčky</i>	<i>Akcie</i>	<i>Nemovit.</i>	<i>Fondy</i>	<i>Ostatní</i>
Kanada	3,19	24,47	0,36	26,31	5,81	34,48	5,38
Chile	0,14	36,66	2,48	19,25	0,00	40,52	0,94
Česká republika	10,17	80,48	0,00	1,62	0,96	3,20	3,57
Rakousko	3,95	1,98	1,25	0,17	0,36	92,08	0,00
Finsko	3,49	37,50	9,60	40,61	6,95	0,00	1,95
Nizozemí	1,88	31,47	2,67	12,11	2,16	50,42	9,28
Itálie	5,66	42,41	0,00	10,04	4,01	8,46	29,43
Polsko	2,32	66,53	0,00	30,21	0,00	0,64	0,30
Maďarsko	2,49	56,83	0,00	10,76	0,23	27,29	2,40
USA	1,12	20,66	0,86	37,79	1,35	21,29	16,93

Tab. č.5: Struktura aktiv portfolií penzijních fondů (OECD, vybrané země, 2009, v procentech)

Zdroj: <http://stats.oecd.org>; 18.8. 2010.

3. Vliv garance nulového výnosu na výkonnost českých penzijních fondů

Ze zkoumaných penzijních trhů jednoznačně vyplývá, že české penzijní fondy používají nekonzervativnější investiční strategii, pokud však ještě vůbec lze o investiční strategii hovořit. Co je důvodem? Než se pokusíme najít základní důvod, tak nejdříve prozkoumáme regulační pravidla, upravující investiční možnosti českých penzijních fondů. Peněžní prostředky shromážděné penzijním fondem musí být umisťovány s odbornou péčí tak, aby byla zaručena bezpečnost, kvalita, likvidita a rentabilita skladby finančního umístění jako celku. Prostředky penzijního fondu mohou být umístěny zejména do:

- dluhopisů, jejichž emitentem je členský stát OECD nebo centrální banka tohoto státu a dluhopisů, za které převzal záruku členský stát OECD,
- dluhopisů vydaných Evropskou investiční bankou, Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj nebo Mezinárodní bankou pro obnovu a rozvoj nebo jinou mezinárodní finanční institucí, jejíž je Česká republika členem,
- podílových listů otevřených podílových fondů,
- cenných papírů, s nimiž se obchoduje na regulovaném trhu země OECD, který je licencován příslušným úřadem členského státu,
- movitých věcí představujících záruku bezpečného uložení peněžních prostředků, kromě cenných papírů,
- nemovitostí poskytujících záruku spolehlivého uložení peněžních prostředků a sloužících zcela nebo převážně k podnikání nebo bydlení.

Peněžní prostředky shromážděné penzijním fondem mohou být uloženy i na vkladových účtech, vkladních knížkách a na vkladech potvrzených vkladovým certifikátem nebo vkladním listem. Výše takto uložených prostředků u jedné banky nesmí tvořit více než 10 % majetku penzijního fondu nebo 20 mil. Kč. Současně mohou penzijní fondy uzavírat transakce s finančními deriváty, ale pouze za účelem zajištění svých pozic. Hodnota cenných papírů vydaných jedním emitentem nesmí tvořit více než 10 % majetku penzijního fondu. Toto omezení se nevztahuje na státní dluhopisy, státem garantované dluhopisy, dluhopisy centrálních bank nebo dluhopisy mezinárodních finančních institucí. Hodnota rizikových instrumentů (cenných papírů, podílových listů, nemovitostí a movitých věcí) nesmí tvořit více než 70

% majetku penzijních fondů. Celková hodnota movitých a nemovitých věcí nesmí tvořit více než 10 % majetku penzijního fondu. V majetku penzijního fondu nesmí být více než 20 % z celkové jmenovité hodnoty cenných papírů vydaných stejným emitentem. Nejméně 50 % majetku penzijního fondu musí být umístěno nebo uloženo do aktiv znějících na měnu, ve které jsou vyjádřeny závazky penzijního fondu vůči účastníkům. Penzijní fondy nesmí nakupovat akcie jiného penzijního fondu a vydávat dluhopisy. Penzijní fond musí s majetkem hospodařit s odbornou péčí a s cílem zabezpečit spolehlivý výnos. Jakmile penzijní fond zjistí, že není způsobilý krýt nároky na dávky z penzijního připojištění, je povinen přijmout opatření k nápravě a okamžitě o této skutečnosti informovat Českou národní banku.

Z výše uvedeného stručného a zjednodušeného přehledu regulačních investičních pravidel penzijních fondů⁴ se zdá, že penzijní fondy (nebo alespoň některé) by mohly investovat obdobným (neboli agresivním) způsobem, jakým investují nizozemské, finské či kanadské penzijní fondy. České penzijní fondy však naopak používají velmi konzervativní investiční politiku a převážnou většinu svého portfolia umísťují do dluhových cenných papírů, a to zejména do státních dluhopisů a pokladničních poukázek. Poměrně malou část svého portfolia investují do akcií, podílových listů a nemovitostí. Strukturu portfolia odvětví penzijního připojištění demonstruje následující tabulka.

<i>Instrumenty</i>	<i>Podíl v procentech</i>
Peníze na účtech a term. vklady	11,3
Pokladniční poukázky	1,1
Dluhopisy	81,5
Podílové listy	3,3
Akcie	1,7
Nemovitosti	0,9
Ostatní aktiva	0,3

Tab. č. 5: Struktura portfolia odvětví penzijního připojištění (ČR, 2009)

Zdroj: Výroční zpráva Asociace penzijních fondů ČR. APF, 2010.

Jsme toho názoru, že hlavním důvodem nadměrně konzervativní investiční politiky českých penzijních fondů je § 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...“. Jinak řečeno, toto ustanovení zavedlo specifický typ příspěvkového penzijního plánu s garantovaným nulovým výnosem, který znamená, že na pozitivním investičním vývoji participuje jak akcionář penzijního fondu, tak i účastníci penzijního připojištění, a to podle pravidel rozdělování zisku pro penzijní fondy, kdy zisk se musí rozdělovat tak, že nejméně 5 % připadá do rezervních fondů a nejvíce 10 % se rozděluje podle rozhodnutí valné hromady. Zbývá část se použije ve prospěch účastníků penzijního připojištění a osob, jejichž penzijní připojištění zaniklo v roce, za který se zisk rozděluje. Pokud by však byl nepříznivý investiční vývoj a hospodaření penzijního fondu by skončilo ztrátou, pak nelze ztráty „připsat“ na účty účastníků penzijního připojištění. Riziko investiční ztráty tedy nesou převážně akcionáři penzijních fondů. Co je důsledkem tohoto asymetrického rozdělování výnosů a ztrát? Akcionáři penzijních fondů odmítají nést riziko investičního nezdaru, a proto vytvářejí nejkonzervativnější investiční portfolia v zemích OECD, která jsou přirozeně spojena i s velmi nízkou reálnou výnosovou mírou, což potvrzuje následující jednoduché šetření, shrnuté v tabulce č. 6.

⁴ Podrobněji zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením, §33 a §34.

PF	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Aegon	-	-	-	-	-	-	-	-0,9	-0,1	1,1
Allianz	-0,2	0,26	3,11	2,0	0,2	0,8	1,41	-2,4	-0,6	2,1
Axa	0,1	0,15	2,81	2,26	0,3	1,5	0,8	-3,2	-3,6	1,0
Progres	1,62	-0,2	3,66	3,3	2,5	2,8	0,6	-3,0	-3,58	0,0
Stabilita	0,2	-0,9	2,4	1,3	1,5	1,8	1,1	-3,0	-3,55	0,37
Generali	-0,4	0,5	3,5	2,0	0,2	1,61	2,04	-1,3	-1,6	1,4
ING	0,4	0,7	3,4	3,0	-0,3	2,0	1,9	-2,9	-3,56	-0,9
ČP	0,5	-0,3	2,6	2,1	0,7	1,6	1,6	-3,0	-3,4	0,2
ČS	0,2	-0,3	2,9	1,64	0,94	1,83	1,34	-2,3	-3,2	0,28
KB	0,89	0,3	4,03	2,4	0,7	1,8	1,3	-3,1	-3,02	-0,8
q	4,0	4,1	0,6	1,0	2,8	2,2	1,7	5,4	3,6	1,0

Tab. č.6: Reálná výnosová míra z penzijního připojištění (penzijní fondy, 2000-2009, připsané výnosy méně míra inflace / q^{δ} , ČR)

Zdroj: <http://www.apf.cz/vybrane-ekonomicke-ukazatele/zhodnoceni-prostredku-ucastniku-pp-rok-1995-az-2009.html>; http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace.

Již od počátku nového tisíciletí sílily odborné názory, že je nutné zrušit garanci nulového výnosu, která neumožňuje portfolio manažerům penzijních fondů používat agresivnější styl investiční politiky. Při přípravě legislativního projektu oddělení majetku penzijních fondů a účastníků penzijního připojištění a přetvoření penzijních fondů na penzijní správce několika odlišně profilovaných fondů však odborníci nedokázali vyřešit dva podstatné problémy. Za prvé, zda je z právního hlediska vůbec možné zrušit garanci nulového výnosu i původním účastníkům penzijního připojištění. Za druhé, kdo uhradí akviziční náklady penzijních fondů, neboli náklady příštích období ve výši několika miliard korun. Stát nebo penzijní fondy nebo dokonce účastníci penzijního připojištění? Vzhledem k tomu, že zúčastněné strany nebyly schopny najít kompromisní a realizovatelné řešení, varianta transformace penzijní fondů do nového institucionálního uspořádání zůstala v uplynulé dekádě nerealizována. V roce 2008 se postupně vytvořily kontury⁶ úpravy českého systému penzijního připojištění, které byly na počátku roku 2009 ztělesněny návrhem zákona o penzijním spoření⁷. Tento návrh zákona byl založen na následujících principech:

- vznikne zcela nový pilíř penzijního spoření,
- pilíř penzijního připojištění nezanikne, ale uzavře se, nebude do něj již možné dále vstupovat, ale bude možné z něj vystoupit nebo přestoupit do nového systému penzijního spoření,
- nový pilíř penzijního spoření by byl obdobou kolektivního investování (penzijní společnost vytváří a obhospodařuje účastnické fondy), přičemž je důsledně oddělen majetek penzijní společnosti a účastnických fondů,

⁵ Míra inflace je vyjádřena ve formě přírůstku indexu spotřebitelských cen v prosinci oproti stejnému měsíci v předcházejícím roce, přičemž se používají data zveřejněná ČSÚ na http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace.

⁶ 20. října 2008 vláda schválila Teze pro přípravu návrhu nového zákona o penzijním spoření (usnesení vlády č.1297/2008).

⁷ Podle našeho názoru se jednalo o zcela zavádějící název předložené legislativní úpravy, poněvadž z díky z celého zákona bylo zřejmé, že předmětem úpravy nebude penzijní spoření, ale penzijní investování.

- účastnické fondy budou účastníkům evidovat v tržních cenách hodnotu penzijních jednotek, přičemž nebude existovat garance nulového výnosu.

Legislativní proces projednání zákona o penzijním spoření se v Poslanecké sněmovně Parlamentu ČR nepodařil v minulém funkčním období, které vypršelo na jaře 2010, dokončit. Nová vláda však opětovně vrátila zákon o penzijním spoření (v modifikované podobě pod názvem zákon o doplňkovém důchodovém spoření) do nového legislativního procesu.

Literatura

- [1] AARON,H.J., 1966. The Social Insurance Paradox. Canadian Journal of Economic and Political Science, No.32.
- [2] ANTOLIN, P., 2008. Pension Fund Performance. OECD, Working paper, No.20.
- [3] DAVIS,E.P., 1995. Pension Funds. Retirement-Income Security and Capital Markets. An International Perspective. Oxford University Press.
- [4] FREIXAS,X.-HARTMANN,P.-MAYER,C., 2008. Handbook of European Financial Markets and Institutions. Oxford University Press.
- [5] HOLZMANN,R.-HINZ,R., 2005. Old Age Income Support in the 21st Century. The World Bank, Washington.
- [6] Dvořák,P., 1999. Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty. Linde, Praha.
- [7] JONES,Ch.P., 2010. Investments. Principles and Concepts. John Wiley & Sons.
- [8] LIAW,K.T., 2004. Capital Markets. Thomson.
- [9] MUSÍLEK,P., 2011. Trhy cenných papírů. Ekopress.
- [10] OECD, 2006. Pension Markets in Focus. OECD.
- [11] OECD, 2009. Pensions and the Crisis. OECD.
- [12] OECD, 2011. Pensions Markets in Focus. OECD.
- [13] QUEISSER,M., 1998. Regulation and Supervision of Pension Funds: Principles and Practices. OECD.
- [14] Revenda,Z., 2011. Centrální bankovníctví. Management Press, Praha.
- [15] Výroční zpráva Asociace penzijních fondů ČR, 2010. APF.
- [16] Zákon č.42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením.