

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/I/2020/36097107838327300

FUNGOVANIE DÔCHODKOVÝCH FONDOV
NA SVETOVÝCH TRHOCH A NA SLOVENSKU

Diplomová práca

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

FUNGOVANIE DÔCHODKOVÝCH FONDOV
NA SVETOVÝCH TRHOCH A NA SLOVENSKU

Diplomová práca

Študijný program: Bankovníctvo
Študijný odbor: Ekonómia a manažment
Školiace pracovisko: Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Vedúca záverečnej práce: prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.

Pod'akovanie

Týmto chcem vzdať hold vedúcej tejto diplomovej práce, prof. Božene Chovancovej, za spoluprácu pri supervízii. V neposlednom rade sa chcem poďakovať rodine, ktorá mi vytvorila výborné podmienky pre pokojné štúdium.

Abstrakt

HERCEGH, Ondrej: *Fungovanie dôchodkových fondov na svetových trhoch a na Slovensku*. - Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta, Katedra bankovníctva a medzinárodných financií - Vedúci záverečnej práce: prof. Ing. Božena Chovancová, PhD. - Bratislava: NHF EU, 2020, 81 s.

Cieľom záverečnej práce je zhodnotenie fungovania dôchodkových fondov vo svete a na Slovensku. Práca je rozdelená do štyroch kapitol. Obsahuje šesť grafov, desať tabuliek a sedem príloh. Prvá kapitola je venovaná teoretickému vymedzeniu problematiky, pričom sa stručne venujeme historickému vývoju penzijných systémov, definujeme si typy penzijných plánov a charakterizujeme penzijné fondy. V ďalších častiach sa venujeme praktickému fungovaniu penzijných fondov u nás a vo svete, pod prizmou demografických zmien a ďalších faktorov. Ukazujeme si najlepšie príklady zo sveta, pričom dôraz kladieme na detailnú analýzu fungovania kapitalizačných pilierov penzijného zabezpečenia na Slovensku. Výsledkom riešenia danej problematiky je syntéza zistených informácií a medzinárodné porovnanie výkonnosti penzijných fondov v čase, medzi sebou a taktiež s vybranými benchmarkmi.

Kľúčové slová:

penzijné fondy, dôchodkové fondy, suverénne fondy, výkonnosť fondov, penzijné plány, demografia

Abstract

HERCEGH, Ondrej: *The functioning of pension funds in the world markets and in Slovakia*. - University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy, Department of Banking and International Finance - Thesis supervisor: prof. Ing. Božena Chovancová, PhD. - Bratislava: NHF EU, 2020, 81 p.

The aim of this thesis is to evaluate the functioning of retirement funds in the world and in Slovakia. The thesis is divided into four chapters. It contains sixteen graphs, ten charts and seven attachments. The first chapter is devoted to the theoretical definition of the issue, we deal with the historical development of the pension funds, we define types of pension plans and characterize pension funds. In the following parts we talk about the practical functioning of pension funds in our country and in the world under the prism of demographic changes and other factors. We show the best examples from the world while putting the stress on the detailed analysis of the functioning of capitalization pillars of pension safety in Slovakia. The outcome of this issue is the synthesis of acquired information and international comparison of the pension funds performance in time, among each other and with chosen benchmarks as well.

Key words:

pension funds, retirement funds, sovereign funds, performance of funds, pension plans, demographics

Obsah

Úvod	10
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma i v zahraničí	12
1.1 Prierez zahraničnou a domácou literatúrou	12
1.2 Vznik a vývoj fungovania verejných penzijných systémov.....	16
1.3 Súčasná klasifikácia penzijných systémov.....	21
1.4 Typy penzijných plánov	24
1.5 Charakteristika penzijných fondov	25
2 Cieľ, metodika práce a metódy skúmania	28
3 Penzijné systémy a fondy v zahraničí	30
3.1 Regulácia a fungovanie penzijných fondov v Európskej únii.....	30
3.2 Demografický vývoj v Európe ako kľúčový faktor v otázke reforiem sociálneho zabezpečenia	34
3.3 Hodnotenie penzijných systémov podľa Melbourne Mercer Global Pension Index.....	36
3.4 Fungovanie penzijných fondov v Holandsku.....	38
3.5 Špecifiká penzijných fondov v Nemecku	42
3.6 Fungovanie českých penzijných fondov v dôsledku zmeny legislatívy	43
3.7 Poľský penzijný systém pod prizmou zoštátnenia druhého piliera.....	46
3.8 Penzijné fondy ako zdroj investícií do domácej ekonomiky	47
3.9 Suverénne fondy ako podporné zdroje financovania budúcich penzií.....	50
4 Diskusia	56
4.1 Vznik a legislatívne predpoklady pre fungovanie penzijných fondov v podmienkach Slovenskej republiky	56
4.2 Investičné rozhodnutia v súvislosti s ekonomickou gramotnosťou slovenských občanov.....	61

4.3 Výkonnosť penzijných fondov druhého piliera SR v komparácii s očakávaniami a vybraným benchmarkom	62
4.4 Penzijné fondy tretieho piliera	68
Záver	72
Zoznam použitej literatúry	74
Prílohy	Chyba! Záložka nie je definovaná.

Zoznam grafov a tabuliek:

Grafy:

Graf č. 1: Aktíva v penzijných fondoch naprieč krajinami OECD (2018).....	33
Graf č. 2: Prognóza miery závislosti osôb starších ako 65 r. (v %).....	35
Graf č. 3: Projekcia priemerného času žitia nad rámec 65 rokov.....	36
Graf č. 4: Nominálna výnosnosť penzijného fondu ABP.....	39
Graf č. 5: Sektorové a geografické rozloženie investícií ABP.....	40
Graf č. 6: Funding ratio holandských penzijných fondov.....	41
Graf č. 7: Nom. výnosnosť troch najväčších českých transformovaných fondov.....	44
Graf č. 8: TOP 5 najvýkonnejších účastníckych fondov (v %).....	45
Graf. č. 9: Štruktúra investícií Government Pension Fund Global.....	51
Graf č. 10: Podiel štruktúry investícií na výnosnosti fondu (v %).....	52
Graf č. 11: Geografická štruktúra investícií tzv. nórskeho fondu.....	53
Graf. č. 12: Ročná nominálna výnosnosť suverénnych fondov (v %).....	54
Graf č. 13: Náklady a výnosy verejnej správy spojené s existenciou druhého piliera.....	57
Graf č. 14: Podiel čistej hodnoty majetku v dôchodkových fondoch (vždy k 31. 1.).....	59
Graf č. 15: Reálne zhodnotenie penzijných fondov 2008-2018 p. a. (v %).....	63
Graf č. 16: Štruktúra aktív penzijných fondov - priemer za 2008-2018 (v %).....	64

Tabuľky:

Tabuľka č. 1: Najväčšie penzijné fondy v USA (v mld. USD, 2017).....	20
Tabuľka č. 2: Najväčšie penzijné fondy na svete (v mld. USD, 2018).....	26
Tabuľka č. 3: Aktíva súkromných a verejných penzijných fondov k HDP krajín (v %)...	27
Tabuľka č. 4: Melbourne Mercer Global Pension Index 2019.....	38
Tabuľka č. 5: Podiel zahraničných investícií penzijných fondov.....	48

Tabuľka č. 6: Indexové fondy vs. benchmark (2012-2019).....	65
Tabuľka č. 7: Akciové fondy vs. benchmark (2006-2015).....	66
Tabuľka č. 8: Dlhopisové fondy vs. benchmark (2006-2015).....	67
Tabuľka č. 9: Nom. a reál. výnosnosť sporiacich fondov 3. piliera (k 31. 12. 2019).....	69
Tabuľka č. 10: Štruktúra aktív fondov tretieho piliera (k 29. 2. 2020).....	70

Úvod

Len málokto z nás sa počas svojho produktívneho veku pozerá smerom ku svojej starobe. Smrť sme sa naučili vytlačiť na perifériu, ľudia v poproduktívnom veku sa pre nás zdajú nepotrební, sú nám často na príťaž. Osobná zaangažovanosť ide do úzadia, na základe historických súvislostí sa spoliehame na paternalistickú úlohu štátu, čo platí aj v prípade dôchodkového zabezpečenia.

Aj pod prizmou týchto skutočností sme sa rozhodli spracovať problematiku fungovania dôchodkových fondov na Slovensku a v zahraničí. V dôsledku negatívnej demografickej krivky, spojenej s ďalšími faktormi, sa snažíme v nasledujúcich stranách okrem iného poukázať na opodstatnenosť fungovania kapitalizačných pilierov penzijného zabezpečenia u nás a vo svete, ktorých cieľom je rozložiť náklady na financovanie dôchodkového zabezpečenia v čase.

V úvodnej kapitole prinášame pohľad vybraných autorov, ktorí sa aktívne zaoberajú touto problematikou. Načierame do histórie, keď vznikali prvé moderné systémy sociálneho zabezpečenia. Predstavujeme teoretickú klasifikáciu penzijných systémov a typov penzijných plánov.

Druhá kapitola je venovaná charakterizovaniu hlavného cieľa, stanovujeme otázky, na ktoré v ďalšej časti práce hľadáme odpovede. Taktiež v tejto kapitole ozrejmujeme metódy skúmania použité pri kreovaní tejto práce.

V tretej kapitole analyzujeme súčasné fungovanie penzijných fondov v zahraničí, ukazujeme si najlepšie príklady zo sveta, ale aj krajiny, kde nad dlhodobou zodpovednosťou vyhrala krátkodobá fiškálna stimulácia. Taktiež sa pozeráme na demografické predpoklady, ktoré budú čoraz viac akcelerovať výdavkové tlaky na dôchodkové zabezpečenie, najmä v strednodobom a dlhodobom horizonte. Venujeme sa otázke, do akej miery aktíva penzijných fondov slúžia ako zdroj investícií smerom do domácej ekonomiky. Neobchádzame ani problematiku suverénnych fondov, ktorých zdroje plánujú vybrané štáty použiť na dofinancovanie výdavkov penzijných systémov v budúcnosti.

V rámci diskusie venujeme špeciálnu pozornosť fungovaniu penzijných fondov na Slovensku. Poukazujeme na silné a slabé stránky nášho penzijného zabezpečenia, analyzujeme najvýznamnejšie legislatívne zmeny, ktoré determinovali charakter

fungovania nášho penzijného systému. Rozoberáme druhý a tretí pilier slovenského penzijného systému, ktorých podstatou sú penzijné fondy. Výkonnosť týchto fondov porovnávame v čase, medzi sebou a taktiež s vybranými benchmarkmi.

Veríme, že táto práca pomôže čitateľom k zamysleniu sa nad fungovaním a dlhodobou udržateľnosťou penzijných systémov, so špeciálnym dôrazom na kapitalizačné piliere dôchodkového zabezpečenia.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma i v zahraničí

Tak ako rôzne najnovšie technologické výdobytky využívali najskôr armády, v podobnom duchu môžeme rozprávať aj o prvopočiatoch penzijného zabezpečenia. Boli to práve vojaci, ktorých takýmto spôsobom motivovali panovníci, aby boli ochotní podstúpiť riziko úmrtia a obetavejšie bojovali za svoje „farby“. Oveľa neskôr, keď sa z filozofie vyvinula ekonomická veda, začali sa autori podrobnejšie zaoberať dôchodkovým zabezpečením obyvateľstva v poproduktívnom veku, resp. v prípade choroby či úrazu. Za základnú ekonomickú mantru, venujúcu sa penziám na inštitucionálnej úrovni možno považovať Bismarckov a Beveridgeov model dôchodkového zabezpečenia. O týchto pôvodných penzijných modeloch si povieme viac v podkapitole 1.2.

1.1 Prierez zahraničnou a domácou literatúrou

Medzi najnovšie vedecké publikácie, ktoré sa venujú problematike penzijných fondov, môžeme zaradiť napríklad knihu s príznačným názvom *Preklenutie medzier: verejné penzijné fondy a finančná infraštruktúra* (2019)¹. Autormi danej publikácie sú dvaja americkí ekonómovia. Akademickú obec zastupuje profesor Ingo Walter, pôsobiaci na New York University, praktický svet biznisu reprezentuje druhý autor, odborník na penzijné fondy Clive Pilshitz. Ako možno tušiť už zo samotného názvu, autori sa vo svojej publikácii venujú najmä otázke udržateľnosti penzijných systémov, ktoré sú v Spojených štátoch amerických veľmi diverzifikované. Zo zistení daných autorov vyplýva, že v USA je 297 rôznych štátnych penzijných systémov, pričom na lokálnej úrovni sa toto číslo šplhá až na vyše 5200! Na problematiku sa autori pozerajú primárne z pohľadu udržateľnosti verejných financií v súvislosti s otázkou kvality života obyvateľov Spojených štátov. Obaja autori ozrejmuju, že investovanie do reálnej infraštruktúry úzko súvisí s problematikou penzijných fondov, ktoré sú obrovským zdrojom investičného kapitálu (aj v súvislosti s financovaním štátnych dlhov prostredníctvom dlhopisov).

Čo sa týka Európy, skutočne obširným spôsobom sa penzijnými systémami zaoberá profesor David Blake, riaditeľ britského Penzijného inštitútu (Pensions Institute). Vo svojej knihe *Penzijná ekonomia* (2006)² najskôr rozoberá jednotlivé teoretické prístupy vedúce k penzijnému zabezpečeniu – z individuálneho či korporátneho pohľadu a taktiež

¹ WALTER, I. a LIPSHITZ, C.: *Bridging the Gaps: Public Pension Funds and Infrastructure Finance*. 1. vyd. New York, 2019. 149 s. ISBN 978-1077442368.

² BLAKE, D. *Pension Economics*. 1. vyd. West Sussex (Anglicko) : John Wiley & Sons Ltd, 2006. 273 s. ISBN 978-0-470-05844-2.

na základe teórií životného cyklu. Ďalej rozpracúva tieto formy dôchodkového zabezpečenia z praktického hľadiska, pričom nezabúda ani na aspekt behaviorálneho konania budúcich poberateľov penzií. Keďže neexistuje dokonalá informovanosť, navyše musíme pripustiť, že individuálne subjekty sa nerozhodujú vždy podľa paradigmy homo oeconomicus, ale ich rozhodnutia podliehajú rôznym kognitívnym a emocionálnym skresleniam. V konečnom dôsledku sa tieto subjekty nezriedka odchyľujú od racionálnych rozhodnutí.

V roku 2011 vydal poľský autor Zbigniew Kominek publikáciu s názvom *Reguláciou spôsobená stádovitosť? Dôkaz z poľských penzijných fondov*³. Z jeho zistení vyplýva, že regulačné opatrenia v prípade výnosnosti poľských penzijných fondov majú za následok, že manažéri týchto fondov sa uchýľujú k stádovitosti, aby minimalizovali riziko nižšieho výnosu v porovnaní s benchmarkom (za benchmark považujeme v tomto prípade konkurenčné poľské penzijné fondy). Sekundárnym efektom ich rozhodnutí je skutočnosť, že tieto regulačné opatrenia akcelerujú investície fondov do štátnych cenných papierov (nezriedka v rámci peňažného trhu) a jednotlivé fondy presadzujú veľmi podobné, až totožné, investičné stratégie. Hoci od tejto analýzy prešiel poľský penzijný systém ďalšími reformami (medzi ktoré patrí napríklad uvoľnenie kritérií pre otvorené fondy, ale aj de facto ukončenie činnosti otvorených DC fondov druhého piliera v roku 2019), autor nám ponúka exkurz do správania manažérov fondov v prostredí prísnej regulácie.

Snahu Európskej únie o harmonizáciu penzijných fondov v rámci európskeho priestoru analyzuje Igor Guardiancich⁴ vo svojom vedeckom článku s názvom *Paneurópske penzijné fondy: Aktuálna situácia a vyhliadky do budúcnosti* (2011). Primárne sa vo svojom texte opiera o Smernicu Európskeho parlamentu (EP) z 3. júna 2003 o činnosti a dohľade nad inštitúciami zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia. My sa budeme v našej práci zaoberať aj ďalšími direktívami, ktoré boli prijaté neskôr. Či už Nariadením EP a Rady č. 1094/2010, ktorým vzniká Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov, alebo Smernicou EP a Rady 2016/2341, ktorá definuje činnosti inštitúcií zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia a taktiež aj dohľad nad týmito inštitúciami.

³ KOMINEK, Z.: Regulatory induced herding? Evidence from Polish pension funds [online]. In *Economic Change and Reconstruction*. Springer US, 11. 5. 2011. s. 97-119 [cit. 6.10.2019]. ISSN 1574-0277. Dostupné na: <https://doi.org/10.1007/s10644-011-9111-2>

⁴ GUARDIANCICH, I. Pan-European Pension Funds: Current Situation and Future Prospects. In *International Social Security Review*, č. 64, 2011, s. 15-36, ISBN 978-80-8168-663-4.

Ekonom Igor Guardiancich sa okrem iného špecializuje na reformy penzijných systémov európskych post-socialistických krajín. Tieto svoje poznatky publikoval v knihe s názvom *Penzijné reformy v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe: z post-socialistického prechodu, do globálnej finančnej krízy* (2012)⁵. V danej publikácii autor analyzuje legislatívne zmeny a samotnú implementáciu reforiem penzijného zabezpečenia v štyroch krajinách: Maďarsku, Poľsku, Slovinsku a v Chorvátsku. Autor tvrdí, že prioritným cieľom penzijných schém by mala byť snaha redukovať chudobu a zabezpečiť primeraný starobný dôchodok, pričom treba klásť dôraz na fiškálnu rovnováhu (nielen v krátkodobom horizonte). Dôležitý je preto politický postoj, ktorý by sa mal pozeráť smerom do budúcnosti a nesnažiť sa krátkozrakými rozhodnutiami naplňať štátnu kasu (tu a teraz), na úkor zvyšovania budúcich, tzv. implicitných nákladov.

Podobne ako ostatní autori z krajín OECD, aj Christian Hertrich vo svojej práci s názvom *Kritériá alokácie aktív do fondov dôchodkového poistenia* konštatuje, že negatívna demografická krivka spolu s ďalšími faktormi prispieva k destabilizácii priebežného penzijného systému (pay-as-you-go). Autor to prezentuje na skutočnosti, že náhrada hrubej mzdy dôchodcov v Nemecku je momentálne na úrovni 47,1 %, pričom tento stav je podľa jeho názoru pri nezmenených podmienkach penzijného systému neudržateľný. Autor taktiež kritizuje prísnu reguláciu, ktorá spôsobuje, že nemeckí manažéri preferujú príliš konzervatívnu alokáciu aktív. Ako jedno z východísk vidí silnejšiu legislatívnu podporu zamestnaneckých penzijných fondov. Za vzor rozvinutosti kapitálových penzijných fondov pokladá Veľkú Britániu a Holandsko, kde je väčšina aktív alokovaných v rámci spoločensky zodpovedných stratégií (SRI) a alternatívnych investícií, pričom určitú časť zaberajú aj derivátové obchody. Stratégiu SRI v Holandsku praktizuje až 83 % penzijných fondov. V prípade alternatívnych investícií sa autor zameriava najmä na hedžové fondy a komodity.⁶

Pri pohľade na tuzemskú publikačnú činnosť musíme skonštatovať, že v nedávnej minulosti uzrelo svetlo sveta veľké množstvo vedeckých článkov, ktoré sa týkajú problematiky penzijných systémov a penzijných fondov. Príkladom je rozsiahla publikačná činnosť Ekonomického ústavu SAV. Ján Košta sa vo svojej práci *Možnosti riešenia rizík*

⁵ GUARDIANCICH, I. Pension Reforms in Central, Eastern and Southeastern Europe: From post-socialist transition to the global financial crisis. In *International Social Security Review*. 1. vyd. New York : Routledge, 320 s. ISBN 978-0-415-68898-7.

⁶ HERTRICH, CH. *Asset Allocation Considerations For Pension Insurance Funds*. 1. vyd. Stuttgart (Nemecko) : Springer Gabler, 2013. 405 s. ISBN 978-3-658-02166-5.

vo financovaní dôchodkového systému s ohľadom na príjmové nerovnosti (2017) venuje problematike financovania dôchodkového systému na Slovensku, pričom dôraz kladie na silnejúcu zmenu proporcionality medzi obyvateľstvom v produktívnom a v poproduktívnom veku. „Cieľom práce je identifikovať hlavné možnosti ako predchádzať najväčším rizikám dôchodkového systému, vyplývajúcim z vysokého rastu počtu dôchodcov do roku 2030.“⁷ Ten istý autor vydal o rok skôr štúdiu s názvom *Riziká rastu príjmových nerovností vyplývajúce z nastavenia penzijného systému*⁸, v ktorej analyzuje vplyv zásadných reforiem nášho dôchodkového systému z roku 2004 na rôzne druhy dôchodkov, pričom kladie dôraz na otázku dôležitosti medzigeneračnej solidarity a z tejto perspektívy ponúka možné vylepšenia existujúceho penzijného systému.

Udržateľnosti priebežného dôchodkového systému v kontexte starnutia populácie sa v podmienkach Českej republiky venujú vo svojom vedeckom článku dvaja autori – Martin Janíčko a Ashot Tsharakyan (2013). Prišli k záveru, že pre dlhodobú udržateľnosť priebežného dôchodkového systému je potrebná aktívna podpora zamestnanosti ľudí starších ako 55 rokov a motivácia starobných dôchodcov pracovať, čím sa štátu znížia náklady na vyplácanie starobných dôchodkov a na druhej strane zvýšia príjmy z odvodov týchto pracovne aktívnych ľudí.⁹

Iveta Pauhofová sa venuje v práci s názvom *Suverénne fondy vo svete*¹⁰ problematike penzijných a nepenzijných suverénnych fondov. V tejto publikácii nachádzame komplexný pohľad na suverénne fondy, do ktorých krajiny alokujú hlavne svoje prebytky v obchodnej bilancii, najčastejšie príjmy z exportu komodít. Autorka taktiež porovnáva objem a výkonnosť najväčších svetových suverénnych fondov, pričom bližšie špecifikuje, ktoré krajiny sa alokáciou zdrojov do týchto fondov snažia kryť budúce narastajúce náklady z obsluhy penzií. Tá istá autorka vo svojom príspevku *Príjmová*

⁷ KOŠTA, J. *Možnosti riešenia rizík vo financovaní dôchodkového systému s ohľadom na príjmové nerovnosti* [online]. 1. vyd. Bratislava : Ekonomický ústav SAV, 2017. 37 s. [cit. 11.10.2019]. ISSN 1337-5598. Dostupné na: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/363_j_kosta_wp_93_moznosti_riesenia_rizik_vo_financovani_final.pdf

⁸ KOŠTA, J. *Možnosti riešenia rizík vo financovaní dôchodkového systému s ohľadom na príjmové nerovnosti* [online]. 1. vyd. Bratislava : Ekonomický ústav SAV, 2016. 31 s. [cit. 11.10.2019]. ISSN 1337-5598. Dostupné na: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/347_wp_87_kosta_2016.pdf

⁹ JANÍČKO, M a TSHARAKYAN, A. K udržateľnosti priebežného dôchodkového systému v kontexte starnutia populácie. Praha : Bankovní inštitut VŠ Praha, č. 3, 2013, 321-337 s. In *Politická ekonomie*. ISSN 0032-3233.

¹⁰ PAUHOFOVÁ, I. *Suverénne fondy vo svete* [online]. Košice : Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach, 2014. 126 s. [cit. 11.10.2019]. ISSN 1337-5598. Dostupné na: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/256_final_ucebnica2014_farba.pdf

stratifikácia a problémy globálnej spotreby, ktorý odznel v novembri 2010 na konferencii v Bratislave, nastoľuje v súvislosti s negatívnou demografickou prognózou a neustále sa zvyšujúcim priemerným vekom dožitia viacero zaujímavých otázok, ktoré považujeme za prínosné citovať v plnom rozsahu: „Budeme obmedzovať penzijné systémy, znižovať dôchodky, znižovať pomer medzi dôchodkom a mzdami, budeme znižovať valorizáciu? Tým však automaticky odpíšeme 20 – 30 % spotreby v jej dnešnej podobe. Už dnes je príjem dôchodcov veľmi nízky. Žiadny kapitalizačný pilier, žiadny druhý, tretí, podnikový pilier problém nevyrieši. Základnou otázkou je málo peňazí, z ktorých sa buduje budúca penzijná sústava. Čo spraviť s kategóriou ľudí, ktorí sa dožívajú vďaka medicíne stále dlhšieho veku, poberajú dôchodok 15, 18, 20 rokov? Vďaka vývoju v medicíne bude pravdepodobne stále väčšia časť populácie poberať dôchodok. Znamená to, že dôchodkový systém bude musieť absorbovať obrovské zvýšenie potreby zdrojov. Súčasná príjmová stratifikácia populácie zásadným spôsobom devastuje možnosť získať vysoký dôchodok, vzhľadom na nízku mzdu. Trvale možno očakávať deficit nielen prvého piliera, ale aj budúcich dôchodkov z druhého piliera.“¹¹

Nateraz najnovšia a najucelenejšia slovenská literatúra, mapujúca penzijné fondy u nás a vo svete, uzrela svetlo sveta v roku 2017. Pod autorskou taktovkou Boženy Chovancovej a Petra Árendáša pripravil kolektív ekonómov publikáciu s názvom *Dôchodkové fondy vo svete a na Slovensku*¹². Na začiatku prináša tento knižný zdroj stručný pohľad na historický vývoj dôchodkových systémov, okrem toho rieši aktuálne otázky a stratégie týkajúce sa spravovania aktív a v poslednej časti venuje osobitnú pozornosť fungovaniu penzijného systému v podmienkach Slovenskej republiky.

1.2 Vznik a vývoj fungovania verejných penzijných systémov

Ak sa pozrieme na problematiku sociálneho zabezpečenia obyvateľstva v poproduktívnom veku, v prípade verejných penzijných systémov vznikli dve hlavné koncepcie – Bismarckova a Beveridgeova. Rozmach sociálnej demokracie v druhej polovici 19. storočia primäl prívrženca voľného trhu Otta von Bismarcka k politickej reakcii. Odhodlal sa reformovať sociálnu oblasť štátu. Tomuto nemeckému kancelárovi,

¹¹ PAUHOFOVÁ, I. Príjmová stratifikácia a problémy globálnej spotreby [online]. Bratislava : Ekonomický ústav SAV, 2011. 7-12 s. In *Budúce podoby ekonomických systémov* [cit. 11. 10. 2019]. ISBN 978-80-7144-193-9. Dostupné na: [http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/zbornik%20Buduce%20podoby%20ekonomickych%20systemov\[1\]\[3\].pdf](http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/zbornik%20Buduce%20podoby%20ekonomickych%20systemov[1][3].pdf)

¹² CHOVANCOVÁ, B. a kol. *Dôchodkové fondy vo svete a na Slovensku*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. s. 216. ISBN 978-80-8168-663-4.

otcovi zjednoteného Nemecka, sa od daného obdobia pripisujú zásluhy za zavedenie významných sociálnych reforiem. Prijal zákony o sociálnom zabezpečení v prípade choroby, úrazu a staroby. Nás zaujíma najmä fungovanie **Bismarckovho penzijného systému**, ktorý v sebe nesie zaujímavý primát - bol prvým inštitucionalizovaným verejným penzijným systémom na svete. V porovnaní s Beveridgeovým systémom, ktorý garantoval minimálny dôchodok, možno konštatovať, že Bismarckov systém vykazoval výraznejšie znaky zásluhovosti a minimalizoval redistribúciu zdrojov. Stal sa vzorom pre **kontinentálnu Európu**. Koniec-koncov, na Bismarckových základných princípoch stále fungujú penzijné systémy v Nemecku, ale aj vo Francúzsku či Taliansku. V čase implementácie tohto systému bol v Nemecku priemerný vek dožitia na úrovni len takmer 45 rokov, pričom poberanie starobného dôchodku začínalo až od 70. roku života. Aj z tohto si možno domyslieť, že dopad na verejné financie a potreba dofinancovania systému zo strany štátneho rozpočtu boli na minimálnej úrovni. Okrem toho fond, z ktorého sa vyplácali starobné dôchodky, nebol priamo naviazaný na štátny rozpočet, takže odvodové prebytky sa kumulovali a zhodnocovali smerom do budúcnosti. Systém vydržal bez výraznejších korekcií Veľkú depresiu, prvú svetovú vojnu a fungoval aj počas druhej svetovej vojny. Po jej skončení sa však nemecké hospodárstvo prepadlo veľmi strmo nadol, rovnako dramaticky poklesla aj hodnota dlhopisov, do ktorých penzijný fond prioritne investoval. Táto skutočnosť v konečnom dôsledku znamenala koniec Bismarckovo modelu v jeho klasickej podobe a prechod na systém priebežného financovania (pay-as-you-go).¹³

Druhá významná reforma sa v Nemecku udiala v roku 1972, penzie boli odvtedy valorizované ako určitý percentuálny podiel z hrubej mzdy počas produktívneho životného cyklu budúceho poberateľa penzie. *„Systém má vysokú mieru náhrady mzdy. Pre pracovníka, ktorý pracoval 45 rokov a poberal počas toho obdobia priemernú mzdu to znamená, že náhrada mzdy je až na úrovni 70-percent. Napríklad, v porovnaní s náhradou mzdy v USA je to výrazne viac, tam sa pohybuje na úrovni 53-percent.“*¹⁴

V danej publikácii autori zdôrazňujú, že výdavky na starobné dôchodky zohrávajú v pomyselnom koláči verejných výdavkov Nemecka stále významnú úlohu. Na začiatku

¹³ BORSCH-SUPAN, A., WILKE, CH. B. *The German Public Pension System: How it Was, How it Will Be* [online]. Michigan Retirement Research Center Research Paper No. WP 2003-041, 2003. 33 s. [cit. 12.10.2019]. Dostupné na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1090895>

¹⁴ BORSCH-SUPAN, A., WILKE, CH. B. *The German Public Pension System: How it Was, How it Will Be* [online]. Michigan Retirement Research Center Research Paper No. WP 2003-041, 2003. 33 s. [cit. 12.10.2019]. Dostupné na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1090895>

tretieho milénia predstavovali takmer 12 percent hrubého domáceho produktu krajiny (viac malo len Taliansko, 14,2 percenta HDP), čo je vyše 21 percent z verejných výdavkov.

Hoci sa zvyčajne považuje za zakladateľa penzijného systému vo Veľkej Británii William Beveridge, bolo to trošku inak. Je síce zrejmé, že sa v roku 1942 významne zaslúžil o vytvorenie prvého univerzálneho penzijného systému sociálneho zabezpečenia vo Veľkej Británii. Prvé kroky v tejto oblasti však urobili Briti už o 34 rokov skôr. Bol to *Zákon o starobných dôchodkoch (The Old Age Pension Act)*, snažiaci sa o sanáciu neutešených pomerov ľudí, ktorí vzhľadom k svojmu vysokému veku neboli schopní pracovať. Problémom ale bola praktická realizácia tohto zákona, ktorý primárne riešil výdavkovú stránku, ale nemal doriešené zdroje financovania. Ďalším krokom na ceste k modernému dôchodkovému systému bolo prijatie zákona z roku 1925 (*The Widows, Orphans and Old Age Contributory Pensions Act*), ktorý však tiež nezahrnul pod svoje krídla spoločnosť ako celok, ale len manuálne pracujúce a nízkoprijemové obyvateľstvo. Aj preto za otca myšlienky inštitucionalizovaného (celospoločenského) penzijného systému vo Veľkej Británii považujeme **Williamu Beveridgea**. Tento verejný penzijný systém môžeme inými slovami označovať aj ako **anglo-americký**, lebo svoj rozmach dosiahol najmä v tomto geografickom priestore. Ako sme naznačili už vyššie, hlavným zmyslom zavedenia verejného penzijného systému vo Veľkej Británii bola snaha redukovať chudobu obyvateľstva v poproduktívnom veku. Beveridge navrhol jednotlivcom v poproduktívnom veku poskytovať paušálny príjem, ktorý by bol dostačujúci na to, aby týchto jednotlivcov dokázal zdvihnúť ponad úroveň absolútnej chudoby. Tieto výdavky mali byť financované príspevkami, ktoré do systému títo ľudia posielali v produktívnom veku.¹⁵

„Znenie Zákona o národnom poistení (The National Insurance Act), ktorý bol prijatý v roku 1946, s účinnosťou od roku 1948, sa však odlišovalo od Beveridgeového pôvodného návrhu. Implementovanie plne financovaného systému totiž nepočítalo s vyplácaním penzií terajším starším ľuďom a účastníkom svetovej vojny. Preto sa vláda rozhodla, že penzie budú poberať aj ľudia, ktorí sa nepodieľali príspevkami na chode

¹⁵ BOZIO, A., CRAWFORD, R., TETLOW, G. *The history of state pensions in the UK: 1948 to 2010*. [online]. Institute for Fiscal Studies, 2010, 5-10 s. [cit. 12. 10. 2019]. ISBN 978-1-903274-77-4. Dostupné na: <http://www.ifs.org.uk/bns/bn105.pdf>

systemu. V konečnom dôsledku teda zaviedla systém priebežného financovania (pay-as-you-go)¹⁶.

Časom sa ešte viac oslabila súvislosť medzi vplyvom výšky príspevkov jednotlivca na jeho penziu, pričom dôraz sa kládol hlavne na časové obdobie, počas ktorého jednotlivec prispieval do tohto systému. Aby bolo možné v budúcnosti zvýšiť úroveň penzií, Veľká Británia sa snažila v druhej polovici 20. storočia podporovať zamestnanecké dôchodkové fondy, taktiež zaviedla pomyselný druhý pilier penzijného systému, v ktorom si mohol jednotlivec na základe svojho príjmu (naakumulovaných odvodov, ktoré boli investované na trhu) zakúpiť od poisťovne anuitu.

„Aj ako dôsledok dlhotrvajúcich obáv o nákladovosť penzijných schém, štátny penzijný systém nikdy vo svojej histórii nedosiahol takú úroveň náhrady miezd, ako to môžeme vidieť vo veľa existujúcich systémoch krajín kontinentálnej Európy,“ konštatuje britský Inštitút pre finančné štúdie (Institute for Fiscal Studies). Zaujímavosťou je, že základná štátna пенzia (basic state pension) bola spočiatku vyplácaná na týždennej báze.

Ak sa pozrieme na výšku týždennej priemernej penzie v roku 2009, dosahuje úroveň 95 GBP (len niečo cez 15 percent priemernej mzdy), zatiaľ čo v 80. rokoch bola priemerná пенzia na úrovni 102 GBP (v stálych cenách z roku 2009) a dosahovala 26 percent vtedajšej priemernej mzdy. V danom časovom období teda sledujeme pokles miery náhrady mzdy. Od roku 2003 sa základná štátna пенzia valorizuje minimálne 2,5 percentami ročne, bez ohľadu na mieru inflácie.

Celkom od iného konca vznikali systémy dôchodkového zabezpečenia v Spojených štátoch amerických. Nebola to vláda, ktorá by v prvopočiatkoch tlačila dopredu sociálne zákony, ale jednotliví zamestnávateľi. Vôbec prvou spoločnosťou, ktorá vytvorila súkromný penzijný plán, bola železničarska firma The American Express Company. Písal sa rok 1875. Keďže finančná situácia obyvateľstva bola v tom čase relatívne neutešená, väčšina si nedokázala nasporiť finančné prostriedky a preto až 75 percent mužov starších ako 65 rokov pracovalo. Výnimku tvorili vo väčšine prípadov len zdravotne nespôsobilí a časť obyvateľstva, ktoré si dokázalo počas produktívneho veku vytvoriť dostatočnú finančnú rezervu. Rozmach zamestnaneckých penzijných fondov v USA pokračoval, v roku 1940 bolo súčasťou súkromných penzijných plánov 15 % zo všetkých pracujúcich

¹⁶ BOZIO, A., CRAWFORD, R., TETLOW, G. *The history of state pensions in the UK: 1948 to 2010*. [online]. Institute for Fiscal Studies, 2010, 5-10 s. [cit. 12. 10. 2019]. ISBN 978-1-903274-77-4. Dostupné na: <http://www.ifs.org.uk/bns/bn105.pdf>

v súkromnom sektore (o desať rokov neskôr 25 %, v roku 1970 už 45 %). Jednou z motivácií súkromných spoločností zakladať penzijné schémy boli dôsledky vyplývajúce z prijatia zákona *The Revenue Act*. Vďaka nemu bolo možné príspevky spoločností do penzijných fondov uplatniť ako odpočítateľné položky pri platbe daní, čím si dokázali firmy optimalizovať svoje daňové náklady.¹⁷

Ďalším kľúčovým míľnikom pre americký penzijný systém bolo prijatie zákona ERISA z roku 1974, ktorý reguloval činnosť penzijných fondov a inštitucionálne určil pôsobnosť dvoch penzijných schém:

- schémy s definovaným príspevkom (DC)
- schémy s definovanou dávkou (DB)

Hlavný rozdiel medzi oboma schémami spočíva v tom, že schéma s definovaným príspevkom hovorí o výške príspevku, avšak odplata (dávka) nie je vopred stanovená. Určí sa až na základe výšky naakumulovaného kapitálu alebo je výška odplaty (dávky) v tejto schéme závislá na momentálnej hladine záväzkov. Na druhej strane, schéma s definovanou dávkou už vopred definuje výšku dávky, alebo aspoň metodiku jej výpočtu.¹⁸

Tabuľka č. 1: Najväčšie penzijné fondy v USA (v mld. USD, 2017)

1.	California Public Employees' Retir. Sys.	336,68
2.	California State Teachers' Retir. Sys.	216,19
3.	New York State Common Retirement	201,26
4.	New York City Retirement	189,79
5.	State Board of Administration of Florida	167,90
6.	Teacher Retirement System of Texas	146,33
7.	New York State Teachers	115,64
8.	AT&T Investment Management Corp.	113,58
9.	State of Wisconsin Investment Board	109,96
10.	North Carolina Retirement	106,95
...		
13.	IBM Retirement Funds	85,00
16.	General Electric Pension Plan	78,84

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa SWFI: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/corporate-pension>; PI: <https://www.pionline.com/article/20180205/INTERACTIVE/180209925/funded-status-of-the-largest-u-s-public-pension-funds> [20. 11. 2019]

¹⁷ WORKPLACE FLEXIBILITY 2010. *A Timeline of the Evolution of Retirement in the United States*. [online]. Georgetown University Law Center, 2011 1-13 s. [cit. 12. 10. 2019]. Dostupné na: <https://scholarship.law.georgetown.edu/legal/50/>

¹⁸ CHOVANCOVÁ, B. a kol. *Dôchodkové fondy vo svete a na Slovensku*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. s. 23-24. ISBN 978-80-8168-663-4.

Tabuľka č. 1 nám prezentuje, že postupom času sa v Spojených štátoch amerických vyšvihli na popredné miesta verejné fondy. Medzi desať najväčších fondov v USA sa dostalo až deväť verejných a len jeden súkromný (označený hrubým písmom). Ďalšie dva najväčšie súkromné penzijné fondy sa umiestnili v druhej desiatke. Najrozšírenejšie verejné penzijné fondy sú z geografického hľadiska situované v Kalifornii, kde dva najväčšie združujú zamestnancov verejnej správy a učiteľov. V závese za nimi nasledujú penzijné fondy štátu New York. Najvyššie postavený súkromný penzijný fond sídli v Dallase.

1.3 Súčasná klasifikácia penzijných systémov

Napriek tomu, že v priebehu 80. a 90. rokov minulého storočia prevládal vo väčšine európskych štátov model priebežného financovania penzií, v súčasnosti sa dostávame do situácie, že postupnou zmenou vekovej štruktúry obyvateľstva (starnutie populácie), znižujúcou sa mierou fertility a taktiež zvyšujúcim sa priemerným vekom dožitia, významne vzrastajú náklady verejných rozpočtov spojené s priebežným financovaním penzií. Aj preto krajiny hľadajú iné formy dôchodkového zabezpečenia, medzi ktorými hrajú prím najmä kapitalizačné piliere. Aj na základe tohto konštatovania si najskôr z teoretického hľadiska zanalyzujeme pohľad významných svetových inštitúcií na piliere dôchodkového zabezpečenia.

Klasifikácia podľa Svetovej banky (World Bank) – najskôr Svetová banka predstavila v roku 1994 trojpilierový systém v rámci *Averting the Old-Age Crisis*¹⁹. **Prvý pilier** je tzv. príspevkový. Ide o povinný typ verejného dôchodkového piliera, financovaný je priebežne z dávok ekonomicky aktívneho obyvateľstva, dávky sa vyplácajú na základe medzigeneračnej solidarity. **Druhý pilier** je charakterizovaný súkromným účtom, pričom je na rozhodnutí majiteľa tohto účtu, pre akého súkromného správcu sa rozhodne. **Tretí pilier** je dobrovoľný, z hľadiska znášania rizík ho možno stotožniť s prvým pilierom. V roku 2005 bol tento trojpilierový koncept rozšírený o ďalšie dva piliere, pojednáva sa o tom v publikácii *Pension Reform Primer Notes 2008/09*. **Nultý pilier** nazýva Svetová banka aj ako nepríspevkový „základný pilier“, pričom v ňom definuje základnú dávku pre starobných dôchodcov, ktorá im garantuje minimálny životný štandard bez ohľadu na otázku zásluhovosti a odpracovaných rokov (niečo na štýl Beveridgea). Dodatočne pridaný

¹⁹ WORLD BANK. *Averting the old age crisis : policies to protect the old and promote growth*. [online]. Washington D.C : World Bank, 1994. 436 s. [cit. 13. 10. 2019]. ISSN 1020-0851. Dostupné na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/973571468174557899/pdf/multi-page.pdf>

štvrtý pilier, inými slovami „nefinančný pilier“, hovorí o medzigeneračnej solidarite v rodinách, o prístupe k zdravotnej starostlivosti a bývaní zo strany starobných dôchodcov.²⁰

Klasifikácia podľa Medzinárodnej organizácie práce (International Labour Organisation) – ILO vychádza z piatich princípov, ktoré majú byť dodržané pri kreovaní penzijného systému:

- pokrytie všetkých členov populácie
- ochrana pred chudobou v starobe
- zabezpečenie príjmu, ako náhrady ušlej mzdy za dobrovoľný alebo nedobrovoľný odchod do dôchodku pre tých, ktorí prispievali do systému
- valorizácia dôchodkov v dôsledku inflácie a nárastu životnej úrovne
- vznik a podpora dobrovoľných pilierov dôchodkového zabezpečenia²¹

Podľa dokumentu *Social Security Pensions – Development and Reform*, vydaného Medzinárodnou organizáciou práce, by mal dôchodkový systém obsahovať tieto štyri piliere. **Spodný**, riešiaci otázku chudoby, financovaný zo všeobecných príjmov. Dôraz kladie na podporu osôb, ktoré nedisponujú naakumulovanými finančnými prostriedkami. **Druhý pilier** predstavuje verejne definovanú dávku, ktorá by mala zabezpečovať náhradu mzdy na úrovni 40 – 50 percent (ideálny stav, reálne ťažko realizovateľný – najmä smerom do budúcnosti náročný na nákladovosť). **Tretí pilier** by mal byť v tomto ponímaní do určitej úrovne mzdy na povinnej báze, potom na základe dobrovoľnosti. Zdroje by v ňom mali byť manažované súkromnými spoločnosťami, ktoré klientom po dovŕšení určitého veku garantujú na základe naakumulovaného kapitálu anuitu. **Štvrtý pilier** funguje na základe úplnej dobrovoľnosti a spravovaný je dôchodkovými spoločnosťami.²²

Klasifikácia podľa Ženevskej asociácie štvorpilierového programu (Geneva Association Four-Pillars Programme) – v dokumente s názvom *Life and Pensions Programme* definuje táto organizácia štyri piliere dôchodkového zabezpečenia, pričom

²⁰ WORLD BANK. *The World Bank pension conceptual framework* : World Bank, 2008. s. 1-8. In World Bank pension reform primer series. [cit. 13. 10. 2019]. Dostupné na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/389011468314712045/pdf/457280BRI0Box31Concept1Sept20081pdf.pdf>

²¹ WANG, P., a kol.. *Retirement, Pension Systems and Models of Pension Systems* : 2014. 18 s.. In Economics Working Paper No. 1402. [cit. 13. 10. 2019]. Dostupné na: <https://www.researchgate.net/publication/264496404>

²² GRILLION, C., TURNER, J., BAILEY, C a LATULIPPE, D. *Social Security Pensions – Development and Reform* [online]. Ženeva : International Labour Office, 2000. 780 s. [cit. 15.10.2019]. ISBN 92-2-110859-7-. Dostupné na: <https://www.social-protection.org/gimi/RessourcePDF.action?id=7768>

dôraz kladie najmä na modernizáciu druhého a tretieho piliera, v kombinácii so zvyšovaním dôležitosti štvrtého piliera. **Prvý pilier** je v ponímaní Ženevskej asociácie klasický priebežný pilier pay-as-you-go. **Druhý pilier** tvoria zamestnanecké príspevky, funguje najčastejšie na báze kapitalizačných fondov. **Tretí pilier** tvorí individuálne sporenie jednotlivcov, prípadne životné poistenie. V prípade **štvrtého piliera** sa zameriava Ženevská asociácia najmä na zamestnávanie dôchodcov, čo má následne pozitívny vplyv na čiastočné odbremenenie prvých troch pilierov. Podľa Ženevskej asociácie bude v kombinácii s negatívnymi ekonomickými dopadmi starnúcej populácie na verejné financie potrebné dofinancovať prvé tri piliere a zamerať sa na implementáciu štvrtého piliera.²³

Európska komisia vydala v roku 2012 dokument s názvom *Biela kniha*. Zaoberá sa dlhodobou udržateľnosťou penzijných systémov. Predkladá štruktúru zabezpečenia prostredníctvom troch pilierov. Pod **prvým pilierom** rozumie klasický priebežný systém pay-as-you-go, kde sa vyplácajú penzie priebežne, zdrojmi sú odvody zamestnancov. Účasť v ňom je povinná. V **druhom pilieri** zamestnávateľ akumuluje prostriedky na individuálny účet zamestnanca. Tento pilier má vlastnosti kapitalizačného fondu, keďže prostriedky sú investované s cieľom ich zhodnotenia a následného vyplácania penzií. **Tretí pilier** by mal fungovať na dobrovoľnej báze. Dokument ponecháva v treťom pilieri výber na pleciach jednotlivca. Môže sa rozhodnúť pre životné poistenie, investovanie do dlhopisov, akcií či investície prostredníctvom súkromných penzijných spoločností.²⁴

Marcel Novák a Ján Toma prezentujú vo svojej publikácii ďalšie delenie **podľa Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD)** – táto klasifikácia vychádza z dokumentu *Maintaining Prosperity in an Ageing Society*, pričom definuje tri piliere dôchodkového systému. „*Prvý pilier podľa tejto klasifikácie predstavuje systém verejne spravovaného dávkami definovaného dôchodkového systému s priebežným financovaním. Druhý pilier má podľa tejto klasifikácie charakter zamestnaneckého privátne*

²³ GIARINI, O. *The Four Pillars Project: 25 Years On, Life and Pensions Newsletter (formerly Four Pillars Newsletter)* [online]. Ženeva : The Geneva Association, 2012. 2 s. [cit. 15.10.2019]. Dostupné na: https://www.genevaassociation.org/sites/default/files/research-topics-document-type/pdf_public/ga2012-4p50-giarini_0.pdf

²⁴ *Biela kniha* [online]. Brusel : Európska komisia, 2000. 44 s. [cit. 15.10.2019]. Dostupné na: [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/empl/dv/com_com\(2012\)0055_/com_com\(2012\)0055_sk.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/empl/dv/com_com(2012)0055_/com_com(2012)0055_sk.pdf)

spravovaného dôchodkového systému a tretí pilier je predstavovaný anuitne vyplácanými dôchodkami z naakumulovaných úspor jednotlivcov.“²⁵

V súvislosti s klasifikáciou penzijných systémov hovorí **David Blake** o tom, že Poľsko so Švédskom zaviedli v rámci priebežného prvého piliera pomyselné virtuálne účty, na ktorých sa síce reálne neakumulovali finančné prostriedky, ale platitelia odvodov si mohli pozrieť, koľko finančných prostriedkov počas svojej pracovnej histórie odviedli do systému. Tieto virtuálne prostriedky boli zhodnocované na základe vybraných parametrov, napríklad v závislosti od rastu hrubého domáceho produktu. Takýmto spôsobom sa snažili vlády svojimi rozhodnutiami zvýšiť mieru zásluhovosti. Po dovŕšení dôchodkového veku sa na základe naakumulovaného fiktívneho kapitálu určila výška anuity.²⁶

1.4 Typy penzijných plánov

Na základe zásluhovosti, redistribúcie či zhodnocovania odvodov (reálneho ale i virtuálneho) rozdeľujeme penzijné plány na viaceré typy.

- **penzijný plán s definovanou dávkou** (defined benefit - DB) – poskytovateľ sa v tomto pláne zaväzuje vyplácať dopredu stanovenú výšku dávky starobného dôchodku. Investičné riziko tohto typu nesie poskytovateľ plánu. Klient nesie len riziko insolventnosti poskytovateľa. Správcovia fondov s týmto penzijným plánom sa z dôvodu toho, že nesú riziko volatility výnosov, prikláňajú skôr ku konzervatívnejším investičným stratégiám.
- **penzijný plán s definovaným príspevkom** (defined contribution - DC) – je stanovená výška odvodu zamestnanca/zamestnávateľa, výška starobného dôchodku je závislá od výnosov z investícií. Investičné riziko nesie v tomto pláne poberateľ penzie.
- **hybridný penzijný plán** – ide o kombináciu vyššie zmienených penzijných plánov.
- **penzijné plány definované virtuálnymi účtami** (notional non-financial defined contribution) – napodobňujú plán s definovaným príspevkom, avšak

²⁵ NOVÁK, M., TOMA, J. *Ku klasifikácii dôchodkových systémov* [online]. Bratislava, 2013 1-7 s. In Derivát [cit. 15. 10. 2019]. ISSN 1336-5711. Dostupné na: http://www.derivat.sk/files/2013%20casopis/2013_okt_%20Marcel_Novak_a_spol..pdf

²⁶ BLAKE, D. *Penzijná ekonómia (Pension Economics)*. 1. vyd. West Sussex (Anglicko) : John Wiley & Sons Ltd, 2006. s.4. ISBN 978-0-470-05844-2.

aktíva nie sú reálne investované, ale podliehajú administratívne zhodnoteniu (nie trhovými princípmi, ale parametre tohto zhodnotenia sú dané rozhodnutím vlády, napríklad na základe rastu miezd alebo HDP). Jednou z nevýhod tohto systému sú vysoké administratívne náklady.²⁷

1.5 Charakteristika penzijných fondov

*„Penzijné fondy predstavujú kombináciu kolektívneho investovania a zároveň poistenia. Tieto fondy priebežne zhromažďujú príspevky od prispievateľov počas ich produktívneho veku, takto získané prostriedky následne investujú do rôznorodých aktív, tak aby v čase odchodu do dôchodku prispievateľa boli schopné vyplácať dôchodok. V súčasnosti predstavujú najväčších kolektívnych investorov na svetových finančných trhoch.“*²⁸

Poznáme viacero spôsobov, ako môžu penzijné fondy fungovať. Všetko je dané legislatívnymi mantinelmi v jednotlivých krajinách. Napríklad, na Slovensku fungujeme formálne v podmienkach trojpilierového penzijného systému. Prvý pilier predstavuje klasický priebežný pay-as-you-go systém. Druhý pilier je kapitalizačný, pod správou dôchodkových správcovských spoločností, kde jednotlivci (a ich zamestnávateľia) alokujú časť mzdových odvodov. Tie sa kumulujú (sú investované) a po dovŕšení stanoveného veku si môžu jednotlivci požiadať buď o doživotnú anuitu (prostredníctvom poistenia), alebo môžu zvoliť rôzne kombinácie doživotnej anuity a jednorazového výberu naakumulovaných prostriedkov. V našich podmienkach máme inštitucionalizovaný aj tretí pilier, ide o doplnkové dôchodkové sporenie, ktoré funguje dlhšie ako druhý pilier. Legislatíva motivuje k tomuto sporeniu jednak zamestnancov, ktorých zamestnávateľ sa môže podieľať svojimi príspevkami, pričom protihodnotou je pre neho možnosť daňovej optimalizácie. O tom všetkom si však povieme podrobnejšie v nasledujúcich kapitolách.

²⁷ Komparatívna analýza penzijných systémov [online]. Praha : Úrad národnej rozpočtovej rady, sekcia makroekonomických a fiškálnych analýz, 2019. 40-41 s. [cit. 20. 10. 2019]. Dostupné na: https://unrr.cz/wp-content/uploads/2019/06/Informa%C4%8Dn%C3%AD-studie_Komparativn%C3%AD-anal%C3%BDza-penzijn%C3%ADch-syst%C3%A9m%C5%AF.pdf

²⁸ CHOVANCOVÁ, B. a kol. *Dôchodkové fondy vo svete a na Slovensku*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. s. 39. ISBN 978-80-8168-663-4.

Tabuľka č. 2: Najväčšie penzijné fondy na svete (v mld. USD, 2018)

	Názov fondu	Krajina	2018	2016	% zmena
1.	Government Pension Investment	Japonsko	1 374	1163	18,14%
2.	Government Pension Funds Global	Nórsko	982	866	13,39%
3.	Federal Retirement Thrift	USA	579	443	30,70%
4.	National Pension Fund	Južná Kórea	573	435	31,72%
5.	Stichting Pensioenfonds ABP	Holandsko	462	384	20,31%
6.	California Public Employees	USA	377	285	32,28%
7.	National Council for Social Security	Čína	372	294	26,53%
8.	Canada Pension	Kanada	287	201	42,79%
9.	Central Provident Fund Board	Singapur	287	211	36,02%
10.	Pensioenfonds Zorg en Welzijn	Holandsko	248	186	33,33%
			Σ 5541	Σ 4468	Ø 28,52%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Consultancy Global: <https://www.consultancy.org/news/147/the-largest-pension-superannuation-funds-in-the-world>

V tabuľke č. 2 vidíme desať najväčších penzijných fondov na svete. Najviac aktív je alokovaných v japonskom Government Pension Investment (viac v kapitole č. 3.9). V porovnaní s rokom 2016 sa zvýšil objem aktív v tomto fonde o vyše 18 percent. Spomedzi desať najväčších penzijných fondov spravil najväčší percentuálny skok severoamerický fond Canada Pension. Oproti predchádzajúcemu obdobiu (2018 vs. 2016) sa objem aktív tohto fondu zvýšil až o takmer 43 percent. Celkovo je v TOP 10 penzijných fondov alokovaných vyše 5,5 bilióna USD. V roku 2016 bolo medzi TOP 10 penzijnými fondami alokovaných takmer o 1,1 bilióna USD menej. Krajiny Európy v tomto rebríčku zastupuje Nórsko a dva holandské fondy. Informácie z konca roka 2017 hovoria o tom, že až 151 z 300 najväčších penzijných fondov má svoj domicil v Severnej Amerike, pričom tieto predstavujú vyše 42 percent všetkých aktív alokovaných v 300 najväčších penzijných fondoch. Prvé dve pozície obsadili suverénne fondy, ktoré však svojou povahou kryjú, alebo v budúcnosti budú kryť časť nákladov na výplatu penzií. O oboch suverénnych fondoch viac v kapitole 3.9.²⁹

Pri agregovanom pohľade na objem aktív v penzijných fondoch podľa krajín vidíme, že vzhľadom k ročnému HDP má najväčší podiel alokovaných zdrojov Dánsko (až 198,6 %, takmer tri štvrtiny tvorí verejný penzijný fond ATP). V prvej desiatke sa na základe tohto porovnania umiestnili okrem Dánska ešte tri európske krajiny – Holandsko, Island a Švajčiarsko. Zaujímavou skutočnosťou je, že v TOP 10 sa nachádzajú aj dve krajiny mimo OECD – africká Namíbia a ázijský Singapur. Do prvej desiatky sa tesne

²⁹ Viac tu: <https://www.willistowerswatson.com/en-CH/Insights/2018/09/the-worlds-300-largest-pension-funds-year-ended-2017> [dostupné 20. 10. 2019]

nezmestilo Čile, kde bola uskutočnená penzijná reforma, postavená na kapitalizačnom princípe, ako v jednom z prvých štátov vôbec.

Tabuľka č. 3: Aktíva súkromných a verejných penzijných fondov k HDP krajín (v %) ³⁰

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1.	Dánsko	147,0	159,4	171,4	180,9	190,0	185,5	202,6	200,8	205,5	205,7	198,6
2.	Hol.	103,6	108,8	118,9	125,4	142,7	146,6	157,2	168,6	182,2	184,3	173,3
3.	Island.	112,4	118,6	125,2	129,7	139,3	144,8	148,4	150,6	146,6	160,6	161,0
4.	Kanada	102,3	114,5	123,5	123,7	126,6	134,5	142,3	154,8	157,4	159,5	155,2
5.	Švajč.	89,7	101,6	102,0	100,7	107,4	126,8	134,1	135,3	140,0	149,2	142,4
6.	USA	94,7	112,1	119,7	116,5	123,2	135,6	136,7	131,8	135,5	146,0	134,4
7.	Austrália	96,7	84,8	91,7	94,5	93,3	104,1	111,7	121,6	124,2	135,5	140,7
8.	V. Brit.	61,3	73,1	81,2	87,8	94,6	96,9	96,7	97,6	107,6	108,3	104,5
9.	Namíbia	..	..	77,4	77,1	80,2	84,4	84,4	..	82,2	87,8	91,3
10.	Singapur	..	..	..	59,5	63,1	66,2	69,3	71,0	75,0	77,2	80,1
34.	SR	4,6	6,2	7,2	8,2	9,4	9,7	10,4	10,2	11,1	11,8	11,7

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa OECD

Slovensko sa v tomto porovnaní nachádza na nelichotivom 34. mieste, keď objem alokovaných aktív v penzijných fondoch predstavuje len 11,7 % ročného hrubého domáceho produktu. Hoci nás statický pohľad na dáta posúva až na 34. pozíciu, pri dynamickom pohľade musíme skonštatovať, že oproti roku 2007 sme sa za dekádu posunuli z 4,6 % výrazne smerom nahor. Je to však logické, keďže zásadná penzijná reforma u nás prebehla v roku 2004, takže až s určitým časovým oneskorením prišlo k postupnej alokácii zdrojov do fondov druhého piliera.

³⁰ Pod verejnými fondami uvažujeme schémy penzijných plánov, ktoré spravujú verejné inštitúcie a sú primárne určené na budúce vyplácanie, príkladom je napríklad dánsky ATP fond.

2 Cieľ, metodika práce a metódy skúmania

Hlavným cieľom práce je zhodnotenie fungovania dôchodkových fondov vo svete a na Slovensku. Hlavnému cieľu sú podriadené čiastkové ciele, ktoré konkretizujú bližšie hlavný cieľ.

1. Tento parciálny cieľ detailnejšie skúma vo všeobecnej ekonomickej rovine mechanizmus fungovania penzijných fondov ako neoddeliteľnú časť kolektívneho investovania, s dôrazom na demografický vplyv determinujúci budúcu nákladovosť penzijných systémov.
2. Úlohou ďalšieho parciálneho cieľa je preskúmať fungovanie jednotlivých penzijných fondov vo vybraných krajinách sveta.
3. Zámerom tohto cieľa je detailnejšie preskúmať fungovanie dôchodkových fondov na Slovensku, pričom výnosnosť jednotlivých fondov podrobujeme vzájomnej komparácii a taktiež komparácii s vybraným benchmarkom.

Zároveň si kladieme dve teoretické otázky, na ktoré hľadáme odpoveď.

1. Dokážu penzijné fondy kopírovať vývoj na kapitálových trhoch?
2. Prispievajú penzijné fondy k podpore konkrétnej domácej ekonomiky?

V rámci danej práce najskôr syntetizujeme súčasné poznatky v oblasti fungovania penzijných fondov a systémov. Pri analýze využívame zvyčajne ex post analýzu, pričom v prípade demografického vývoja berieme do úvahy aj prognózy na princípe ex ante. Jednotlivé fungovanie penzijných fondov naprieč zahraničnými krajinami podrobujeme analýze pod prizmou legislatívnych zmien, pričom sa snažíme zistené poznatky syntetizovať do ucelenej podoby.

Slovenský penzijný systém podrobujeme kritickej analýze legislatívnych zmien, ktoré determinovali fungovanie kapitalizačných pilierov dôchodkového zabezpečenia. Snažíme sa uchopiť najdôležitejšie legislatívne zmeny, preto abstrahujeme od takých úprav legislatívy, ktoré svojou povahou nemali výrazný vplyv na fungovanie penzijných fondov.

Jednotlivé penzijné fondy porovnávame s vybraným benchmarkom. Okrem toho ich vzájomne komparujeme, či už v oblasti zloženia investičných portfólií, ale aj v oblasti výnosnosti počas sledovaného obdobia. Na základe analýzy parciálnych častí nášho penzijného systému, s hlavným dôrazom na druhý pilier penzijného zabezpečenia, získané poznatky syntetizujeme do objasnenia slabých a silných stránok systému fungovania, aj so

zreteľom na medzinárodný benchmark. Pri komparácii s benchmarkom sa sústredíme na vplyv akciovej a dlhopisovej zložky, pričom explicitný vplyv ostatných druhov aktív abstrahujeme. Metódu indukcie využívame napríklad v súvislosti so zodpovedaním vyššie uvedených otázok, pričom naše tvrdenia opierame o zistené dáta.

Používame jednoduché štatistické metódy, zobrazenie údajov prostredníctvom grafov a tabuliek. Pri porovnávaní výkonnosti fondov využívame efekt nominálnej a reálnej výnosnosti, pre lepšie porovnanie používame vážené priemery, v závislosti od majetkovej angažovanosti jednotlivých fondov na celkovej množine aktív. Zdroje informácií čerpáme zo slovenskej, ale aj zahraničnej literatúry. Využívame knihy, monografie, vedecké články, internetové zdroje, legislatívne normy, databázy centrálnych bánk, jednotlivých správcov fondov, Eurostatu a OECD. Všetky použité informácie v tejto práci pochádzajú z verejne dostupných zdrojov.

3 Penzijné systémy a fondy v zahraničí

Zodpovednosť. Toto slovo azda najlepšie vystihuje, prečo by sme mali nazerať na svoj život nielen z krátkodobého pohľadu, ale aj z hľadiska budúcich spoločenských nákladov. Nazerať na to, či budeme podporovať medzigeneračnú solidaritu, prenášanie zodpovednosti na budúce generácie, alebo či sa budeme snažiť v čo najväčšej miere zodpovedným správaním nieť náklady vyplývajúce z dôchodkového veku na vlastných pleciach.

3.1 Regulácia a fungovanie penzijných fondov v Európskej únii

Orgány Európskej únie prejavujú snahu o harmonizáciu pravidiel fungovania penzijných fondov, čo úzko súvisí i s otázkou mobility pracovnej sily a mobility kapitálu naprieč jednotlivými národnými penzijnými fondmi. Napriek tejto snahe sme stále ďaleko od toho, aby boli jednotlivé penzijné fondy, tobôž systémy členských štátov Európskej únie harmonizované. Nutnou podmienkou je harmonizácia v daňovej oblasti. Hoci významným spoločným menovateľom väčšiny krajín Európskej únie je starnutie populácie, jednotlivé štáty sa vyznačujú významnou heterogenitou – či už v otázke výšky priemernej mzdy, štruktúry hospodárstva či sociálnej politiky. Jednotlivé štáty mali rozdielnu štartovaciu dráhu v otázke implementovania kapitalizačných pilierov dôchodkového zabezpečenia. Aj preto je zrejmé, že harmonizácia penzijných politík naprieč spektrom krajín pokračuje len veľmi pozvoľna. Toto konštatovanie však nič nemení na fakte, že orgány Európskej únie vyvíjajú kroky, ktorými chcú stabilizovať a spolugarantovať udržateľnosť a transparentnosť penzijných systémov svojich členov.

Tesne pred našim vstupom do Európskej únie vydal Európsky parlament *Smernicu 2003/41/ES o činnostiach a dohľade nad inštitúciami zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia*. Stanovuje pravidlá, ktoré upravujú činnosť a dohľad nad inštitúciami poskytujúcimi zamestnanecké penzijné zabezpečenie a taktiež nad dôchodkovými fondami, pôsobiacimi vo všetkých krajinách Európskej únie. Cieľom tejto smernice je zaistiť vysokú úroveň ochrany pre budúcich dôchodcov (čiže priamych členov penzijných fondov a príjemcov penzií) a zároveň zaručiť, aby boli investície týchto fondov čo najefektívnejšie a taktiež transparentné. Jednotlivé štáty majú za úlohu vytvoriť prísne pravidlá obozretnosti podnikania penzijných fondov, pričom sú povinné dostatočne informovať občanov o pravidlách fungovania penzijného systému. Keďže v tomto prípade ide o dlhodobé investície, nemali by členské štáty pristupovať príliš reštriktívne

k investíciám do volatilnejších aktív. Taktiež by mali prijať legislatívne pravidlá, umožňujúce cezhraničnú činnosť inštitúcií zamestnaneckého penzijného zabezpečenia, aby sa vytváral synergický (rizikovo diverzifikovaný) efekt prostredníctvom celoeurópskych penzijných fondov.³¹

Obdobie hospodárskej krízy prinieslo ďalšie otázky, hlavne vo sfére stádovitého správania sa spotrebiteľov, ktorí pri poklese hodnôt svojich investícií prepadali panike (túto paniku eskalovali aj nevhodné kroky exekutívnych orgánov niektorých štátov). Taktiež toto obdobie prinieslo potrebu Európskej únie reagovať na posilnenie obozretnosti v podnikaní správcov penzijných fondov. Európsky parlament aj v tejto súvislosti schválil *Smernicu 2016/2341 o činnostiach inštitúcií zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia a dohľadu nad nimi*. Táto smernica reviduje a nahrádza smernicu 2003/41/ES. Dôraz sa v nej kladie nielen na fungovanie jednotlivých fondov, ale aj na inštitúcie spravujúce kolektívne penzijné systémy v prospech ich zamestnancov. Na predchádzajúcu smernicu nadväzuje v snahe odstraňovať prekážky, ktoré bránia cezhraničnej činnosti fondov a podporovať dlhodobé a zodpovedné investície. Okrem toho je cieľom tejto smernice zabezpečiť, aby kolektívne penzijné systémy boli finančne zdravé a ich účastníkom poskytovali lepšiu ochranu. Krajiny Európskej únie musia zabezpečiť, aby zamestnanecké penzijné fondy a inštitúcie zamestnaneckého penzijného zabezpečenia vykonávali len činnosti súvisiace s vyplácaním penzijných dávok. Taktiež má členský štát zabezpečiť obozretný dohľad v otázkach platobnej schopnosti a pravidiel investovania týchto fondov. Veľký dôraz kladie Európska únia aj na otázku transparentnosti a informovania potenciálnych členov, súčasných členov a poberateľov dávok o ich právach a povinnostiach. Pravidlá Európskej únie dovoľujú, aby penzijné spoločnosti, ktoré majú sídlo v ktoromkoľvek štáte Európskej únie, mali zriadený jeden penzijný fond pre všetky európske dcérske spoločnosti.³²

Nariadením Európskeho parlamentu a Rady č. 1094/2010 vznikol Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA) so sídlom vo Frankfurtu. Bola to ďalšia reakcia únie na prejavy krízy z roku 2008, ktorá odhalila potrebu zvýšenia nárokov na finančný dohľad. Cieľom tohto orgánu je podpora koordinácie medzi

³¹ Smernica 2003/41/ES o činnostiach a dohľade nad inštitúciami zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/summary/EN-SK/TXT/LEGISSUM:l24038b?uri=LEGISSUM:l24038b> [cit. 20. 10. 2019]

³² Smernica 2016/2341 o činnostiach inštitúcií zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia a dohľadu nad nimi, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN-SK/TXT/?uri=LEGISSUM:4314917> [cit. 20. 10. 2019]

vnútroštátnymi orgánmi a zaistenie konzistencie v uplatňovaní právnych predpisov Európskej únie v sektore poisťovníctva a penzijného zabezpečenia zamestnancov. V poli pôsobnosti tohto orgánu je zostavovanie regulačných a technických noriem nad rámec predpisov prijatých Radou a Európskym parlamentom. Má právomoc vyšetrovať, keď prichádza k poručeniu právnych predpisov zo strany vnútroštátnych orgánov. Teda, keď vnútroštátne orgány nezabezpečia dodržiavanie európskych právnych predpisov tuzemskými spoločnosťami. Za určitých podmienok môže dokonca dočasne zakázať (alebo obmedziť) finančné činnosti, ohrozujúce stabilitu finančného systému. Týka sa to napríklad toho, keď ani napriek výzve vnútroštátny orgán nedodržiava európske predpisy. Rozhodnutie EIOPA má v tomto prípade prednosť pred rozhodnutím prijatým vnútroštátnym orgánom. EIOPA je súčasťou Európskeho systému dohľadu, spolu s Európskym orgánom pre cenné papiere a trhy a Európskym orgánom pre bankovníctvo.³³

Vyššie uvedené smernice ukotvujú právny rámec pre inštitúcie dohľadu nad fungovaním penzijných fondov v štátoch Európskej únie. Jednotlivá štruktúra penzijných systémov štátov je však prenechaná na národnú úroveň.

Inštitúcie Európskej únie na jar 2019 prijali **dohodu o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte (PEPP)**. Dôvodom vzniku tejto dohody bola skutočnosť, že penzijné produkty sú naprieč európskym spektrom výrazne fragmentované. PEPP by chcel ťažiť z jednotnej regulácie.³⁴ Ďalším dôvodom je skutočnosť, že v rámci dobrovoľných penzijných schém je spomedzi 243 miliónov občanov Európskej únie (vo veku 25-59 rokov) zakomponovaných len 67 miliónov (27 %). Výzvou tohto celoeurópskeho osobného dôchodkového produktu zostáva harmonizácia daňového zaťaženia, tak aby daňové zvýhodnenia motivovali obyvateľstvo naprieč celoeurópskym spektrom zvoliť si túto možnosť sporenia na starobný dôchodok.³⁵

³³ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady č. 1094/2010, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/summary/EN-SK/TXT/LEGISSUM:mi0070?uri=LEGISSUM:mi0070> [cit. 20. 10. 2019]

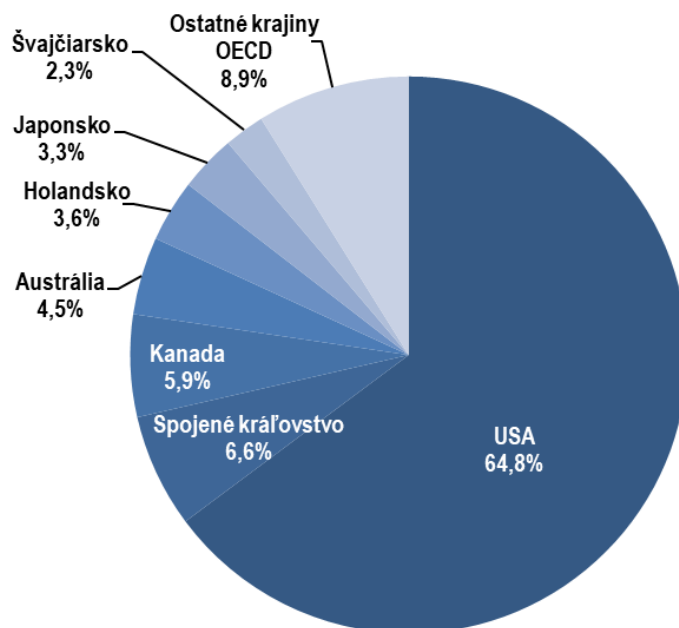
³⁴ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady č. 2019/1238 o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte (PEPP), dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R1238&from=SK> [cit. 20. 10. 2019]

³⁵ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady č. 2019/1238 o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte (fact sheet), dostupné na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190213-personal-pensions-factsheet_en.pdf [cit. 20. 10. 2019]

Produkty PEPP by mali priniesť klientom tieto výhody:

- **„väčší výber** - sporitelia by si vybrali zo širokej škály poskytovateľov PEPP v konkurenčnejšom prostredí. Mohli by si vybrať medzi štandardnou bezpečnou investičnou možnosťou a možnosťami s rôznymi profilmi rizika a návratnosti;
- **ochranu spotrebiteľa** - nariadením sa zabezpečí, aby boli sporitelia informovaní o kľúčových vlastnostiach PEPP;
- **zmenu poskytovateľov** - sporitelia by mali právo zmeniť poskytovateľov, vo svojej krajine i cezhranične, a to po minimálne piatich rokoch od uzavretia zmluvy alebo od poslednej zmeny (mohli by robiť zmeny aj častejšie, ak by to poskytovateľ PEPP umožňoval). Pre poplatok za zmenu by bola stanovená horná hranica;
- **prenosnosť** - sporitelia by mohli naďalej prispievať do svojho PEPP, ak sa presťahujú do iného členského štátu.³⁶

Graf č. 1: Aktíva v penzijných fondoch naprieč krajinami OECD (2018)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa OECD Global Pension Statistics, 2019

Vyššie uvedený graf nám hovorí o podiele krajín OECD na základe objemu aktív alokovaných do penzijných fondov. V rámci Európy hrá prím Veľká Británia (6,6 %), druhú pozíciu zastáva Holandsko (3,6 %), na tretej pozícii sa nachádza Švajčiarsko (2,3 %). Aj preto zameriame v ďalších kapitolách na tieto dve krajiny našu pozornosť. Okrem nich sa v nasledujúcich riadkoch pozrieme bližšie aj na postavenie penzijných systémov

³⁶ Tlačová správa Rady EÚ: *Dôchodky: Rada potvrdila dohodu o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte*. Dostupné na: <https://www.consilium.europa.eu/sk/press/press-releases/2019/02/13/pensions-council-confirms-agreement-on-pan-european-pension-product/#> [cit. 20. 10. 2019]

u našich dvoch susediacich štátov, ktoré na začiatku 90. rokov prešli podobne ako my spoločensko-ekonomickou transformáciou (Poľsko a Česko). Pozrieme sa aj na suverénne fondy, ako podporné zdroje financovanie penzijných systémov v niektorých krajinách.

Nominálne je čisto v penzijných fondoch krajín OECD (abstrahujeme od ostatných penzijných nástrojov) alokovaných dovedna takmer 28 biliónov USD. V prípade USA to znamená 15,6 biliónov, Spojeného Kráľovstva 2,8 biliónov a napríklad v prípade Holandska 1,5 bil. eur. Slovensko má podľa tejto štatistiky alokovaných v penzijných fondoch 12 miliárd eur (11,7 % ročného HDP).³⁷

Spomedzi krajín mimo OECD sa vymyká priemeru africká Namíbia, ktorá má v súkromných penzijných fondoch alokovaných až 80 % svojho ročného HDP, dovedna 10,2 miliardy USD. V porovnaní so Slovenskom žije v Namíbii o vyše polovicu obyvateľstva menej, ročný HDP Namíbie je však v porovnaní so Slovenskom na úrovni 13,5 % (14,37 mld. USD).³⁸

3.2 Demografický vývoj v Európe ako kľúčový faktor v otázke reforiem sociálneho zabezpečenia

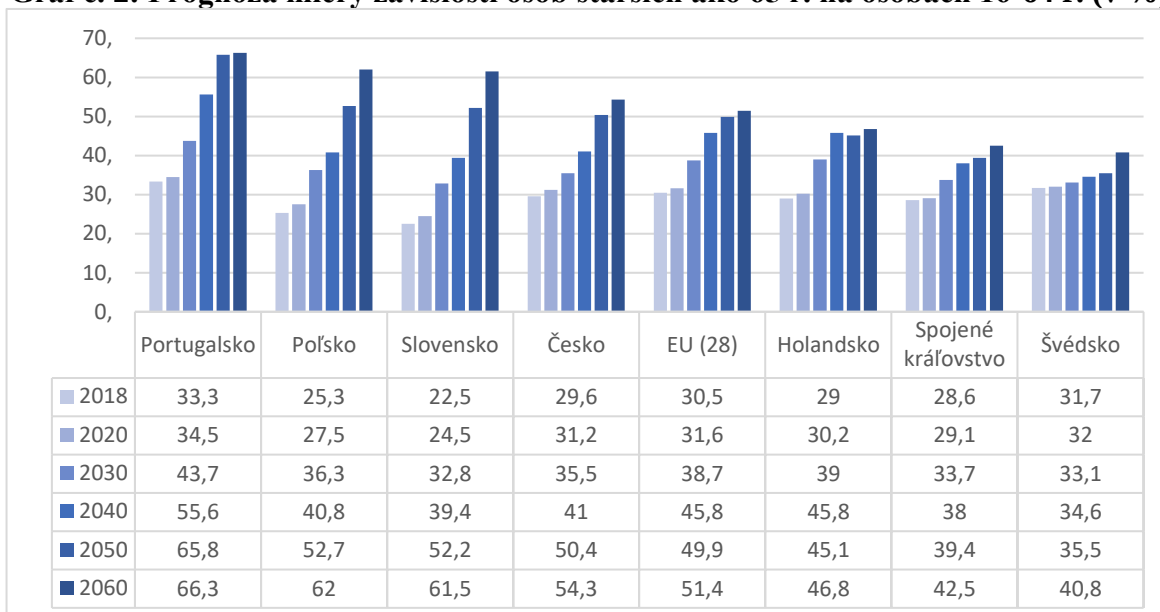
Dlhodobo sa znižujúca fertilita v kombinácii s predlžujúcim sa priemerným vekom dožitia spôsobujú zvyšovanie priemerného veku populácie. Tento fenomén úzko súvisí so zvyšovaním výdavkov na zdravotnú starostlivosť a na penzijný systém. Preto je veľmi dôležité dbať na udržateľnosť verejných financií, teda aj na systém penzijného zabezpečenia a jeho štruktúru.

Prognóza Eurostatu v otázke miery závislosti osôb starších ako 65 rokov na osobách v produktívnom veku (16-64 rokov) zahŕňa do databázy okrem členov Európskej únie aj Nórsko, Island a Švajčiarsko. Najhoršiu východiskovú pozíciu v roku 2018 malo Taliansko (35,2 %), pričom aj v prognóze pre rok 2060 sa nachádza na chvoste rebríčka (64,7 %). Najhoršie dlhodobé predpoklady v tomto ukazovateli má však Portugalsko (2060 – 66,3 %).

³⁷ Pension Funds in Figures [online]. Bratislava : OECD, 2019. 4 s. [cit. 11. 10. 2019]. Dostupné na: <https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2019.pdf>

³⁸ Viac tu: <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/SVK> [cit. 11. 10. 2019]

Graf č. 2: Prognóza miery závislosti osôb starších ako 65 r. na osobách 16-64 r. (v %)

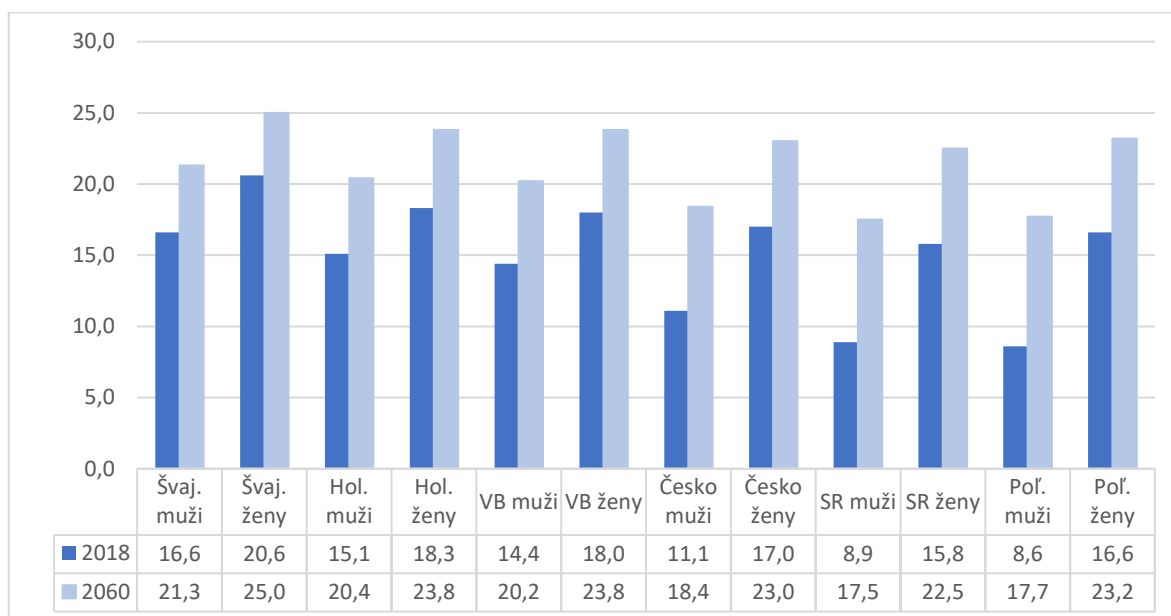


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Eurostat – EUROPOP2018:
<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tps00200/default/table?lang=en>

Spomedzi nami bližšie sledovaných krajín sa pod priemerom Európskej únie bude podľa danej prognózy v roku 2060 nachádzať aj Poľsko (28. pozícia, 62 %), Slovensko (26. pozícia, 61,5 %) a Česko (18. pozícia, 54,3 %). Slovensko pritom v roku 2018 začína z relatívne nízkej miery závislosti (4. pozícia, 22,5 %), negatívny demografický trend sa nás však dotýka po Poľsku najviac zo všetkých krajín OECD. Na opačnom póle tabuľky, síce taktiež so zvýšenou mierou závislosti, ale v rámci sledovaných krajín s najpriaznivejšími hodnotami, sa v prognóze pre rok 2060 umiestnilo Švédsko (1. pozícia, 40,8 %). Ak by sme do prognózy zahrnuli nielen obyvateľstvo staršie ako 65 rokov, ale aj deti mladšie ako 16 rokov (taktiež ekonomicky neaktívna časť populácie), potom projekcia vyzerá ešte hrozivejšie. V prípade Slovenska by šlo v danom období o nárast zo 42,9 % na 85,6 %, čo znamená, že zatiaľ čo v súčasnosti pracujú na jedného neekonomicky činného občana 2,33 osoby, v budúcnosti by sa toto číslo posunulo na úroveň 1,16! Samozrejme, uvedomujeme si pri tomto tvrdení určitú mieru zjednodušenia, nevieme teraz určiť, akým spôsobom sa bude zvyšovať vek odchodu do dôchodku, resp. koľko percent z kategórie 65+ bude ekonomicky činných. Taktiež môže veľkú úlohu zohrať imigračná politika štátov. Bez ohľadu na to však existuje silná korelácia medzi nákladovými tlakmi na verejné financie (penzie, zdravotníctvo, sociálna starostlivosť) a zvyšujúcou sa mierou závislosti (1-16 a 65+) na produktívnom obyvateľstve.³⁹

³⁹ The 2018 Ageing Report [online]. Bratislava : Európska komisia, 2018. s 24. [cit. 25. 10. 2019]. ISSN 2443-8014. Dostupné na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip079_en.pdf

Graf č. 3: Projekcia priemerného času žitia nad rámec 65 rokov



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Eurostat - Assumptions for life expectancy by age, sex and type of projection: https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=proj_18nalexp&lang=en

V súčasnosti sa v rámci krajín zahrnutých v prieskume Eurostatu dožívajú spomedzi mužov najviac Švajčiari (81,6 r.), na opačnom póle tabuľky sa nachádzajú Lotyš (69,7 r.). Podľa dostupných dát v súčasnosti žijú muži nad 65 rokov priemerne ešte 12,6 rokov. V roku 2060 by sa malo toto číslo zvýšiť až na 19,3. V prípade žien sa v súčasnosti zo sledovaných 31 krajín dožívajú najviac Španielky (86 rokov), najmenej Bulharky (78,5). Zatiaľ čo v súčasnosti priemerná žena žije nad 65 rokov ešte 18,1 rokov, v roku 2060 by to už malo byť 23,7 rokov. Aj tento ukazovateľ nám indikuje, že nielen negatívna krivka v pôrodnosti, ale aj dlhší vek dožitia v budúcnosti negatívne zaťaží verejné financie, prostredníctvom zvyšujúcich sa sociálnych výdavkov.

3.3 Hodnotenie penzijných systémov podľa Melbourne Mercer Global Pension Index

Jedenáste pokračovanie *Melbourne Mercer Global Pension Indexu*⁴⁰, vydávaného prestížnou Monash Business School, hovorí o tom, že najlepší dôchodkový systém na svete má momentálne Holandsko. Spomedzi 37 krajín (zahŕňajúcich dve tretiny celosvetovej populácie) obsadilo prvú pozíciu so ziskom 81 bodov. Neprekvapuje, že vzhľadom na vyššie zmienenú negatívnu demografickú krivku spojenú so starnutím populácie získavajú najlepšie bodové ohodnotenie penzijné systémy, ktoré nie sú

⁴⁰ *Melbourne Mercer Global Pension Index* [online]. Melbourne : Monash Centre for Financial Studies, 2019. s 86. [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: https://www.monash.edu/_data/assets/pdf_file/0016/2010526/MMGPI-2019-Report.pdf

postavené primárne na systéme pay-as-you-go, ale majú prepracovaný systém zamestnaneckých a individuálnych kapitalizačných penzijných fondov. Maximálny počet bodov, ktoré mohla krajina v rámci Indexu získať bolo 100, priemerná sledovaná krajina skončila s bodovým ziskom na úrovni 59,3 bodov. Analýze podliehalo vyše 40 indikátorov, ktoré sú tematicky rozdelené do troch častí:

- **adekvátnosť systému (váha 0,4)** – zahŕňa samotný dizajn systému, naakumulované úspory, daňové podmienky, mieru náhrady mzdy a rast penzií. Medzi prvé Írsko a tretie Holandsko sa v tomto ukazovateli vtesnalo Francúzsko. Štedrý sociálny systém však v dlhodobom horizonte predstavuje pre verejné financie Francúzska veľké riziko, v ukazovateli dlhodobej udržateľnosti sa umiestnilo hlboko pod priemerom, so ziskom 41 bodov.
- **dlhodobá udržateľnosť (0,35)** – zahŕňa systém dôchodkového poistenia, celkové aktíva, príspevky, demografickú krivku, verejný dlh a ekonomický rast. Otázka udržateľnosti je na základe zistení najväčšou slabinou naprieč sledovaným spektrom krajín. Taliansko získalo v tomto aspekte len chudobných 19 bodov (zo 100), problémy s udržateľnosťou penzijných systémov majú najmä rozvojové krajiny a štáty Južnej Ameriky, s výnimkou Čile. Naopak, najlepšie zo všetkých sa umiestnilo Dánsko. Publikácia sa v prípade dlhodobej udržateľnosti venuje najmä otázke zvyšovania veku odchodu do penzie, v súvislosti s predlžujúcim sa očakávaným vekom dožitia. Navrhuje vládam, aby uzákonili automatický mechanizmus, ktorý bude naviazaný na očakávaný vek dožitia. Na Slovensku takýto mechanizmus fungoval, parlament ho však v roku 2019 nahradil novelou, ktorá ohraňuje vek odchodu do dôchodku (viac v kapitole 4.1).
- **integrita a dôvera (0,25)** – zahŕňa reguláciu, riadenie systému, jeho stabilitu z pohľadu politických rozhodnutí, komunikáciu správcov fondov a vlád s verejnosťou či náklady na chod systému. Pred tretie Holandsko sa v tomto ukazovateli dostali dve severské krajiny – Nórsko a Fínsko.

Tabuľka č. 4: Melbourne Mercer Global Pension Index 2019

Celkovo			Adekvátnosť			Udržateľnosť			Integrita		
1.	Holandsko	81.0	1.	Írsko	81.5	1.	Dánsko	82.0	1.	Fínsko	92.3
2.	Dánsko	80.3	2.	Francúzsko	79.1	2.	Holandsko	78.3	2.	Nórsko	90.6
3.	Austrália	75.3	3.	Holandsko	78.5	3.	Austrália	73.5	3.	Holandsko	88.9
4.	Fínsko	73.6	4.	Nemecko	78.3	4.	Švédsko	72.0	4.	Hong Kong	86.9
5.	Švédsko	72.3	5.	Dánsko	77.5	5.	Čile	71.7	5.	Austrália	85.7
...			...			...			...		
33.	Mexiko	45.3	33.	JAR	42.3	33.	Brazília	27.7	33.	J. Kórea	49.6
34.	Filipíny	43.7	34.	India	39.9	34.	Turecko	27.1	34.	Čína	46.5
35.	Turecko	42.2	35.	Filipíny	39.0	35.	Španiel.	26.9	35.	Thajsko	46.1
36.	Argentína	39.5	36.	Mexiko	37.5	36.	Rakúsko	22.9	36.	Mexiko	41.3
37.	Thajsko	39.4	37.	Thajsko	35.8	37.	Taliansko	19	37.	Filipíny	34.7
Priemer		59.3	Priemer		60.6	Priemer		50.4	Priemer		69.7

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Melbourne Mercer Global Pension Index 2019

Štúdia Global Pension Index prináša aj zaujímavý záver v súvislosti s koreláciou objemu aktív alokovaných do penzijných fondov a mierou zadlženosti domácností. Konštatuje, že na každý jeden dolár alokovaný do penzijného fondu vzrastie čistý dlh domácnosti o 50 centov. Jednotlivci si totiž uvedomujú, že alokovaním zdrojov do penzijných fondov sa smerom do budúcnosti finančne zabezpečujú a preto si dovoľujú aj vyššiu mieru zadlženia. Týmto sa z časti potvrdzuje teória racionálnych očakávaní o permanentnom dôchodku, podľa ktorej našu spotrebu ovplyvňuje nielen súčasný príjem, ale taktiež očakávaný príjem v budúcnosti. Tým, že alokujeme časť súčasného príjmu do penzijného fondu, očakávame v budúcnosti (v poproduktívnom veku) protihodnotu v podobe adekvátnej penzie a preto si dovoľíme aj v súčasnosti minúť väčší objem finančných prostriedkov (nad rámec našich momentálnych príjmov).

3.4 Fungovanie penzijných fondov v Holandsku

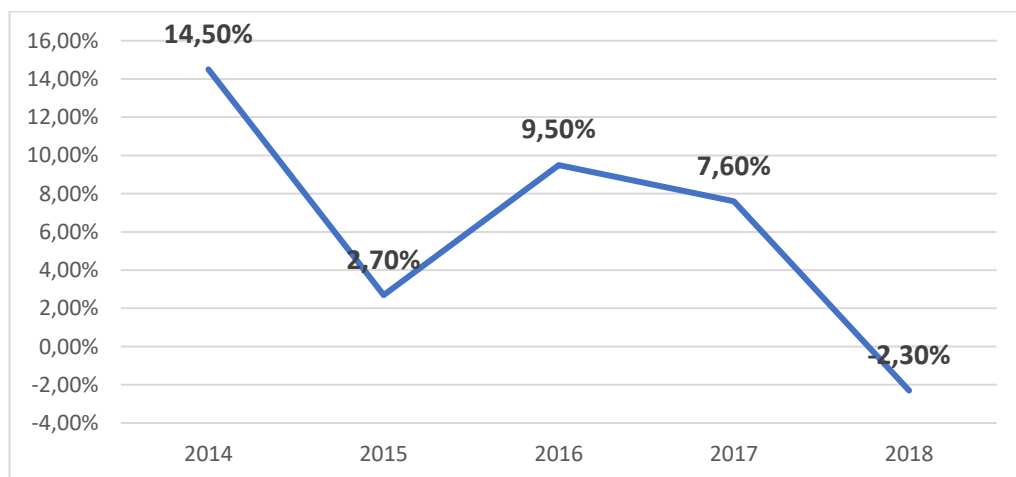
Medzi najlepšie hodnotené penzijné systémy sa ten holandský dostal najmä vďaka efektívnemu fungovaniu kapitalizačného piliera. Celkovo je tento systém postavený na troch pilieroch, ktorými sa snaží diverzifikovať riziko zvyšujúcich sa fiškálnych tlakov z dôvodu starnutia populácie. **Prvý pilier** predstavuje priebežné financovanie pay-as-you-go (prostredníctvom prerozdeľovacieho fondu AOW). V praktickej rovine je nastavený tak, že obyvatelia žijúci v Holandsku minimálne 50 rokov majú právo na 50 % z minimálnej mzdy národného hospodárstva (žijúci manželia), vdovci/vdovy majú nárok na 70 % z minimálnej mzdy. Momentálne je vek odchodu do penzie stanovený na 66 rokov, od roku 2022 sa zvýši na 67 rokov a tri mesiace. Tento pilier predstavuje typ

definovanej dávky (DB). Odvody zamestnancov do systému sú stanovené na úrovni 17,9 % z hrubej mzdy.⁴¹

Druhý pilier tvorí tzv. zamestnanecké dôchodkové poistenie. Zamestnávateľia odvádzajú dávky do penzijných fondov, kde sú následne zhodnotené (investované). Tieto celoodvetvové penzijné fondy zahŕňajú 80 % zamestnávateľov. Až 94 % zamestnancov v rámci neho požíva typ definovanej dávky (DB), ktorý je valorizovaný hlavne na základe rastu miezd a cien (inflácie).⁴²

Tretí pilier tvorí dobrovoľné penzijné sporenie, najčastejšie prostredníctvom bánk a poisťovní. Klienti sú motivovaní sporiť si v rámci tohto piliera daňovými výhodami (až do 1000 eur ročne). Holandsko, podobne ako Dánsko a Švédsko, predstavuje lídra vo sfére kapitalizačných penzijných systémov, ktoré v dlhodobom horizonte znižujú angažovanosť verejných výdavkov na chode penzijného systému. Zatiaľ čo verejné výdavky na starobné a predčasné penzie by sa napríklad v prípade Česka mali v roku 2060 vyšplhať zo 6 % až na 10 % HDP, výdavky Holandska, Dánska či Švédska by sa mali znížiť len na približne 5 % HDP.⁴³

Graf č. 4: Nominálna výnosnosť penzijného fondu Stichting Pensioenfonds ABP



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Penzijný fond ABP – výročná správa 2018: <https://www.abp.nl/images/ABP-ENG-Annual-report-2018.pdf> [cit. 15. 1. 2020]

⁴¹ Viac tu: <https://www.expatica.com/nl/finance/retirement/the-dutch-pension-system-106854/> [cit. 15. 1. 2020]

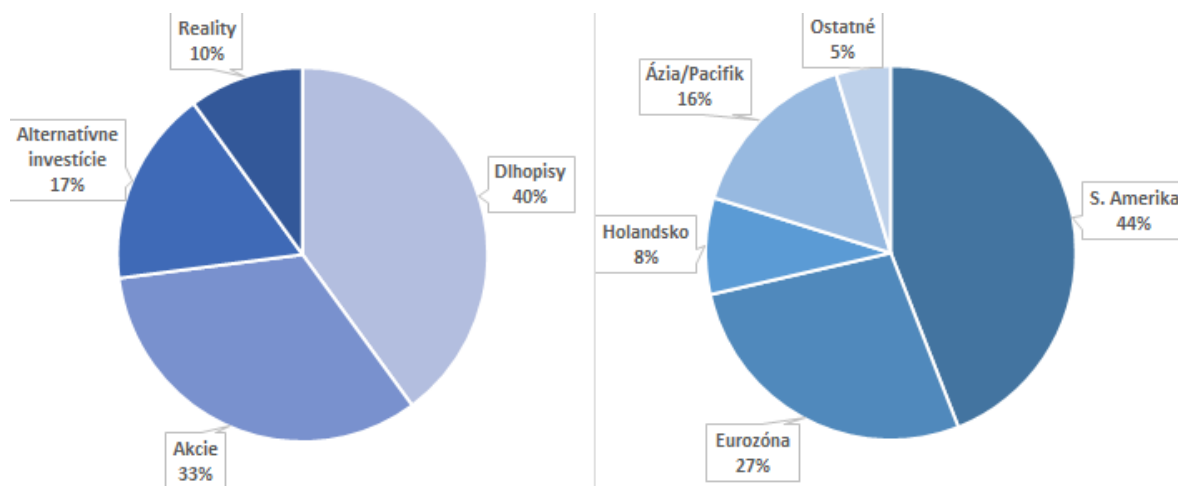
⁴² Viac tu: <https://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/the-netherlands/96> [cit. 15. 1. 2020]

⁴³ Komparatívna analýza penzijných systémov [online]. Praha : Úrad národnej rozpočtovej rady, sekcia makroekonomických a fiškálnych analýz, 2019. s. 26 [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: https://unrr.cz/wp-content/uploads/2019/06/Informa%C4%8Dn%C3%AD-studie_Komparativn%C3%AD-anal%C3%BDza-penzijn%C3%ADch-syst%C3%A9m%C5%AF.pdf

Najväčší holandský penzijný fond pre zamestnancov verejného a školského sektora **Stichting Pensioenfonds ABP** zaznamenal v roku 2018 zápornú nominálnu výnosnosť 2,3 % (po zohľadnení inflácie až -4,2%). Avšak pri pohľade na posledných päť rokov môžeme skonštatovať, že priemerná ročná nominálna výnosnosť tohto fondu sa pohybuje na úrovni šiestich percent (posledných dvadsať rokov na úrovni 7 % ročne).

Čo sa týka rozloženia investícií, prím hrajú dlhopisy a akcie. Dlhopisy alokuje fond primárne medzi vládne (14,6 %) a korporátne (14,1 %) vo vyspelých štátoch. Investície do štátnych dlhopisov rozvojových štátov sú v menšine (8,6 %). Čo sa týka akcií, taktiež väčšina investícií smeruje do rozvinutých trhov (24,7 % vs. 8,6 %). Z pohľadu alternatívnych investícií fond najviac investuje do hedžových fondov (4,9 %) a private equity (5,2 %).

Graf č. 5: Sektorové a geografické rozloženie investícií ABP



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Annual report ABP – 2018

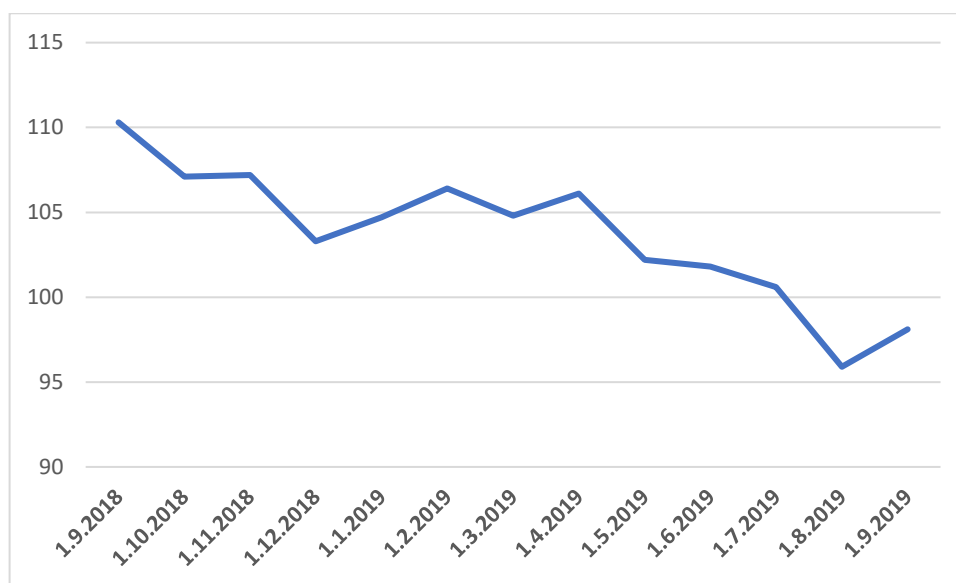
Fond mal ku koncu roka 2018 evidovaných 2,97 milióna členov, pričom poberateľov penzií eviduje 886-tisíc. Z nich väčšinu (638-tisíc) tvoria starobní dôchodcovia, 40-tisíc poberatelia invalidného dôchodku, 200-tisíc poberateľov iných sociálnych dávok a vyše 7-tisíc poberateľov sirotskej penzie. Penzijný fond má pod svojou správou aktíva v hodnote 462 mld. USD.

Druhý najväčší holandský penzijný fond **Pensionenfonds Zorg en Wlzijn (PFZV)** mal na konci tretieho kvartálu 2019 pod svojou správou 238 miliárd USD. Čo sa týka štruktúry investícií, až takmer jednu tretinu tvoria akcie, 12 % aktív má fond alokovaných do nehnuteľností. Ostatné sektory majú veľmi podobné zastúpenie, na úrovni piatich percent. Riaditeľ PFZV Peter Borgdorff však konštatuje, že v blízkej budúcnosti bude dôchodková spoločnosť v dôsledku sprísnenej regulácie na krytie penzií nútená znížiť

výšku poskytovaných penzií. Aktíva fondu v súčasnosti pokrývajú len 92,2 % záväzkov. Zákonom stanovený minimálny pomer aktív k záväzkom (funding ratio) je 104,2 %⁴⁴

Čo sa týka najväčšieho penzijného fondu ABP, tam sa funding ratio znížilo na úroveň 94,6 %, takže aj dávky z tohto fondu budú s najväčšou pravdepodobnosťou podliehať škrtom. Súvis poklesu funding ratio možno hľadať najmä s problematikou nízkych úrokových sadzieb, ktoré majú neblahý efekt na zhodnocovanie aktív.⁴⁵

Graf č. 6: Funding ratio (pomer aktív k záväzkom) holandských penzijných fondov



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa De Nederlandsche Bank

Holandská centrálna banka konštatuje, že „*funding ratio penzijných fondov kleslo v treťom kvartáli 2019 na úroveň 98,1 %, čo predstavuje zhoršenie o štyri percentuálne body. Až 60 percent zo všetkých penzijných fondov sa nachádza pod zákonom stanovenou hranicou.*“⁴⁶ Pod 100 % padlo funding ratio holandských penzijných fondov naposledy na prelome rokov 2011 a 2012.⁴⁷

Hoci väčšina holandských fondov avizuje, že svoje aktíva alokuje v rámci spoločensky zodpovedných stratégií (SRI), publikácia *Fair Pension Guide*, mapujúca sociálnu zodpovednosť v oblasti investovania penzijných fondov upozornila na

⁴⁴ Viac tu: <https://www.pfzw.nl/content/dam/pfzw/web/over-ons/dit-presterenwe/kwartaalberichten/2019/kwartaalbericht-3e-kwartaal-2019.pdf> [cit. 15. 1. 2020].

⁴⁵ Viac tu: <https://www.abp.nl/english/financial-situation/financial-dashboard.aspx> [cit. 15. 1. 2020].

⁴⁶ *Financial position of Dutch pension funds deteriorated further in the third quarter of 2019* [online]. Centrálna banka Holandska. [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: <https://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/Statistischnieuws2019/dnb386018.jsp>

⁴⁷ BEETSMA, R. a kol. The Dutch Pension System and the Financial Crisis [online]. Mníchov : Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, 2015, s. 14-19. In *CESifo DICE Report 2/2015* [cit. 15. 1. 2020]. ISSN 1613-6373. Dostupné na: <http://hdl.handle.net/10419/167205>

skutočnosť, že deväť z desiatich najväčších holandských penzijných fondov investovalo dovedna 927 miliónov eur do firiem vyrábajúcich zbrane. Tie sú následne nezriedka distribuované aj do krajín, ktoré porušujú ľudské práva. Najväčší podiel zo všetkých má fond ABP, ktorý investoval do zbrojárskych firiem dovedna 569 miliónov.⁴⁸

3.5 Špecifiká penzijných fondov v Nemecku

Systém penzijného zabezpečenia pozostáva v Nemecku z troch pilierov. Najsilnejší je **prvý, priebežne financovaný**, ktorý funguje na povinnej báze. Druhý a tretí pilier je dobrovoľný. Druhý pilier, tzv. zamestnanecký, pokrýval v roku 2015 18 miliónov sporiteľov (60 % pracujúceho obyvateľstva). Celkové aktíva alokované v súkromných penzijných fondoch sú v Nemecku na úrovni 267 mld. eur, čo predstavuje približne 7 percent ročného HDP tejto spolkovej republiky (pre porovnanie, Holandsko má objem aktív v penzijných fondoch na úrovni 175 % ročného HDP)⁴⁹

Pri celkovom pohľade na štáty OECD ukazuje štatistika z roku 2015, že výdavky na penzie z verejných zdrojov predstavovali v týchto štátoch priemerne 8 % HDP, výdavky na penzie zo súkromných penzijných fondov tvorili len 1,5 % HDP. V prípade Nemecka to bolo z verejných zdrojov 10,1 % HDP a zo súkromných penzijných schém 0,8 % HDP. Aj z tohto porovnania je jasne vidieť, že prvý pilier (pay-as-you-go) hrá v Nemecku prím. Spomedzi krajín OECD má najmenší podiel výdavkov na penzie k HDP Južná Kórea (3,7 % = 2,9 % + 0,8 %). Naopak, najhoršiu pozíciu má Taliansko, ktorého výdavky na penzie zhltnú až 17,4 % (16,2 % + 1,2 %) ročného HDP krajiny, čiže až takmer 36 % verejných výdavkov!⁵⁰

Keď sa vrátíme k **zamestnaneckým fondom druhého piliera**, penzijné plány tohto piliera fungujú v Nemecku na báze definovaného príspevku (DC). Existuje viacero možností financovania dôchodkov z tohto piliera. Jednou z možností je penzijný fond. Tieto fondy môžu byť založené buď jednou spoločnosťou, celoodvetvovým plánom, alebo združením zamestnancov (odbormi). Nepodliehajú tak prísnej regulácii ako priame penzijné prísľuby a priame poistenie, preto môžu všetky svoje aktíva alokovať do akcií.

⁴⁸ SLIJPER, F., OUDES, C., WALSTRA, J., RIEMERSMA, M. *Controversial Arms Trade and investments of Dutch Pension Funds* [online]. Utrecht : PAX a Profundo, 2019, s. 63. [cit. 20. 1. 2020]. Dostupné na: <https://eerlijkegeldwijzer.nl/media/495405/2019-11-praktijkonderzoek-controversial-arms-trade-and-investments-of-dutch-pension-funds.pdf>

⁴⁹ Pension funds online, Germany [online]. Dostupné na: <https://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/germany> [cit. 20. 1. 2020]

⁵⁰ *Pensions at a Glance 2019* [online]. OECD s. 201-204. [cit. 20. 1. 2020]. Dostupné na: <https://read.oecd.org/10.1787/b6d3dcfc-en?format=pdf>

Okrem tohto využívajú veľké nemecké spoločnosti mimosúvahový spôsob financovania dôchodkových záväzkov, uzatváraním trustových dohôd (CTA). Penzijné plány **tretieho piliera** fungujú podobne ako náš tretí pilier. Príspevky do fondov sú však za splnení určitých podmienok podporované štátnym príspevkom.⁵¹

3.6 Fungovanie českých penzijných fondov v dôsledku zmeny legislatívy

U našich západných susedov momentálne funguje dôchodkový systém založený na dvoch pilieroch. **Prvý** predstavuje priebežné financovanie formou pay-as-you-go. Odvody na zamestnanca tvoria dovedna 28 % (zamestnanec odvádza 6,5 %, zamestnávateľ 21,5%). **Druhý pilier** (dôchodkové sporenie) fungoval len tri roky (2013-2016), keď bol pre všeobecný nezáujem (84 495 klientov) zrušený. Pôvodný 28 % odvod do prvého piliera bol pre jeho klientov rozdelený (25 % prvý, 3 % + ďalšie 2 % druhý pilier). Nasporené finančné prostriedky si po jeho zrušení mohli klienti previesť na svoj bežný účet, do vtedajšieho tretieho piliera, alebo si mohli spätne dofinancovať odvodový deficit v prvom pilieri, vzniknutý nižšou odvodovou povinnosťou počas daného trojročného obdobia.⁵²

Na kapitalizačnej báze funguje v Čechách momentálne len **tretí pilier (dobrovoľný)**. Hoci musel počas svojej existencie absorbovať viacero parametrických zmien, vo svojej podstate funguje už od roku 1995. Momentálne v rámci neho pôsobia dva inštitucionálne usporiadané druhy sporiacich fondov: **penzijné pripoistenie** (tzv. transformované fondy) a **doplňkové penzijné sporenie** (cez tzv. účastnícke fondy).

- **penzijné pripoistenie** – (3,4 mil. účastníkov) má zákonom garantovaný nezáporný výnos, čo však vedie manažérov fondov k veľmi konzervatívnej (nízkovýnosnej) stratégii. Výnos klientov je de facto redukovaný len na štátny príspevok. Vstupovať do penzijného pripoistenia už nemôžu noví účastníci.
- **doplňkové penzijné sporenie** – (1 mil. účastníkov) zákon negarantuje nezáporný výnos, vďaka čomu fondy ponúkajú agresívnejšie stratégie,

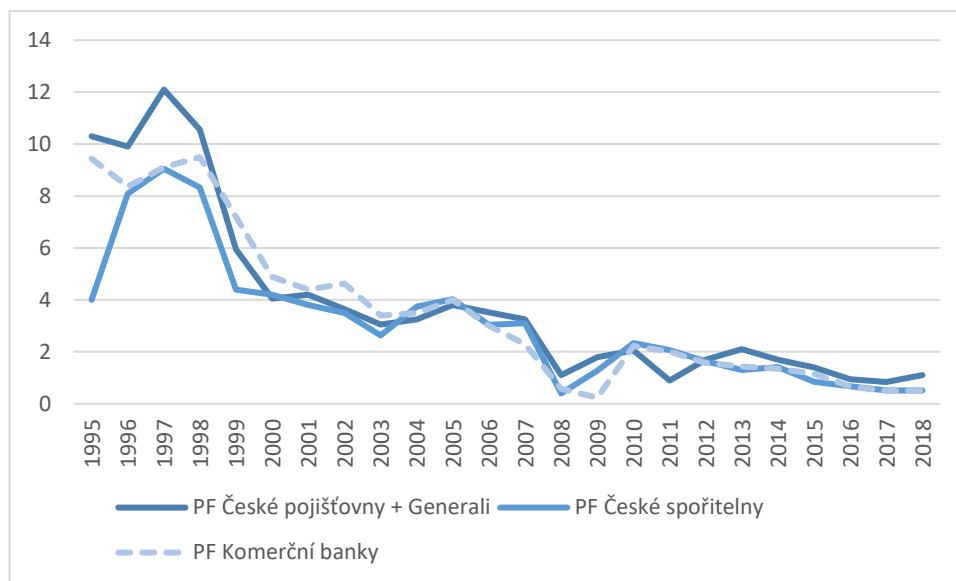
⁵¹ Pension funds online, Germany [online]. Dostupné na: <https://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/germany> [cit. 20. 1. 2020]

⁵² *Komparatívna analýza penzijných systémov* [online]. Praha : Úrad národnej rozpočtovej rady, sekcia makroekonomických a fiškálnych analýz, 2019. s. 7, 12. [cit. 20. 1. 2020]. Dostupné na: https://unrr.cz/wp-content/uploads/2019/06/Informa%C4%8Dn%C3%AD-studie_Komparativn%C3%AD-anal%C3%BDza-penzijn%C3%ADch-syst%C3%A9m%C5%AF.pdf

prinášajúce krátkodobu vyššie riziko, ale v dlhodobom horizonte aj pravdepodobnosť vyššieho zhodnotenia.

Ak je mesačný príspevok do tretieho piliera minimálne na úrovni 300 Kč, vzniká nárok na štátny príspevok od 90 Kč. Pri mesačnom príspevku nad 1000 Kč, vzniká investorovi nárok na štátny príspevok max. 230 Kč.⁵³

Graf č. 7: Nominálna výnosnosť troch najväčších českých tzv. transformovaných fondov



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ASP ČR

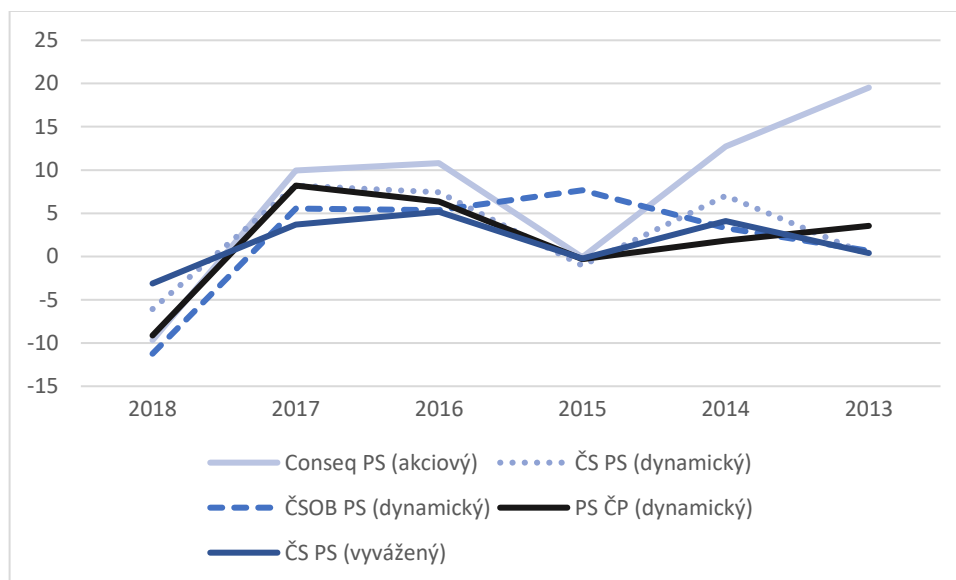
Transformované fondy sa tešia v Česku relatívne vysokej obľube. Investuje do nich 3,4 milióna obyvateľov, pričom momentálne v nich majú alokovaných 404 mld. Kč (približne 17,5 mld. USD). Na grafe č. 7 vidíme **tri najväčšie české transformované fondy**. Vidno, že vzájomne kopírujú svoje nominálne výnosnosti, pričom od roku 2005 ich ročná výnosnosť neprekročila 4 % hranicu. Najnižšiu výnosnosť zaznamenali v krízových rokoch (2008/09), keď sa blížila k 0 % výnosu. Keďže zákon ohraničuje minimálny garantovaný výnos na hodnote 0 %, fondy sa uchylujú k veľmi konzervatívnym stratégiám, ktoré sa v konečnom dôsledku pohybujú na úrovni dlhodobej miery inflácie. Spomedzi troch najväčších fondov mal počas celého obdobia fungovania najvyššiu ročnú nominálnu výnosnosť spojený fond Českej poisťovne a Generali (3,8 %). Priemerná ročná

⁵³ § 14 zákona č. 427/2011 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení. Dostupné na: https://www.noveaspi.cz/products/lawText/1/75836/1/2#c_49

nominálna výnosnosť fondu Českej sporiteľne bola 3,1 %, v prípade Komerční banky 3,6 %.⁵⁴

Od roku 2013 fungujúce doplnkové penzijné sporenie zatiaľ prilákalo dovedna milión účastníkov, ktorí alokovali do **účastníckych fondov** 42,7 mld. Kč (približne 1,86 mld. USD). **Priemerná ročná výnosnosť všetkých účastníckych fondov** (niektoré volia konzervatívnejšie stratégie, iné sa zameriavajú na volatilnejšie aktíva) dosiahla v období od roku 2013 do 2018 úroveň 1,02 %, čisto len konzervatívne fondy všetkých ôsmich penzijných spoločností dosiahli ročnú priemernú výnosnosť 0,27 %. Ak sa pozrieme na **priemernú ročnú výnosnosť všetkých transformovaných fondov** v danom období, dostaneme sa len na úroveň 0,89 %.⁵⁵

Graf č. 8: TOP 5 najvýkonnejších účastníckych fondov - ročná nominálna výnosnosť (v %)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa APS ČR

Od začiatku svojej existencie najviac zo všetkých účastníckych fondov zarobil ku koncu roku 2018 **Globálny akciový fond od Conseq** (48 %). Pohľad ku koncu roku 2019 hovorí o tom, že v danom roku zarobil 18,34 % (čo znamená, že od založenia sa jeho hodnota zvýšila o 75,28 %).⁵⁶ Fond má 98,2 % svojich aktív alokovaných do akciového kapitálu, pričom až 38,1 % tvoria akcie v štátoch strednej Európy. V portfóliu fondu má viac ako 4-percentné zastúpenie dovedna osem ETF fondov (iShares S&P 500 – 6,36 %,

⁵⁴ Viac tu: <https://www.apfcr.cz/wp-content/uploads/2019/06/Zhodnocen%C3%AD-PF-TF-2018.pdf> [20. 12. 2019]

⁵⁵ Viac tu: <https://www.apfcr.cz/wp-content/uploads/2019/02/ZHODNOCEN%C3%8D-%C3%9AF-2018.pdf> [20. 12. 2019]

⁵⁶ Viac tu: <https://www.conseq.cz/penze/prehled-ucastnickych-fondu/conseq-globalni-akciov-y-ucastnick-y-fond> [20. 12. 2019]

DBX_MSCI_E – 6,33 %, Amundi Emerging Markets M – 6,03 %, Xtracker Nikkei 225 – 5,22 %, DBX STOXX 600 EUR – 5,09 %, LYXOR STOXX 600 EUR – 4,69 %, Ishares Emerging Markets – 4,27 % a Source Euro Banks E – 4,05 %).⁵⁷

Od začiatku existencie väčšiny fondov doplnkového penzijného sporenia (2013-2018) sa v Česku zvýšili ceny súhrnne o 7,61 %. Infláciu v tomto období spomedzi 28 účastníckych fondov prekonal len desať z nich.⁵⁸

3.7 Poľský penzijný systém pod prizmou zoštatnenia druhého piliera

Prvá vážna dôchodková reforma prebehla v Poľsku v roku 1998. Prvý, priebežne financovaný penzijný systém (na báze NDC – virtuálnych účtov, na ktorých sa zaznamenáva objem odvedených finančných prostriedkov a na základe nich sa určí výška penzie), bol doplnený druhým, kapitalizačným, pilierom. Odvody do prvého piliera boli 12,22 % z hrubej mzdy (čo vytváralo silné deficitné tlaky pri financovaní aktuálnej potreby výplat penzií), do druhého piliera putovalo 7,3%. Oba piliere fungovali na povinnej báze.⁵⁹

Zvyšujúca sa nezamestnanosť a pokles ekonomickej aktivity v čase hospodárskej krízy dopomohli k uskutočneniu ďalšej dôchodkovej reformy (tentoraz viac-menej parametrickej). Jej výsledkom bola skutočnosť, že odvody do otvorených fondov druhého piliera boli znížené na úroveň 2,92 %, zvyšok putoval do prerozdeľovacieho fondu, fungujúceho na báze NDC. Otvorené fondy druhého piliera alokovali vzhľadom k prísnej regulácii až 60 % svojich investícií do dlhopisov (hlavne poľských), miera zhodnotenia aktív klientov v otvorených fondoch bola nižšia (7,06 % p.a.) ako v prípade prvopilierových virtuálnych účtov (7,26 % p.a.). **V roku 2014 bolo prijaté politické rozhodnutie o prevode 51,5 % čistých aktív z otvorených fondov do prvého piliera (hodnoty reálnych investícií klientov boli prepísané na virtuálne účty).** Tento akt mal pozitívny efekt na verejné financie (v krátkodobom horizonte) a keďže poľská vláda prevodom aktív de facto odkúpila späť aj vlastné dlhopisy, znížila tým verejný dlh. V roku 2018 bolo prijaté ďalšie politické rozhodnutie, tentoraz o budúcom prevode štvrtiny aktív z

⁵⁷ Viac tu: https://www.conseq.cz/getattachment/Documents/Products/CPD/CpsGLAK/Conseq-globalni-akciovy-ucastnický-fond-Zprava-por/GLAK_1909.pdf.aspx?lang=cs-CZ&text=.pdf [20. 12. 2019]

⁵⁸ pozn. pozeráme sa výlučne na výkonnosť fondov, pričom zanedbávame účinok štátnej prémie, ktorá reálne zvyšuje atraktivitu investícií.

⁵⁹ POLAKOWSKI, M., HAGEMER, K. *Reversing Pension Privatization: The Case of Polish Pension Reform and Re-Reforms* [online]. Ženeva : International Labour Office, 2018, 43 s. [cit. 20. 1. 2020]. ISSN 1020-9581. Dostupné na: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_protect/---soc_sec/documents/publication/wcms_648632.pdf

otvorených fondov do prvého piliera (prevedené finančné prostriedky budú opäť pripísané na individuálne virtuálne účty klientov), pričom zvyšok aktív bude prevedených na novovzniknuté **zamestnanecké účty tretieho piliera (ECP)**. Týmto krokom bude existencia povinného kapitalizačného (DC) piliera prakticky ukončená.⁶⁰

Vznik **zamestnaneckých kapitálových plánov (ECP)** bol odsúhlasený v novembri 2018. Povinná účasť na týchto plánoch je pre zamestnancov vo veku 19 – 55 rokov. Pre starších je účasť v ECP na dobrovoľnej báze. Od júna 2019 je povinnosť byť súčasťou ECP pre firmy s viac ako 250 zamestnancami, pre firmy s menším počtom zamestnancom vznikne táto povinnosť neskôr. Všetky firmy by mali byť zakomponované do tohto systému od januára 2021. Minimálna odvodová povinnosť je stanovená na úrovni 2 % pre zamestnanca (výnimku predstavujú nízkopríjmové skupiny) a 1,5 % pre zamestnávateľa. Výška odvodu môže byť na dobrovoľnej báze navýšená až do úrovne 4 % pre zamestnanca alebo zamestnávateľa.⁶¹

Prevod zvyšných prostriedkov z otvorených fondov do ECP prinesie v porovnaní s druhým pilierom dve nevýhody: nemožnosť výberu prostriedkov pred dovŕšením dôchodkového veku (obmedzenie slobody disponovania s vlastným majetkom) a v prípade záujmu o anuitu aj potrebu kúpy poistenia (otázka nízkej konkurencie medzi poisťovňami - nákladovosť).⁶²

3.8 Penzijné fondy ako zdroj investícií do domácej ekonomiky

Prostriedky združené v penzijných fondoch predstavujú kapitál, ktorý môže byť v závislosti od investičnej stratégie konkrétneho fondu alokovaný buď do domácej alebo zahraničnej ekonomiky. Aj preto sa v tomto zmysle niektoré štáty zaviazali k pomerne prísnej regulácii fungovania penzijných fondov. Zaujímavým príkladom je Poľsko. Prísna regulácia zabezpečila (v minulosti dovoľovala zahraničné investície na úrovni 5 %, v súčasnosti sa zvýšila hranica na 30 %), že väčšina prostriedkov penzijných fondov zostala v domácej ekonomike. Táto skutočnosť mala v Poľsku aj sekundárny efekt. Pri zoštátnení druhého piliera znížilo svoju mieru zadlženosti, keďže nakúpené dlhové cenné

⁶⁰ *Komparatívna analýza penzijných systémov* [online]. Praha : Úrad národnej rozpočtovej rady, sekcia makroekonomických a fiškálnych analýz, 2019. s. 31. [cit. 20. 1. 2020]. Dostupné na: https://unrr.cz/wp-content/uploads/2019/06/Informa%C4%8Dn%C3%AD-studie_Komparativn%C3%AD-anal%C3%BDza-penzijn%C3%ADch-syst%C3%A9m%C5%AF.pdf

⁶¹ CHLOŇ-DOMIŇCZAK, A. *New occupational pension savings scheme in Poland* [online]. Európska komisia, 2019, 2 s. [cit. 20. 1. 2020]. Dostupné na: <https://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=20611&langId=en>

⁶² Aleksander Łaszek: <https://emerging-europe.com/voices/polands-latest-pension-reform-is-good-for-the-government-bad-for-savers/> [cit. 20. 1. 2020]

papiere týmito fondami previedlo späť na svoj účet. Napokon ako kompenzáciu za zoštátnenie úspor vykonalo investorom pripísanie prostriedkov na virtuálny účet v rámci priebežného piliera...

V globále môžeme skonštatovať, že zdroje penzijných fondov jednotlivých štátov skutočne slúžia na podporu domácej ekonomiky. V roku 2018 bolo 67 % aktív penzijných fondov alokovaných v domácich ekonomikách (použitím jednoduchého priemeru sledovaných 49 krajín). Najvýraznejším príkladom sú Spojené štáty americké, ktoré mali v roku 2014 podiel zahraničných investícií v rámci penzijných fondov len na úrovni 8 %. Počas posledných desiatich rokov sa však fondy začali viac zameriavať na zahraničie.⁶³

Tabuľka č. 5: Podiel zahraničných investícií penzijných fondov

	1. Kos.	2. Hol.	3. Est.	4. Lot.	5. Lit.	6. Slov.	15. Čile	24. Nór.	25. Jap.	27. VB	35. ČR	45. Poľ.	Priem.
2018	92%	87%	84%	81%	75%	74%	41%	28%	26%	25%	14%	6%	33%
2008	94%	82%	78%	37%	74%	34%	29%	26%	25%	28%	16%	1%	27%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa OECD – Pension Markets in Focus 2019:
<https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2019.pdf>

Zo 49 krajín, ktoré boli zahrnuté v prieskume OECD, sme sa ocitli na nelichotivom šiestom mieste. Znamená to skutočnosť, že podiel zahraničných investícií v portfóliu našich penzijných fondov sa vyšplhal na úroveň 74 %. Prispela k tomu aj liberalizácia podmienok investovania penzijných fondov, keďže v súčasnosti na Slovensku neexistuje limit pre zahraničné investície. Samozrejme, do úvahy musíme brať aj slabú infraštruktúru slovenského kapitálového trhu. Ďalším významným faktorom, ktorý akcelaruje mieru investícií do zahraničia, je otázka diverzifikácie portfólia, t. j. snaha portfóliových manažérov maximalizovať výnosnosť pri danej miere rizika, respektíve minimalizovať riziko pri danej miere výnosnosti.

Keď zoberieme do úvahy, že vo fondoch druhého a tretieho piliera máme alokovaných dovedna 9 mld. eur, až 6,66 mld. eur je investovaných v zahraničí. Keďže naše DSS a DDS majú úplnú voľnosť v geografickom rozložení investícií, možno sa domnievať, že to môže mať pozitívny vplyv na výnosnosť portfólií našich penzijných fondov (v porovnaní s medzinárodným benchmarkom). Skutočnosť si ukážeme v kapitole 4.3 a 4.4. Mimo krajín eurozóny slovenské penzijné fondy smerujú len 7-percentný objem investícií, zo sledovaných štátov eurozóny majú menší podiel investícií mimo eurozóny už len v Slovinsku (4 %), Rumunsku (4,8 %), Poľsku (6%) a Litve (6,1 %).

⁶³ Viac tu: <https://www.pwc.lu/en/asset-management/docs/pwc-am-beyond-their-borders.pdf>

Veľkú paradigmatickú zmenu v rámci investičných stratégií penzijných fondov sledujeme v Čile. Zatiaľ čo v 90. rokoch minulého storočia, keď sa krajine významne darilo a dosahovala ročný ekonomický rast na úrovni 10 %, väčšina investícií penzijných fondov (vyše 99 %) smerovala do domácej ekonomiky.⁶⁴ V roku 2008 tvorili ich zahraničné investície už takmer tretinu a o desať rokov sa vyšplhali nad 40 %. Hoci Mercer Index radí aj v súčasnosti čilský penzijný systém v oblasti udržateľnosti na piatu pozíciu, v krajine sa zvyšuje miera nespokojnosti so súčasným stavom. Dôvodom je nízka miera náhrady mzdy. Zatiaľ čo čistá miera náhrady mzdy je priemerne v krajinách OECD na úrovni 58,6 % (muži) a 57,6 % (ženy), v Čile je táto miera náhrady u mužov 37,3 % a u žien 34,4 %.⁶⁵

Pri pohľade na penzijný systém v Čile je žiaduce spomenúť rok 1981. Po prevrate generálom Pinochetom sa spustila vlna ekonomickej liberalizácie, v prípade penzijného systému to znamenalo aj vytvorenie kapitalizačných pilierov. Penzijný systém v Čile si nesie svetový primát, bol prvým svojho druhu a oceňovali ho viaceré významné inštitúcie, na čele so Svetovou bankou. Dôvody vtedajšej reformy musíme hľadať najmä v enormnej záťaži priebežného penzijného systému na výdavky štátneho rozpočtu. V roku 1974 pripadli vinou (nielen) negatívnej demografickej krivky na jedného dôchodcu len dvaja pracujúci. Negatívne tlaky na výdavky štátneho rozpočtu, vyplývajúce z implementácie reforiem (financované hlavne škrtaním výdavkovej strany a masívnou privatizáciou) priniesli v novom tisícročí úspory až na úrovni 15 % HDP ročne.⁶⁶

Zatiaľ čo pred reformou tvorili odvody do priebežného systému viac ako polovicu zo mzdy, po reforme sa odvodové zaťaženie výrazne znížilo (odvody do kapitalizačného piliera boli na úrovni 10 % zo mzdy), čo pozitívne vplývalo na nárast spotreby. Každá minca má však dve strany a v dlhodobom horizonte toto masívne zníženie odvodov malo negatívny dopad na výšku výplaty penzií. Nie nefunkčnosť penzijného systému, ale nízke mzdy spolu s nízkou mierou odvodov do penzijných fondov spôsobili momentálnu krízu, prameniáciu z neschopnosti penzijného systému zabezpečiť dôstojný príjem v starobe. Rozsiahle demonštrácie v roku 2018 primäli prezidenta k iniciovaniu dôchodkovej

⁶⁴ CHOVANCOVÁ, B. a kol. *Dôchodkové fondy vo svete a na Slovensku*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. s. 34. ISBN 978-80-8168-663-4

⁶⁵ OECD. *Net pension replacement rates (indicator)*. Dostupné na: <https://data.oecd.org/chart/5V1W>

⁶⁶ BRABEC, P., KUBELKOVÁ, P. Penzijná reforma v Čile, aktuálny vývoj plno fondového DC systému a analýza dopadov. Vysoká škola ekonomická v Prahe in *Politická ekonomie*, 4, 2015. s. 517-530. ISSN 0032-3233

reformy. Spolu s nevyhnutným nárastom mzdových odvodov sľubuje prezident Pinera garanciu, aby poberatelia starobného dôchodku nepadli pod hranicu chudoby.⁶⁷

3.9 Suverénne fondy ako podporné zdroje financovania budúcich penzií

„Suverénne fondy sú vo všeobecnosti vytvárané pre makroekonomické účely. Sú vlastnené, riadené a spravované vládami na dosiahnutie finančných cieľov a podriadené investičným stratégiám, ktoré zahŕňajú investovanie do zahraničných aktív. Bežne sú zakladané z prebytkov platobnej bilancie, oficiálnych operácií so zahraničnou menou, z výnosov z privatizácie, z fiškálnych prebytkov a z príjmov plynúcich z exportu komodít,“ definuje suverénne fondy Iveta Pauhofová v publikácii *Suverénne fondy vo svete*.⁶⁸

Literatúra často ponúka zjednodušený pohľad, keď pod množinu penzijných fondov priraduje aj suverénne fondy. My sa pozeráme pri identifikácii penzijných fondov jednak na pôvod zdrojov, ktoré prúdia do fondov, ale hlavne na plánované využitie týchto naakumulovaných investícií. Čisto v penzijnom fonde je pôvod zdrojov primárne z odvodov zamestnancov a zamestnávateľov, pričom tieto prostriedky fond dlhodobo zhodnocuje a v konečnom dôsledku používa na výplatu penzií. V prípade suverénnych fondov však primárne zdroje nesúvisia s odvodmi zamestnancov a zamestnávateľov, a naakumulovaný kapitál zväčša nie je používaný výlučne na financovanie penzijného systému.

Do rebríčka najväčších penzijných fondov sme však zaradili aj japonský a nórsky suverénny fond, keďže naakumulovaný kapitál týchto fondov slúži na dofinancovanie deficitu penzijných systémov týchto krajín. Japonský Government Pension Investment Fund má pod svojou správou aktíva v hodnote 1 479 mld. USD⁶⁹. Za ním sa na druhej priečke sa usadil Government Pension Fund Global (Nórsky fond), ktorého primárne zdroje sú získavané najmä z predaja ropy a zemného plynu. Ešte raz zdôrazňujeme, že dôvodom zaradenia týchto suverénnych fondov pomedzi penzijné fondy je skutočnosť, že

⁶⁷ Viac tu: <https://www.reuters.com/article/us-chile-pensions/chiles-pinera-proposes-reform-of-pension-system-that-has-fueled-protests-idUSKBN1ZF075> [cit. 20.1.2020]

⁶⁸ PAUHOFOVÁ, I. *Suverénne fondy vo svete* [online]. Košice : Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach, 2014. s. 9-10, [cit. 20.1.2020]. ISSN 1337-5598. Dostupné na: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/256_final_ucebnica2014_farba.pdf

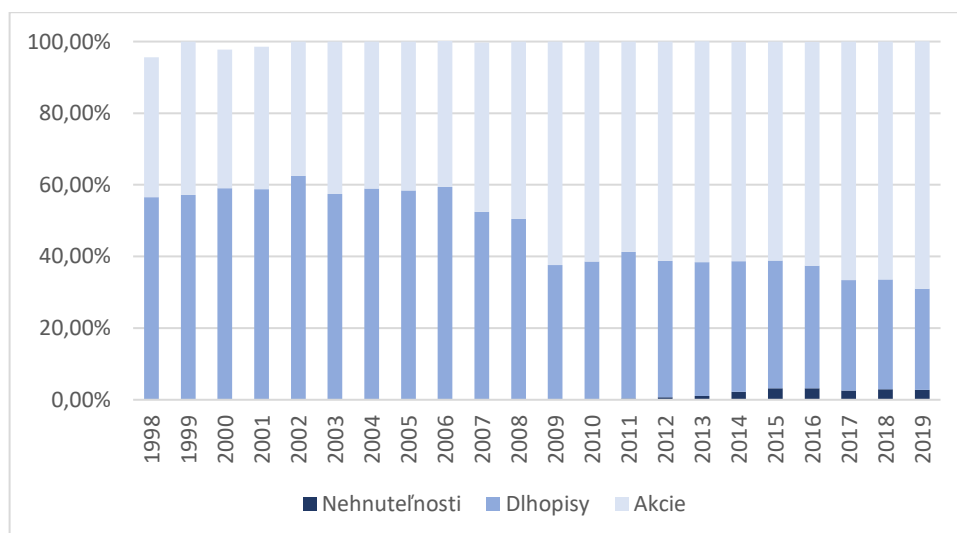
⁶⁹ Government Pension Investment Fund, Investment results for 2Q of fiscal 2019, viac tu: https://www.gpif.go.jp/en/performance/pdf/2019-Q2-1101-En_035988.pdf [20.12.2019], prepočet na USD, kurz 0,0091

naakumulované zdroje majú byť v budúcnosti využívané aj na dofinancovanie penzijného systému.

V roku 1969 boli na nórskom pobreží objavené obrovské podzemné zdroje ropy a zemného plynu. Na základe tejto skutočnosti prijal v roku 1990 nórsky parlament uznesenie o vytvorení fondu, ktorého cieľom je zodpovedné využívanie zdrojov získaných predajom ropy a zemného plynu. Nie jednorazová spotreba získaných finančných prostriedkov, akonáhle predali tieto komodity, ale zodpovedné nakladanie s príjmami, so zreteľom na rovnováhu nórskej ekonomiky v dlhodobom časovom horizonte. Prvé prostriedky do fondu začali „tiecť“ v roku 1996, v súčasnosti spravuje aktíva v hodnote 1 136 mld. USD⁷⁰. Polovicu tvoria príjmy z predaja ropy a zemného plynu, druhá polovica je tvorená kumulovanými výnosmi z investícií (v prípade japonského suverénneho fondu je podiel kumulovaných investícií na celkových aktívach 40 %). Investičné pole pôsobnosti tohto nórskeho fondu je naprieč 73 krajinami a svoj podiel má v 9158 spoločnostiach.

Jeho veľkou prednosťou je transparentnosť, na webovej stránke ponúka informácie o každej svojej investícii, navyše existujú prísne pravidlá na použitie naakumulovaných finančných prostriedkov. Každoročne môže nórska vláda minúť len minoritnú časť zdrojov z tohto fondu (približne sa rovnajúcu úrovni reálnych výnosov z investícií fondu), čo predstavuje približne 20 % ročného rozpočtu verejnej správy.⁷¹

Graf. č. 9: Štruktúra investícií Government Pension Fund Global



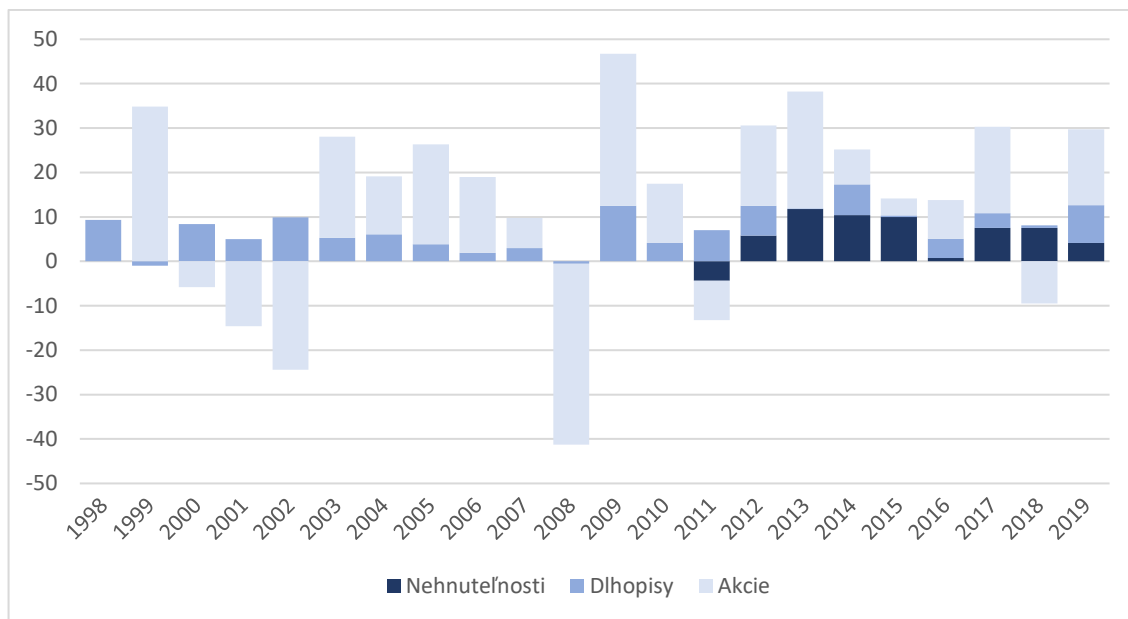
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa nbim.no: <https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/>

⁷⁰ Viac tu: <https://www.nbim.no/en/>, [20.12.2019], prepočet na USD kurz 0,11

⁷¹ Viac tu: <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/> [20.12.2019]

Čo sa týka rozloženia jednotlivých typov aktív v tomto fonde, v počiatočných rokoch fungovania hrali prím investície do dlhopisov (až okolo 60 %). Postupom času ustupoval objem investícií do dlhopisov v prospech akcií (v súčasnosti má fond v portfóliu až takmer 70 % akcií a len 28 % dlhopisov), pričom od roku 2011 investuje aj do nehnuteľností. Podiel nehnuteľností na celkovom „poole“ aktív sa pohybuje v súčasnosti okolo 2,5 %.

Graf č. 10: Podiel štruktúry investícií na výnosnosti fondu (v %)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa nbim.no: <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>

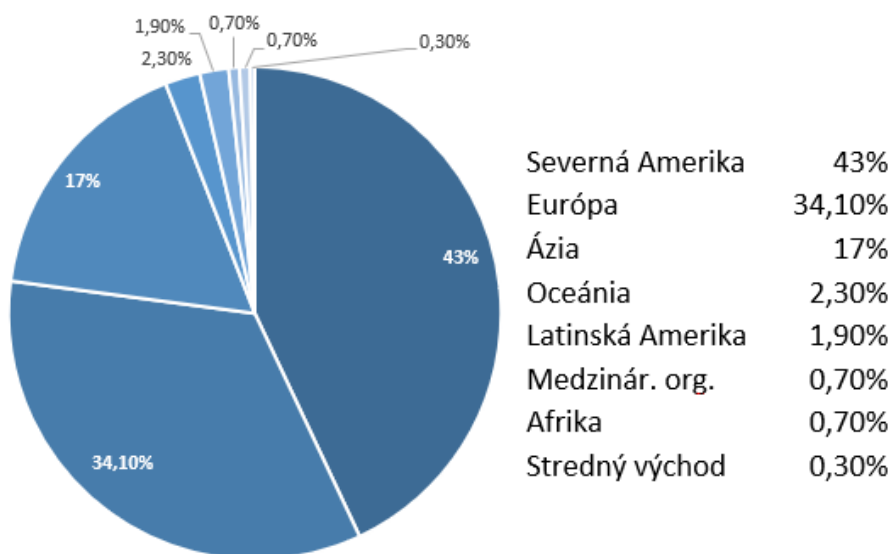
Graf č. 10 nám potvrdzuje všeobecne známu skutočnosť, že výnosy akcií majú oproti dlhopisom podstatne vyššiu volatilitu. V konečnom dôsledku však vidíme, že dlhodobé investovanie do akciového kapitálu prináša investorovi oveľa vyššie úžitky, ako keby držal svoje aktíva len v dlhopisoch. Potvrdzujú to aj samotné čísla. Ročná výnosnosť akciového kapitálu tohto fondu je za poslednú dekádu na úrovni 9,54 % p. a., zatiaľ čo v prípade dlhopisov len 4,22 % ročne. Čo sa týka investičného vzťahu so Slovenskom, tento nórsky fond vlastní naše štátne dlhopisy v hodnote 500 miliónov USD. Investície do akcií a nehnuteľností u nás neeviduje. V Česku napríklad okrem štátnych dlhopisov vlastní 0,92 % podiel v Kofole, 0,18 % v Komerčnej banke a 1,3 % v Moneta Money Bank. V snahe diverzifikácie rizika sa vedenie fondu zaviazalo investovať do jednej spoločnosti maximálne do výšky 10 % majetkovej účasti.

Nórsky fond sa ocitol počas celého času svojej existencie v červených číslach (z pohľadu ročnej výnosnosti) len päťkrát. Najvýraznejší medziročný prepád (-23,3 %) zaznamenal v roku 2008, ku korekcii hodnôt aktív tohto fondu prišlo aj v roku 2018. Na

volatilita fondu má primárny podiel akciový kapitál. Napríklad v krízovom roku 2008, keď sa hodnota portfólia akcií tohto fondu prepadla až o 40 %, dlhopisy klesli len o 0,5 %, vďaka čomu pomohli zmenšiť negatívny efekt klesajúceho akciového trhu na celkovú hodnotu fondu.

Geografická štruktúra investícií tohto nórskeho fondu je veľmi blízka holandskému penzijnému fondu ABP. Taktiež má tri štvrtiny aktív alokovaných v Európe a Amerike. Zatiaľ čo nórsky fond investuje do aktív, ktoré sú výlučne mimo domovskej krajiny (na investície v domácich spoločnostiach majú Nóri zriadený Government Pension Fund of Norway), v prípade japonského Government Pension Investment Fund sledujeme presne opačnú tendenciu. Až vyše 60 % investícií tohto fondu je alokovaných do domácich aktív (z toho 41 % v akciách domácich firiem, zvyšok v dlhopisoch). Čo sa týka celkovej štruktúry investícií japonského fondu, polovicu tvoria akcie, zvyšných 50 % dlhodobé a krátkodobé štátne cenné papiere (krátkodobé z nich tvoria minoritné 4 %).⁷²

Graf č. 11: Geografická štruktúra investícií tzv. nórskeho fondu



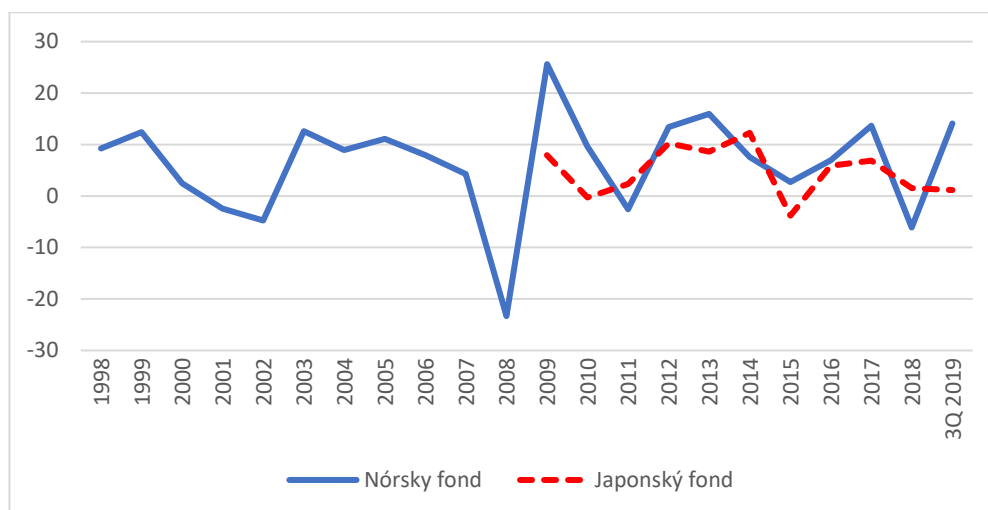
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výročnej správy za fiškálny rok 2018 : Government Pension Fund Global, Oslo. s. 31.: <https://www.nbim.no/contentassets/02bfbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf>

V prípade japonského fondu máme k dispozícii len kratší časový rad, počas ktorého neprišlo k výrazným výkyvom v ročnej výnosnosti. Ročná nominálna výnosnosť japonského fondu je 3,02 % (počiatočnou bázou je rok 2001), nórsky fond sa nachádza na úrovni 5,92 % (pri ňom je počiatočnou bázou rok 1998). Keďže prostriedky kumulované v japonskom fonde slúžia primárne na budúce krytie penzií, nominálny výnos (3,02 %)

⁷² Government Pension Investment Fund. Viac tu: https://www.gpif.go.jp/en/performance/2018_q4_035988.pdf, strana 4 [20.12.2019].

môžeme očistiť o nárast nominálnych miezd (ktoré sú bázou pre výpočet rastu penzií v prvom dôchodkovom pilieri). Potom reálna ročná kumulatívna výnosnosť japonského fondu dosahuje úroveň 2,87 %.⁷³

Graf. č. 12: Ročná nominálna výnosnosť suverénnych fondov (v %)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa záverečných a priebežných správ fondov

Zatiaľ čo prognóza Európskej únie smerom k roku 2060 hovorí o miere závislosti ľudí starších ako 65 rokov na produktívnom obyvateľstve v hodnote 52 %, túto mieru dosahuje Japonsku už v súčasnosti. Prognóza pre rok 2060 hovorí, že toto číslo by sa malo v prípade Japonska vyšplhať až na nelichotivých 80 %. Niet divu, že japonská vláda v roku 2004 prijala opatrenia, ktoré majú napomôcť dlhodobej udržateľnosti penzijného systému krajiny.⁷⁴

V Japonsku funguje trojpilierové penzijné zabezpečenie. Základný **prvý pilier** (basic pension) zaručuje minimálne životné štandardy, pre manželov predstavuje príjem dovedna 2000 USD/mesačne, čo je 36 % priemernej mesačnej mzdy domácnosti. Tento pilier funguje na základe pay-as-you-go systému, pričom deficit je dofinancovaný zo suverénneho fondu Government Investment Fund. Zamestnanec odvádza 9,15 % zo svojej mzdy, pričom zamestnávateľ má odvodovú povinnosť za zamestnanca stanovenú

⁷³ Výročná správa, fiškálny rok 2018 : Government Pension Investment Fund, Japan. s. 16. [20.12.2019]. Viac tu: https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2018.pdf

⁷⁴ HAYASHI, R. a kol. *Population and Social Security in Japan* [online]. Tokio : National Institute of Population and Social Security Research, s. 1. [cit. 15. 1. 2020]. ISSN 2186-0297. Dostupné na: <http://www.ipss.go.jp/s-info/e/pssj/pssj2019.pdf>

v rovnakej výške. Momentálne poberá základnú penziu vyše 40-miliónov obyvateľov (31,7 % populácie). Na starobný dôchodok z tohto piliera majú obyvatelia nárok od 65 rokov.⁷⁵

Druhý pilier je taktiež povinný, majoritne je tvorený zamestnaneckými fondami a predstavuje jadro penzijného zabezpečenia. Priemerný príjem z druhého piliera je vo výške 1300 USD (46 % z priemernej mzdy). Spoločnosti sa počas krízových rokov dostávali do problémov a po reforme sa vo veľkej miere rozhodli presunúť jadro svojich investícií do fondov s definovaným príspevkom, ktoré smerom do budúcnosti znižujú riziko vyplývajúce z negatívnej demografickej krivky (výška penzie fondov s definovanou dávkou totiž závisí od parametrov určených zákonodarcom, nie od reálnych výnosov fondu). V prípade zamestnaneckých fondov druhého piliera sa z terajšej minimálnej hranice (62 rokov muži a 60 rokov ženy) posunie veková hranica taktiež na 65 rokov, ako je to v prípade prvého piliera. Pre mužov už v roku 2025, pre ženy v roku 2030. **Tretí pilier** funguje na dobrovoľnej báze, možno si sporiť prostredníctvom penzijných spoločností alebo bánk.⁷⁶

⁷⁵ HAYASHI, R. a kol. *Population and Social Security in Japan* [online]. Tokio : National Institute of Population and Social Security Research, s. 26. [cit. 15. 1. 2020]. ISSN 2186-0297. Dostupné na: <http://www.ipss.go.jp/s-info/e/pssj/pssj2019.pdf>

⁷⁶ Annual Health, Labour and Welfare Report [online]. Tokio : Ministry of Health, Labour and Welfare. s. 246 – 263. [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: <https://www.mhlw.go.jp/english/wp/wp-hw11/dl/11e.pdf>

4 Diskusia

V predchádzajúcich riadkoch sme okrem iného priniesli pohľad na demografickú prognózu (efekt starnutia populácie a predlžujúceho sa priemerného veku dožitia), ktorá výrazne determinuje implicitné náklady, súvisiace s potrebou financovania dôchodkového zabezpečenia ľudí v budúcnosti. Okrem toho sme si analyzovali situáciu penzijných systémov vo vybraných krajinách, dôraz sme kládli na kapitalizačné piliere tohto sociálneho zabezpečenia. V diskusii sa venujeme situácii na Slovensku, pričom naše kapitalizačné piliere podrobujeme komparácii so zahraničím a na základe našej analýzy detekujeme slabé a silné stránky nášho systému dôchodkového zabezpečenia. Na zreteľ berieme v nasledujúcich riadkoch primárne sporiacu fázu. Výplatnej fáze sa vzhľadom k obmedzenému rozsahu práce venujeme len okrajovo.

4.1 Vznik a legislatívne predpoklady pre fungovanie penzijných fondov v podmienkach Slovenskej republiky

Pre lepšie ilustrovanie súčasného stavu penzijného systému na Slovensku a konkurencieschopnosti penzijných fondov, prinášame krátky prehľad najvýznamnejších legislatívnych zmien, ktoré sa dotkli hlavne kapitalizačných pilierov, t. j. druhého a tretieho piliera dôchodkového systému.

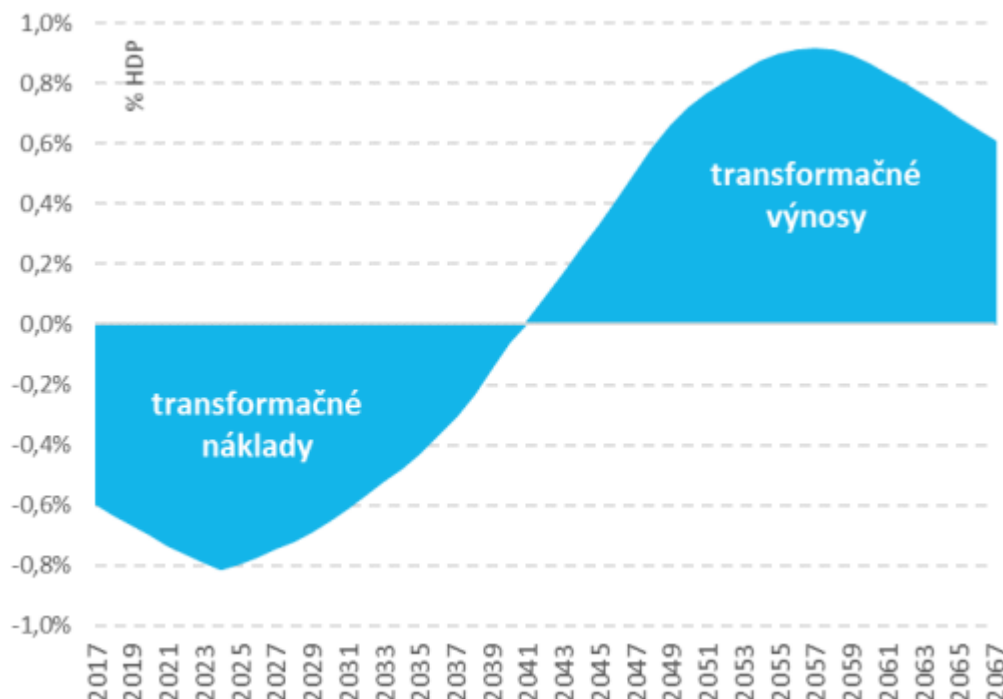
Dôležitým míľnikom reformy penzijného systému na Slovensku bol rok 2004. Vtedy zákonom č. 461/2003 prišlo k vytvoreniu **trojpilierového penzijného systému**, s účinnosťou od roku 2005. V roku 2004 sa týmto zákonom upravilo fungovanie **prvého piliera** (priebežný - PAYG), ktorý začal fungovať viac na základe zásluhovosti a vek odchodu do dôchodku sa mal postupne predĺžiť na 62 rokov.⁷⁷ Transfery prvého piliera sa uskutočňujú cez **Sociálnu poisťovňu**, ktorá má okrem dôchodkového systému na starosti aj nemocenské poistenie, úrazové poistenie, poistenie v nezamestnanosti a garančné poistenie.

Hoci sme v posledných rokoch žili dobré ekonomické časy, mali sme na Slovensku najmenšiu mieru nezamestnanosti v histórii, pričom v porovnaní s inými európskymi krajinami máme v súčasnosti jeden z najmenších podielov dôchodcov na celkovej populácii, náš penzijný systém je každoročne deficitný. Za posledných 20 rokov

⁷⁷ Vplyv dôchodkového sporenia na verejné financie a občanov [online]. Bratislava : Ministerstvo financií SR – Inštitút finančnej politiky, 2004, s. 6, [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: https://finance.gov.sk/files/archiv/priloha-stranky/20007/31/ea_1_vplyv_dochodkového_sporenia_web.pdf

zaznamenal každý rok deficit priemerne na úrovni 2% HDP. Je nutné podotknúť, že penzijný systém by bol doteraz každoročne deficitný aj bez zavedenia druhého piliera, ktorý síce krátkodobo zvyšuje explicitné náklady, ale v strednodobom a dlhodobom horizonte prináša transformačné výnosy.⁷⁸

Graf č. 13: Náklady a výnosy verejnej správy spojené s existenciou druhého piliera



Zdroj: PORUBSKÝ, M., NOVYSEDLÁK, V. *Dôchodkový vek: mýty a fakty*. [online]. Bratislava : Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, 2018, s. 11. [15.1.2020] Dostupné na: https://www.rozpocetovarada.sk/vo_download/2018_02_krrz_komentar_strop_na_doch_vek_64.pdf

Podmienky fungovania kapitalizačných pilierov definuje zákon č. 43/2004 o starobnom dôchodkovom sporení. Vytvorený bol **druhý (kapitalizačný) pilier**, fondy spravované dôchodkovými správcovskými spoločnosťami (DSS) boli na základe povahy aktív rozdelené na tri druhy: konzervatívny fond (len investície do dlhopisov a peňažného trhu), vyvážený fond (najviac 50 % akcií) a rastový fond (najviac 80 % akcií).⁷⁹ Vstup do druhého piliera bol pre nových poistencov (počnúc 1. januárom 2005) povinný, pre ostatných na fakultatívnej báze. **Tretí pilier** (okrem vybraných rizikových povolaní je čisto fakultatívny) nadviazal na fungovanie doplnkového dôchodkového poistenia (zavedeného v 90. rokoch), jeho fondy sú od roku 2005 pod správou doplnkových dôchodkových spoločností (DDS). Tretiemu pilieru sa venujeme v podkapitole 4.3.

⁷⁸ PORUBSKÝ, M., NOVYSEDLÁK, V. *Dôchodkový vek: mýty a fakty*. [online]. Bratislava : Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, 2018, s. 11. [15.1.2020] Dostupné na: https://www.rozpocetovarada.sk/vo_download/2018_02_krrz_komentar_strop_na_doch_vek_64.pdf

⁷⁹ § 88, 89 a 90 zákona č. 43/2004 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení. Pôvodné znenie. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-43/znenie-20050101>

Hlavným cieľom tejto reformy bolo presmerovanie časti odvodov Sociálnej poisťovne na súkromné účty, čím sa síce dočasne zhoršuje saldo Sociálnej poisťovne, deje sa tak v prospech nižších budúcich nárokov na výplatu dôchodkov prostredníctvom PAYG systému, keďže časť penzií bude vyplácaná zo súkromných úspor druhého piliera. Viac o efekte zavedenia druhého piliera na verejné financie hovorí graf č. 13 z dielne Rady pre rozpočtovú zodpovednosť. Hoci v súčasnosti existencia druhého piliera prispieva k prehlbovaniu deficitu penzijného systému, od roku 2043 by sa tento efekt mal obrátiť a druhý pilier by mal začať napomáhať k vylepšovaniu salda dôchodkového systému na Slovensku.

Politické zásahy do trojpilierového systému sa diali spravidla v čase výmen vládnych garnitúr. Najvýznamnejšie zmeny sa spájajú s rokmi 2009 a 2012. Od 1. júla 2009 museli všetci správcovia fondov druhého piliera na kĺzavej 6-mesačnej báze dorovnávať nominálne straty sporiteľov. *„Výsledkom zavedenia systému garancií bol predaj všetkých rizikových, ale aj výnosnejších cenných papierov (najmä akcií) z portfólií dôchodkových fondov. Dôchodkové správcovské spoločnosti znížili riziko dorovnania majetku v prípade straty z vlastných prostriedkov, súčasne však minimalizovali možnosť dosiahnutia vyšších výnosov. Všetky dôchodkové fondy, teda aj rastové, zmenili svoje portfóliá na silno konzervatívne, ich hlavnou zložkou (viac ako 70 %) sa stali vklady v bankách.“*⁸⁰

V roku 2012 sa perióda garancie v garantovaných fondoch postupne predĺžila na desať rokov⁸¹, zavedené boli opäť aj negarantované fondy a zriadili sa pasívne spravované (indexové) fondy. Ďalším významným zásahom (v septembri 2012) bolo obmedzenie odvodových dávok do 2. piliera z 9 % na 4 % (v prospech prvého piliera), pričom v ďalších rokoch zákon garantuje postupné zvyšovanie do 6 % (v roku 2024). Aby toho nebolo málo, v roku 2013 vstúpila do platnosti novela zákona, ktorá presunula sporiteľov z negarantovaných fondov do garantovaných (ak sporitelia nezareagovali nesúhlasným stanoviskom na list od Sociálnej poisťovne). Takýto krok exekutívny možno považovať za tzv. nudging. Postrčenie zo stany vládnych orgánov smerom k občanom. *„Sporiteľ, ktorý je k 1. januáru 2013 a k 29. aprílu 2013 sporiteľom v inom ako dlhopisovom*

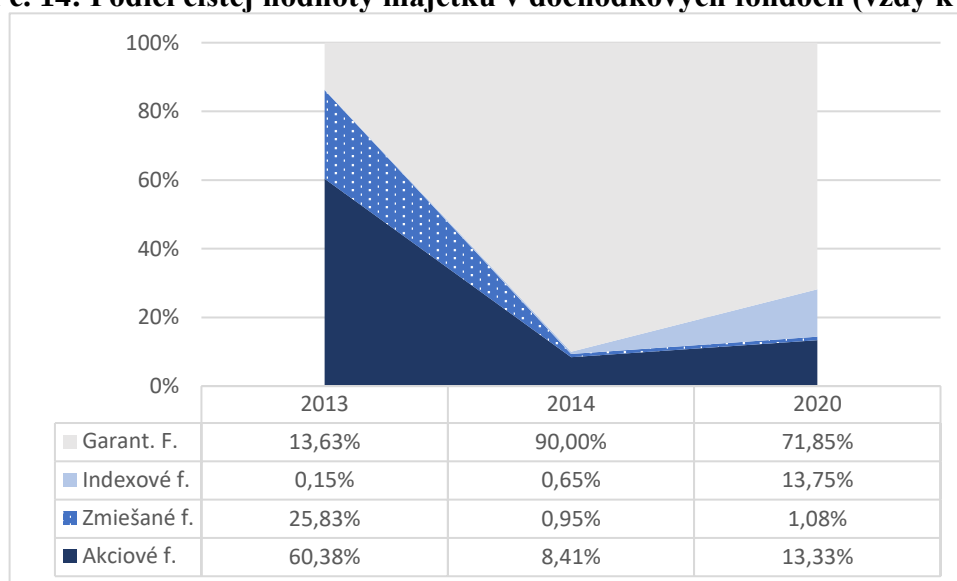
⁸⁰ Analýza dlhodobej udržateľnosti a návrhy na zmenu dôchodkového systému SR [online]. Bratislava : Ministerstvo financií SR – Inštitút finančnej politiky, 2012, s. 39, [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: https://www.finance.gov.sk/files/archiv/priloha-stranky/19983/70/EA_Dochodky_FINAL.pdf

⁸¹ § 63d) zákona č. 43/2004 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-43>

garantovanom dôchodkovom fonde, sa dňom 30. apríla 2013 stáva sporiteľom v dlhopisovom garantovanom dôchodkovom fonde, ak nedoručí dôchodkovej správcovskej spoločnosti vyhlásenie podľa odseku 1. Dôchodková správcovská spoločnosť je povinná zabezpečiť, aby sa sporiteľ podľa prvej vety stal sporiteľom v dlhopisovom garantovanom dôchodkovom fonde.“⁸²

Všeobecnú pasivitu sporiteľov znázorňuje aj zmena v hodnote aktív jednotlivých fondov. Porovnávame stav k 31. januáru 2013 a k 31. januáru 2014, taktiež pridávame údaje o súčasnom stave.

Graf č. 14: Podiel čistej hodnoty majetku v dôchodkových fondoch (vždy k 31. 1.)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa databázy NBS:

<https://www.nbs.sk/priradenydokument.axd?id=nads1301&type=CSV>;

<https://www.nbs.sk/priradenydokument.axd?id=nads1401&type=CSV>;

<https://www.nbs.sk/priradenydokument.axd?id=nads2001&type=CSV>

Z vyššie uvedeného je zrejmé, že drvivá väčšina sporiteľov na list zo Sociálnej poisťovne nezareagovala. Môžeme sa len domnievať, či to bolo súhlasom s presunom alebo pasivitou prameniaca z neznalosti problematiky (o finančnej gramotnosti nášho obyvateľstva v ďalšej podkapitole) a efektom frikčných nákladov. Zaujímavý postreh v prípade behaviorálnych postrčení ponúka profesorka a členka Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, Anetta Čaplánová: „Richard Thaler zdôrazňuje, že ak chceme podporiť nejaké správanie, je potrebné uľahčiť ľuďom sa takto správať a znížiť takzvané frikčné náklady, ktoré sú spojené s určitým konaním, pretože ľudia majú prirodzenú tendenciu vybrať si alternatívu, ktorá je najjednoduchšie realizovateľná. Súkromné firmy si to

⁸² § 123ai zákona č. 43/2004 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení. Znenie účinné od 1.1.2013 do 9.6. 2013
Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2004/43/20130101.html>

uvedomili už dávno a prispôsobili tomu svoje služby a produkty. Napríklad ak si zaplatíte predplatné, veľmi často bude automaticky predĺžené, ak ho v stanovenom termíne sami nezrušíte. Nutnosť uskutočniť dodatočné kroky, ak chceme od zmluvy odstúpiť, zvyšuje frikčné náklady ľudí a pre firmy počet predĺžených predplatných. Vo verejnom sektore sa však v našich podmienkach zatiaľ veľmi nestretávame s tým, aby sa štát snažil uľahčiť ľuďom konanie, ktoré chce podporiť. Platí to aj opačne, ak chce štát nejaké správanie obmedziť, mal by ho ľuďom sťažiť.“⁸³

Pri pohľade na potenciál výkonnosti garantovaných fondov sa musíme zamyslieť nad tým, či podobné „postrčenie“ viedlo ľudí k racionálnemu rozhodnutiu (pasivitou), alebo bolo len snahou o získanie politických bodov.

Poslednými výraznými zmenami v penzijnom systéme bolo tzv. zastropovanie veku odchodu do dôchodku na 64 rokov ústavným zákonom⁸⁴ a prijatie novely zákona č. 461/2003 o 13. dôchodku, ktorý nahrádza terajší vianočný príspevok „vo výške priemernej mesačnej sumy príslušnej dôchodkovej dávky,“⁸⁵ pričom „nárok na jeho výplatu má poistenec, ktorý má v decembri kalendárneho roka nárok na výplatu starobného dôchodku, predčasného starobného dôchodku, invalidného dôchodku, vdovského dôchodku, vdoveckého dôchodku, sirotského dôchodku alebo sociálneho dôchodku.“⁸⁶ O súlade tohto zákona s Ústavou Slovenskej republiky rozhodne Ústavný súd SR. Rezultát bude v čase obhajoby tejto práce s najväčšou pravdepodobnosťou už známy.

Prijatie zákona o tzv. zastropovaní veku odchodu do dôchodku bude mať negatívny vplyv na verejné financie až v neskoršom období. Rada pre rozpočtovú zodpovednosť predpokladá, že až po roku 2030, pričom efekt tohto zákona bude musieť byť do roku 2080 kompenzovaný postupným nárastom odvodovej sadzby o osem percentuálnych bodov, z dnešných 34,6 % na 42,6 % hrubej mzdy. Inak by sa hrubý dlh verejnej správy zvýšil do roku 2016 o 138 mld. eur, v cenách z roku 2017. Ak by sa mali nájsť zdroje na vykrytie dodatočnej straty Sociálnej poisťovne v štátnom rozpočte, pre ilustráciu by bolo nutné do roku 2067 zdvojnásobiť terajší podiel dane z príjmov právnických osôb vzhľadom k HDP

⁸³ Viac tu: <https://www.rozpocetvarada.sk/svk/rozpocet/362/behavioralne-postrcenia-a-ich-vyuzitie-v-hospodarskej-politike> [28.2.2020]

⁸⁴ Ústava Slovenskej republiky č. 460/1992 Zb, článok 39. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/1992-460>

⁸⁵ Znenie vládneho návrhu novely zákona č. 461/2003 Z. z. o 13. dôchodku, [28.2.2020]. Dostupné na: <https://www.nrsr.sk/web/Dynamic/DocumentPreview.aspx?DocID=476008>

⁸⁶ tamtiež

alebo znížiť kapitálové výdavky na nulu.⁸⁷ V prípade potvrdenia ústavnosti zákona o 13. dôchodku, vzrastú výdavky Sociálnej poisťovne už v tomto kalendárnom roku približne o pol miliardy eur (0,5 % ročného HDP).⁸⁸

Čo sa týka možnosti vstupu a výstupu z druhého piliera, najskôr bol vstup povinný pre všetkých, ktorí prvý raz vstupovali na trh práce. Pre ostatných bol vstup na dobrovoľnej báze. Súčasná právna úprava necháva celý vstup do druhého piliera na dobrovoľnej báze, pričom ohraničuje maximálny vek, keď je možné otvoriť sporenie v druhom pilieri na 35 rokov. Druhý pilier bol otvorený štyrikrát, keď umožňoval vstup a výstup všetkým poistencom – roky 2008, 2009, 2012-2013 a 2015.⁸⁹

Zákon upravuje správcom fondov povinnosť, aby sporitelia od dovŕšenia 52. roku života mali aktíva postupne realokované do garantovaných fondov (52 rokov – 10 %, 53 rokov – 20%, ...61 rokov – 100 %). Sporiteľ môže na základe písomného oznámenia dôchodkovej správcovskej spoločnosti tento pomer znížiť na polovicu.⁹⁰

4.2 Investičné rozhodnutia v súvislosti s ekonomickou gramotnosťou slovenských občanov

Vo finančných aktívach majú slovenské domácnosti alokovaných 2800 eur (medián), pričom až 71,9 % vo vkladoch, 15,6 % tvoria životné poisťky a len 12,5 % iné finančné nástroje (dlhopisy, akcie, podielové fondy, finančné deriváty). Ak berieme do úvahy aj aktíva alokované do penzijných fondov, potom sa finančné aktíva našich domácností takmer zdvojnásobia na mediánovú hodnotu 4200 eur/domácnosť.⁹¹

Štúdia NBS sa pýtala v rámci testovania finančnej gramotnosti reprezentatívnej vzorky respondentov štyri otázky, pričom na všetky odpovedalo správne len 9,6 %

⁸⁷ Kvantifikácia vplyvu opatrení: Zavedenie hornej hranice dôchodkového veku [online]. Bratislava : Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, 2018, s. 5. [28.2.2020] Dostupné na: https://www.rozpocetovavara.sk/vo_download/trz_ko_20180917_strop_na_doch_vek_64.pdf

⁸⁸ Analýza vplyvov na rozpočet verejnej správy, na zamestnanosť vo verejnej správe a financovanie návrhu novely zákona č. 461/2003 Z. z. o 13. dôchodku. [28.2.2020]. Dostupné na: <https://www.nrsr.sk/web/Dynamic/DocumentPreview.aspx?DocID=476013>

⁸⁹ ÓDOR, Ľ., POVALA, P. Sporiteľ na prvom mieste (Ako zreformovať druhý dôchodkový pilier na Slovensku?). 2019, s. 4. [cit. 5. 3. 2020]. Dostupné na: https://www.odor.sk/download2/druhypilier_seminar.pdf

⁹⁰ § 92) zákona č. 43/2004 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-43>

⁹¹ JURAŠEKOVÁ KUCSEROVÁ, J., STRACHOTOVÁ, A. *Výsledky tretej vlny zisťovania o financiách a spotrebe domácností (HFCS)* [online]. Bratislava : Národná banka Slovenska, 2019, s. 3. [cit. 8. 3. 2020]. ISBN 2585-9277. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/OP_1_2019_Jurasekova_Strachotova_Vysledky_tretej_vlny_HFCS.pdf

opýtaných (oproti roku 2014 pokles o 100 bazických bodov). Nesprávne odpovedalo na všetky štyri otázky až 18,5 % respondentov. Ukázala sa pozitívna korelácia medzi stupňom dosiahnutého vzdelania a úspešnosťou odpovedí, vyššiu úspešnosť odpovedí mali taktiež ľudia, ktorí majú skúsenosti s investovaním do dlhopisov, podielových fondov alebo akcií.

Alokácia zdrojov do penzijných fondov sa spája s dlhodobým investičným horizontom. V rámci 10 a viac rokov sa negatívny efekt volatility akcií znižuje, naopak, práve akcie sú z dlhodobého pohľadu výnosnejšie než dlhopisy alebo nebodaj iné krátkodobejšie depozitá. Na základe nepriaznivých výsledkov v testovaní finančnej gramotnosti vôbec neprekvapuje, že alokácia zdrojov v rámci penzijných fondov nemá v našich podmienkach racionálny charakter.⁹²

Ku koncu roku 2019 predstavoval objem majetku sporiteľov v 2. pilieri 9,324 mld. eur. Až 6,729 mld. eur (takmer tri štvrtiny) bolo umiestnených v nízkovýnosných garantovaných fondoch. Pre porovnanie, rok 2019 priniesol akciovým fondom druhého dôchodkového piliera nominálny výnos 16,43 %, indexovým fondom 27,1 % a garantovaným (dlhopisovým) len 1,75 %. Pri zohľadnení vlnajúcej miery inflácie (2,77 %) bol reálny výnos garantovaných fondov záporný (-1,02 %). To je však len najaktuálnejšia, krátkodobá ukážka. Keďže investičný horizont na dôchodok vyžaduje dlhý čas, v ďalších riadkoch analyzujeme výkonnosť fondov druhého a tretieho piliera v dlhodobom kontexte. Dosiahnutú výkonnosť porovnávame s vybraným benchmarkom a taktiež dosiahnuté výsledky podrobujeme porovnaniu s očakávaniami analytikov z roku 2004.

4.3 Výkonnosť penzijných fondov druhého piliera SR v komparácii s očakávaniami a vybraným benchmarkom

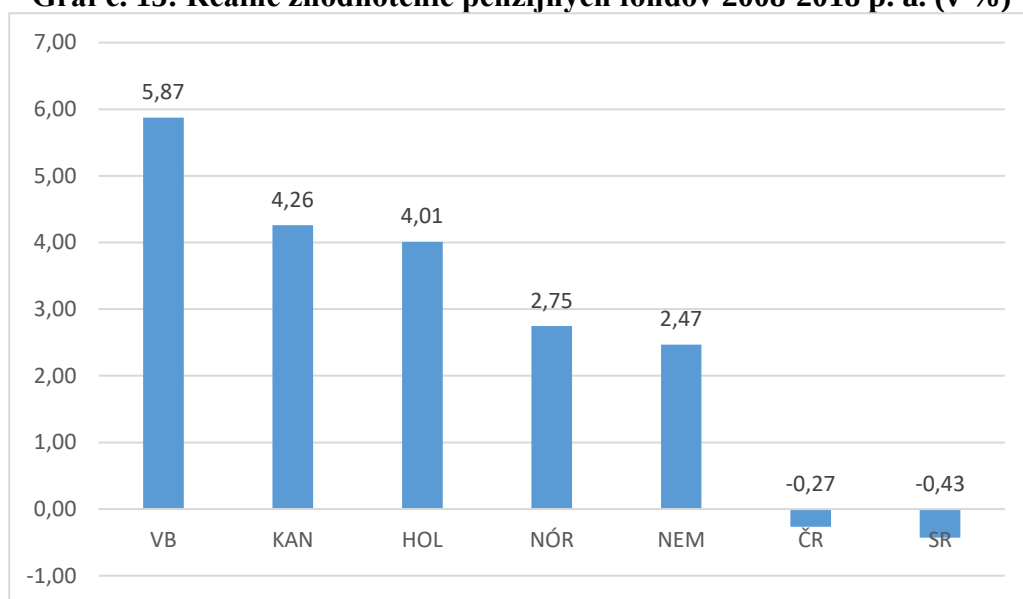
Inštitút finančnej politiky v roku 2004 predikoval dlhodobú nominálnu ročnú výnosnosť konzervatívneho fondu (predpoklad 100 % investície do dlhopisov) v rozmedzí 4-5,5 %, pri rastovom fonde (predpoklad 100 % investície do akcií) 6 % p. a..⁹³

⁹² JURAŠEKOVÁ KUCSEROVÁ, J., STRACHOTOVÁ, A. *Výsledky tretej vlny zisťovania o financiách a spotrebe domácností (HFCS)* [online]. Bratislava : Národná banka Slovenska, 2019, s. 15. [cit. 8. 3. 2020]. ISBN 2585-9277. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/OP_1_2019_Jurasekova_Strachotova_Vysledky_tretej_vlny_HFCS.pdf

⁹³ Vplyv dôchodkového sporenia na verejné financie a občanov [online]. Bratislava : Ministerstvo financií SR – Inštitút finančnej politiky, 2004, s. 16, [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: https://finance.gov.sk/files/archiv/priloha-stranky/20007/31/ea_1_vplyv_dochodkového_sporenia_web.pdf

V skutočnosti bola priemerná nominálna výnosnosť dlhopisových (garantovaných) fondov v sledovanom období (2005-2019) 1,94 %. Dlhopisová zložka v týchto fondoch tvorí 90 %. Pri akciových fondoch je vážený priemer ročnej nominálnej výnosnosti 3,76 %. Tu sa však musíme pozrieť na podiel akcií v aktívach daných fondov. V roku 2019 mali akciové fondy akciovú zložku priemerne na úrovni 66,18 %.⁹⁴ Najvyššiu nominálnu výnosnosť priniesol počas sledovaného obdobia (2005-2019) fond Allianz - Progres (4,37 p.a.), zo všetkých má aj najväčší podiel akciovej zložky vo svojom portfóliu (91,7 %). Naopak, najmenej priaznivé výsledky dosiahol fond Poštovej banky - Prosperit (2,28 p.a.), podiel akciovej zložky má v súčasnosti len na úrovni 6 %.

Graf č. 15: Reálne zhodnotenie penzijných fondov 2008-2018 p. a. (v %)

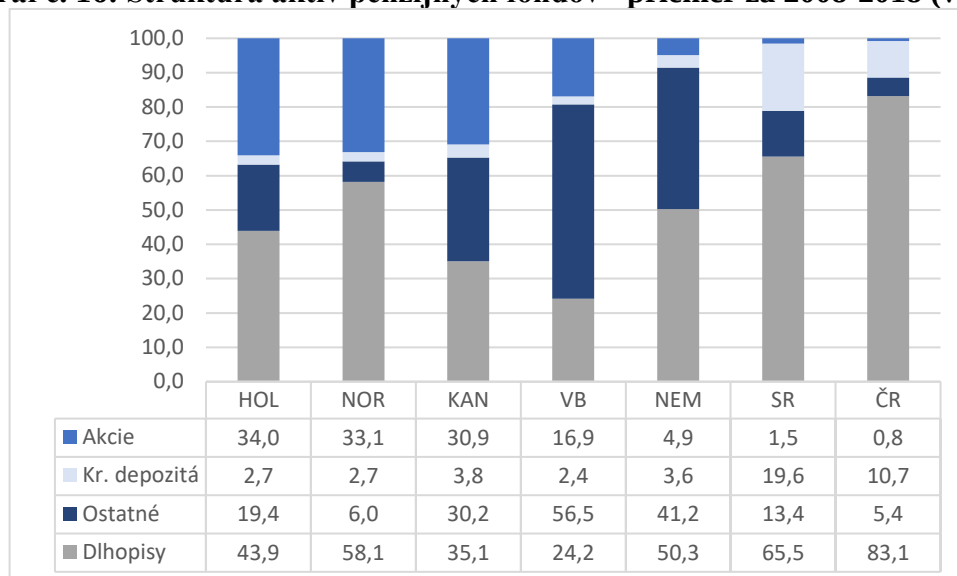


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa OECD – Pension Markets in Focus 2019:
<https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2019.pdf>

Ak zoberieme do úvahy reálne zhodnotenie penzijných fondov vo svete, spomedzi krajín OECD sa na prvej pozícii umiestnilo Spojené Kráľovstvo. Na čele sa nachádza taktiež Kanada a Holandsko. Naopak, na chvoste spomedzi všetkých štátov sa umiestnilo Slovensko (zahrnuté sú penzijné fondy druhého a tretieho piliera) s Českom, so záporným reálnym zhodnotením. V tomto ohľade je zaujímavý pohľad na štruktúru aktív penzijných fondov. Neprekvapuje, že pri Spojenom Kráľovstve, Kanade a Holandsku má akciová zložka vo fondoch výraznejšie zastúpenie, ako v prípade Slovenska a Česka. Je závažajúce, že v prípade Slovenska a Česka tvoria akcie v celkovom portfóliu penzijných fondov len 1,5 %, respektíve 0,8 %.

⁹⁴ Mesačné výkazy fondov

Graf č. 16: Štruktúra aktív penzijných fondov - priemer za 2008-2018 (v %)



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa OECD – Pension Markets in Focus 2019

Výnosnosť fondov okrem samotného zloženia portfólia výrazne ovplyvňujú aj poplatky, spájajúce sa s ich správou. Odvody smerujúce do druhého piliera najskôr prúdia cez Sociálnu poisťovňu, ktorá si účtuje poplatok 0,25 %⁹⁵ z každej platby, poplatok z každej platby pre DSS je stanovený na maximálnej úrovni 1 %. Z celkového objemu peňazí na účte si každoročne účtujú správcovské spoločnosti maximálne 0,3 % (väčšina z nich si uplatňuje poplatky maximálnej úrovni). Výkonnostný poplatok je prepočítavaný na dennej báze, pričom maximálne môže tvoriť 10 % z výnosu.⁹⁶

Stojí za pozornosť, že poplatok za výkonnosť a správu fondu legislatíva ohraničuje v prípade aktívne riadených fondov a pasívne riadených (indexových) fondov na rovnakej úrovni. Keďže pasívne riadené fondy len kopírujú benchmark, výkonnostný poplatok pre správcu tohto typu fondu nie je podľa nášho názoru namieste. Taktiež poplatok za správu fondu by mal byť pri indexových fondoch nižší, keďže náklady na správu pasívneho fondu sú nižšie, ako v prípade aktívne manažovaného portfólia. Pri medzinárodnom porovnaní operačných nákladov penzijných fondov konštatujeme, že spomedzi 36 členov OECD máme siedmy najnákladnejší systém.

Penzijné fondy naprieč členskými štátmi OECD dosahujú v dlhodobom horizonte nižšiu výnosnosť ako jednotlivé akciové a dlhopisové indexy. Zatiaľ čo v období 2005 – 2015 dosiahli penzijné fondy krajín OECD priemerné ročné zhodnotenie 2,34 %, akciový

⁹⁵ § 159 zákona č. 461/2003 Z. z. o sociálnom poistení. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2003-461>

⁹⁶ § 63 a)-c) zákona č. 43/2004 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-43>

index S&P 500 8,84 %, MSCI World 8,43 %, MSCI Pacific 5,96 % a Eurostoxx 500 3,07 %. Aj pri porovnaní s výnosnosťou dlhopisových indexov sa penzijné fondy zhodnotili v danom období menej. Priemerná ročná výnosnosť dlhopisového indexu S&P Bond bola 5,4 %, WorlBIG 5,21 %, Barclays Capital Bond 4,36 % a BoA Merrill Lynch 3,66 %. Vyššie uvedené čísla nám indikujú, že je dôležité klásť väčší dôraz na kompetentnosť spravovania aktívnych investičných portfólií penzijných fondov so zreteľom na vyššiu výnosnosť, blížiacu sa k výnosnosti benchmarkov. Vyššia výnosnosť zabezpečí sporiteľom benefity v podobe komfortnejšieho penzijného zabezpečenia.⁹⁷

V nasledujúcich riadkoch analyzujeme výnosnosť jednotlivých fondov druhého piliera na Slovensku.

Tabuľka č. 6: Indexové fondy vs. benchmark (2012-2019)

	Nominálny výnos	Nom. výnos. p.a.	Reálny výnos	Reál. výnos. p.a.	Podiel (NAV)
HICP	11,53%	1,38%			
MSCI World Index (v eur)	170,78%	13,67%	159,25%	12,28%	
AXA – Indexový	120,84%	10,84%	109,31%	9,45%	53,71%
NN - Index Global	115,79%	10,52%	104,26%	9,14%	6,60%
VÚB – Generali	112,25%	10,27%	100,72%	8,89%	27,73%
NN - Index Euro	88,04%	8,84%	76,51%	7,45%	8,72%
Poštová B. - Perspektíva	89,41%	8,56%	77,88%	7,17%	3,24%
Vážený priemer fondov		10,41%		9,03%	

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa databázy NBS: <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom-prakticke-informacie/publikacie-a-vybrane-udaje/vybrane-udaje/aktualna-hodnota-dochodkovej-jednotky-a-cista-hodnota-majetku-v-dochodkovom-fonde/vyvoj-aktualnej-hodnoty-dss1/aktualna-hodnota-dochodkovej-dss1>

Najlepšiu výkonnosť počas sledovaného obdobia preukazoval **indexový fond** od spoločnosti AXA. Jeho portfólio je takmer výlučne alokované do iShares Core MSCI World UCITS ETF.⁹⁸ Napriek tomu vidíme, že v sledovanom období dosiahol priemernú ročnú výnosnosť o takmer 3 % nižšiu ako benchmark⁹⁹. Jedným z dôvodov nižšej výkonnosti sú poplatky spájajúce sa s fungovaním druhého piliera. Vo februári spoločnosť AXA oznámila predaj svojich aktív poisťovni Uniqua, po odsúhlasení regulačným

⁹⁷ CHOVANCOVÁ, B., HUDCOVSKÝ, J. a KOTÁSKOVÁ, A. The Impact of Stocks and Bonds on Pension Fund Performance.. Bratislava : Ekonomická univerzita v Bratislave, č. 2, 2019, s. 22-35, [cit. 15. 2. 2020]. In *Journal of Competitiveness*. Dostupné na: <https://doi.org/10.7441/joc.2019.02.02>

⁹⁸ Portfólia indexových fondov v prílohe č. 2.

⁹⁹ Viac tu: <https://www.justetf.com/uk/etf-profile.html?isin=IE00B4L5Y983> [cit. 15. 2. 2020]

orgánom, by sa mala táto transakcia dokončiť vo štvrtom kvartáli 2020.¹⁰⁰ Zloženie portfólií jednotlivých indexových fondov nájdete v prílohe č. 2. Indexové fondy momentálne spravujú aktíva v hodnote 1,3 mld. eur, čo predstavuje 13,7 % z celkových aktív spravovaných dôchodkovými správcovskými spoločnosťami v druhom pilieri.

Tabuľka č. 7: Akciové fondy vs. benchmark (2006-2015)

	Nominálny výnos	N. výnos. p. a.	Reálny výnos	R. výnos. p. a.	Podiel (NAV)
HICP	22,41%	2,06%			
MSCI (66,18%)	76,54%	7,64%	54,12%	5,58%	
Bloomberg (33,82%)	48,64%	4,07%	26,23%	2,02%	
Vážené údaje	67,10%	6,43%	44,69%	4,37%	
Allianz - Progres	27,70%	2,56%	5,29%	0,50%	49,99%
VÚB Generali - Profit	33,09%	2,99%	10,67%	0,94%	9,17%
NN - Dynamika	24,09%	2,25%	1,68%	0,20%	17,10%
Poštová B. - Prosperita	20,73%	1,99%	-1,69%	-0,07%	5,81%
AXA - Akciový	23,81%	2,23%	1,39%	0,17%	17,93%
Vážený priemer fondov		2,46%		0,40%	

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa databázy NBS

Spomedzi **akciových fondov** majú sporitelia na výber z piatich možností. Keďže momentálne naše akciové fondy majú vo svojom portfóliu akciovú zložku na priemernej úrovni 66%, za benchmark sme použili vážený priemer výnosov globálneho akciového indexu MSCI World a dlhopisového indexu Bloomberg Global Aggregate (pomer 0,66 ku 0,34). Je nám jasné, že akciová zložka v portfóliu našich fondov sa počas sledovaného obdobia menila, preto porovnanie výnosnosti fondov s benchmarkom treba brať do úvahy s istou mierou abstrakcie.

Zatiaľ čo vážená reálna výnosnosť akciových fondov dosiahla v sledovanom období hodnotu 0,4 % p. a., v prípade benchmarku sme v tom období zaznamenali ročnú reálnu výnosnosť na úrovni 4,37 %. Najlepšie si v tomto období viedol fond Profit (VÚB – Generali), ktorý dosiahol ročnú reálnu výnosnosť 0,9 %. Naopak, najhoršie čísla zaznamenal fond Prosperita od Poštovej Banky. Jeho ročná reálna výnosnosť dosiahla zápornú hodnotu -0,07 %.

Pri **dlhopisových (garantovaných) fondoch** sme za benchmark zvolili Bloomberg Global Aggregate Index, ktorý v sledovanom období dosiahol ročnú reálnu výnosnosť na úrovni 2,77%. Ani jeden z dlhopisových fondov druhého piliera sa k tejto výnosnosti

¹⁰⁰ Viac tu: <https://www.axa.sk/o-nas/pre-media/oznamenia/oznamenie-o-dohode-medzi-skupinami-axa-a-uniqua/> [cit. 15. 2. 2020]

nepriblížil. Najlepšie spomedzi všetkých dopadol fond Stabilita od Poštovej banky (0,75 % p.a.). Avšak, až dva fondy mali v sumárnom porovnaní zápornú ročnú reálnu výnosnosť – fond Garant (Allianz) a dlhopisový fond AXA. Aktíva alokované v garantovaných fondoch tvoria v druhom pilieri 6,8 mld. eur, čo predstavuje takmer trojštvrťinový podiel. Dlhopisová zložka v garantovaných fondoch je v súčasnosti 90%. Dlhopisový fond AXA má dlhopisy zastúpené vo svojom fonde až 98 %. Naopak, najmenší podiel dlhopisovej zložky má garantovaný fond Klasik od VÚB – Generali (74%), zvyšok tvoria termínované vklady a hotovosť.

Tabuľka č. 8: Dlhopisové fondy vs. benchmark (2006-2015)

	Nominálny výnos	N. výnos. p. a.	Reálny výnos	R. výnos. p. a.	Podiel (NAV)
HICP	22,41%	2,06%			
Bloomberg	56,75%	4,83%	22,92%	2,77%	
Allianz - Garant	22,22%	2,04%	-0,19%	-0,02%	33,92%
Pošt. B. - Stabilita	31,76%	2,81%	9,35%	0,75%	6,02%
VÚB Gen.- Klasik	29,52%	2,62%	7,10%	0,57%	16,86%
NN - Solid	25,95%	2,34%	3,54%	0,28%	18,88%
AXA	21,40%	1,97%	-1,01%	-0,09%	24,32%
Vážený priemer		1,94%		-0,04%	

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa databázy NBS

Nízka reálna výnosnosť dlhopisov neprekvapuje. Súčasná situácia je determinovaná nízkymi (až zápornými) nominálnymi kupónmi dlhopisov, ktoré v porovnaní s kladnými hodnotami inflácie prinášajú nízky reálny výnos. Tak ako sa pri akciách diverzifikáciou a dlhým investičným horizontom znižuje riziko volatility, podobný efekt v závislosti od investičného horizontu sledujeme aj pri dlhopisoch. Keďže investovanie v penzijných fondoch predstavuje dlhodobú investíciu, v prípade dlhopisov je preto žiaduce implementovať stratégiu nákupu aktív s dlhým horizontom splatnosti. Vyššiu hodnotu durácie (okrem iného nám hovorí o citlivosti výnosu na zmenu ú. s.), nám kompenzuje dlhý časový horizont, pri ktorom sú prípadné negatívne efekty zmeny úrokových sadzieb. Dlhopisy s dlhým časom splatnosti navyše eliminujú reinvestičné riziko.¹⁰¹

Durácia portfólia našich garantovaných fondov je priemerne na úrovni 3,9 rokov, najdlhšiu duráciu má fond Stabilita od Poštovej Banky (8,85), pričom má alokovaných až

¹⁰¹ ÓDOR, L., POVALA, P. Sporiteľ na prvom mieste (Ako zreformovať druhý dôchodkový pilier na Slovensku?). 2019, s. 14-16. [cit. 10. 3. 2020]. Dostupné na: https://www.odor.sk/download2/druhypilier_seminar.pdf

81,91% dlhopisov so splatnosťou dlhšou ako 5 rokov (priemer je 43,4 %). Fond Stabilita je spomedzi garantovaných fondov druhého piliera aj najvýnosnejší.¹⁰²

Štvrtú skupinu fondov druhého piliera tvoria tzv. **zmiešané fondy**. V súčasnosti fungujú dva, Mix (VÚB – Generali) a Harmónia (NN). Tvoria marginálnu časť druhého piliera, keďže dovedna spravujú len 101 mil. eur aktív (podiel 1 %). Zmiešaný fond Mix dosiahol počas celého obdobia fungovania ročnú reálnu výnosnosť 1,36 %. Tento fond má vo svojom portfóliu 44 % akcií, 47 % dlhopisov, 9 % tvoria ostatné aktíva (reality, komodity, termínované vklady a bežný účet). Zmiešanému fondu Harmónia sa darilo o čosi menej, s ročnou reálnou výnosnosťou 0,91 %. V tomto fonde hrajú prím dlhopisové investície (56 %), nasledujú akcie (35 %) a investície na peňažnom trhu (9 %). Viac informácií o výkonnosti zmiešaných fondov v prílohe č. 6.

Na základe vyššie uvedených výnosností dôchodkových fondov druhého piliera konštatujeme, že ich výkonnosť v porovnaní so sledovanými benchmarkmi pokrívajú. Za hlavné dôvody považujeme vysoké náklady, ktoré sa premietajú do zníženia reálneho výnosu (vidíme to hlavne na príklade indexových fondov) a taktiež nevhodnú alokáciu aktív. Týka sa to najmä garantovaných fondov, ktoré v dôsledku povinnosti garancií (ich princíp sme vysvetlili vyššie) volia konzervatívne stratégie – krátkodobé investície do peňažných trhov a dlhopisy s krátkou duráciou. Ďalším problémom je, že akciové fondy majú relatívne nízku zložku akcií vo svojom portfóliu, čím sa de facto redukuje opodstatnenosť fungovania zmiešaných fondov na minimum (malý rozdiel v štruktúre portfólií akciových a zmiešaných fondov). Taktiež konštatujeme, že aktívne riadené akciové portfóliá nie sú schopné porážať benchmark, takže aj z tohto pohľadu je najvýhodnejšou investíciou pre mladšieho sporiteľa (s relatívne dlhým investičným horizontom) výber pasívne spravovaného indexového fondu. V prípade indexových fondov stojí za zváženie zníženie poplatkov za výkon a taktiež za správu fondu, keďže len kopírujú stanovený benchmark.

4.4 Výkonnosť penzijných fondov tretieho piliera

Podstatou danej diplomovej práce je analýza fungovania penzijných fondov, preto sa aj v prípade Slovenska venujeme primárne sporiacej fáze. Aj z tohto dôvodu v súvislosti s tretím pilierom analyzujeme hlavne príspevkové fondy, ktoré sa spájajú so sporiacou

¹⁰² Mesačné správy fondov (k 29.2.2020)

fázou. Analýzu výplatných fondov, ktorých portfólio tvoria hlavne aktíva peňažného trhu, považujeme v tomto prípade za bezpredmetnú.

V rámci nášho tretieho piliera fungujú štyri doplnkové dôchodkové spoločnosti (DDS), ktoré majú vo svojom portfóliu dovedna trinásť fondov. Ku koncu roku 2019 v nich bolo alokovaných 2,28 mld. eur, o tri štvrtiny menej ako v druhom pilieri. Počet účastníkov v treťom pilieri je v súčasnosti 834 tisíc.¹⁰³

Tabuľka č. 9: Nominálna a reálna výnosnosť sporiacich fondov tretieho piliera (k 31. 12. 2019)

		Dátum založenia	Nominál. výnos	N. výnos. p.a.	Reálny výnos	R. výnos. p.a.	Podiel (NAV)
HICP			17,96%	1,52%			
AXA	Globálny akciový	30.6.2009	58,30%	4,39%	40,34%	2,86%	4,42%
AXA	Indexový globálny	4.2.2019	13,17%	13,17%	10,40%	10,40%	0,43%
AXA	Príspevkový doplnkový	30.6.2009	26,94%	2,22%	8,98%	0,70%	10,18%
TATRA	Comfort life 2020	7.8.2015	1,73%	0,36%	-4,32%	-1,38%	3,54%
TATRA	Comfort life 2030	30.6.2009	17,03%	1,51%	-0,93%	-0,01%	16,83%
TATRA	Comfort life 2040	30.6.2009	37,86%	3,16%	19,90%	1,64%	8,34%
TATRA	Comfort life 2050	3.8.2015	14,05%	3,13%	8,00%	1,39%	2,04%
NN	Indexový príspevkový	9.7.2018	7,59%	5,27%	2,19%	2,60%	0,53%
NN	Konzervatívny príspevkový	30.6.2009	10,86%	0,95%	-7,10%	-0,58%	6,76%
NN	Rastový príspevkový	30.6.2009	65,02%	5,05%	47,06%	3,52%	5,04%
NN	Vyvážený príspevkový	30.6.2009	24,53%	2,11%	6,57%	0,59%	27,06%
Stabilita	Stabilita akciový príspevkový	6.2.2012	23,31%	2,85%	11,79%	1,46%	1,21%
Stabilita	Stabilita príspevkový	30.6.2009	25,26%	2,19%	7,30%	0,66%	13,63%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa databázy NBS

Čo sa týka poplatkov, ročná odplata sa správu fondu nesmie presiahnuť 1,2% z priemernej ročnej čistej hodnoty majetku v príspevkovom fonde (pri výplatnom fonde

¹⁰³ Viac tu: <https://www.employment.gov.sk/sk/socialne-poistenie-dochodkovy-system/dochodkovy-system/iii-pilier-doplňkove-dochodkove-sporenie/zhodnotenie-majetku/>

hovoríme o hranici 0,6 %).¹⁰⁴ Maximálna miera odplaty za správu mala klesajúcu tendenciu, od roku 2014 po rok 2020 vždy o jednu desatinu percenta.¹⁰⁵ Naopak, odplata za zhodnotenie majetku je stanovená na maximálnej hranici 20 % z denného výnosu. Tá sa od roku 2010 kontinuálne zvyšovala z 10% na terajšiu hodnotu.¹⁰⁶

Tabuľka č. 10: Štruktúra aktív fondov tretieho piliera (k 29. 2. 2020)

			Dlhopisová zložka	Akciová zložka	Peňažný trh	Ostatné	Podiel (NAV)
AXA	Globálny akciový	30.6.2009	46,80%	46,30%	5,80%	1,10%	4,42%
AXA	Indexový globálny	4.2.2019		93,40%	5,90%	0,70%	0,43%
AXA	Príspevkový doplnkový	30.6.2009	76,70%	9,00%	14,60%	-0,30%	10,18%
TATRA	Comfort life 2020	7.8.2015	29,00%	15,00%	64,00%	6,00%	3,54%
TATRA	Comfort life 2030	30.6.2009	18,00%	32,00%	61,00%	13,00%	16,83%
TATRA	Comfort life 2040	30.6.2009	19,00%	60,00%	52,00%	19,00%	8,34%
TATRA	Comfort life 2050	3.8.2015	21,00%	73,00%	49,00%	24,00%	2,04%
NN	Indexový príspevkový	9.7.2018		87,00%	13,00%		0,53%
NN	Konzervatívny príspevkový	30.6.2009	98,00%		2,00%		6,76%
NN	Rastový príspevkový	30.6.2009	34,65%	58,42%	6,93%		5,04%
NN	Vyvážený príspevkový	30.6.2009	59,55%	25,39%	5,19%	9,87%	27,06%
Stabilita	Akciový príspevkový	6.2.2012	38,51%	47,15%	12,51%	1,83%	1,21%
Stabilita	Príspevkový	30.6.2009	85,30%	6,99%	2,65%	5,06%	13,63%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa mesačných správ fondov¹⁰⁷

Najvýkonnejším fondom tretieho piliera (z fondov fungujúcich päť a viac rokov), je Rastový príspevkový fond NN. S reálnou výkonnosťou 3,52% p. a. vedie pred Globálnym akciovým fondom (AXA). Oba spravujú v súčte len približne 9,5 % aktív alokovaných

¹⁰⁴ § 35 zákona č. 650/2004 Z. z. o doplnkovom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2004/650/20200101>

¹⁰⁵ § 87 o) zákona č. 650/2004 Z. z. o doplnkovom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2004/650/20200101>

¹⁰⁶ Príloha č. 1 zákona č. 650/2004 Z. z. o doplnkovom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2004/650/20200101>

¹⁰⁷ pozn. z dôvodu investovania do finančných derivátov sa súčet aktív vo fondoch Tatra Banky nemusí rovnať 100 %.

v treťom pilieri. Najviac aktív spravuje Vyvážený fond NN (27,06 %), avšak jeho ročná reálna výnosnosť je len na úrovni 0,59 %. Tri najväčšie fondy tretieho piliera (Vyvážený príspevkový – NN, Comfort life 2030 – Tatra Banka, Príspevkový – Stabilita) spravujú dovedna 57,5 % aktív, pričom vážená ročná reálna výnosnosť týchto troch fondov je na úrovni 0,25 %.

Fondy, ktorých dlhopisové investície tvoria minimálne polovicu portfólia a zároveň fungujú päť a viac rokov máme štyri (označené šedou farbou). Najviac sa v sledovanom období darilo Príspevkovému fondu od Stability. Najmenej sa darilo Konzervatívnemu príspevkovému fondu od NN, ktorý dosiahol zápornú výnosnosť. Čo sa týka fondov, kde majú akcie zastúpenie minimálne 40 % a zároveň fungujú päť a viac rokov, ich počet v treťom pilieri je päť (označené sú bledomodrou farbou). Spomedzi nich sa najviac darilo Rastovému príspevkovému fondu od NN. Naopak, najhoršiu výkonnosť spomedzi tejto množiny dosiahol fond Comfort life 2050 od DDS Tatra Banky.

Zatiaľ čo v rámci druhého piliera regulátor priamo prikazuje, aký podiel investície v dlhopisových (garantovaných) fondoch musí mať investor po dovŕšení 52. roku života, tretí pilier takúto povinnosť nemá (koniec-koncov, tretí pilier neponúka explicitne garantované fondy). Avšak, fondy Tatra Banky reflektujú životný cyklus sporiteľa. Preto fond Comfort life 2020 cieľi na sporiteľov narodených v roku 1961 a skôr, fond Comfort life 2030 na sporiteľov narodených v období medzi rokmi 1961 a 1970, atď. Vzhľadom k odporúčanej vekovej štruktúre daných fondov je prispôbená ich rizikovosť. Napríklad, fond Comfort life 2020 tvoria väčšinou investície do dlhopisov a do peňažného trhu. Naopak, vo fonde Comfort life 2050 (určenom pre narodených v roku 1981 a neskôr) hrajú prím akciové investície (až takmer $\frac{3}{4}$ portfólia fondu).

Záver

Negatívny demografický vývoj má za následok zvyšujúce sa nároky na financovanie priebežných penzijných systémov. Aby sme sa vyhli zníženiu miery náhrady miezd spojenú s výrazným zvyšovaním odvodového zaťaženia pracujúceho obyvateľstva, potrebujeme architektúru penzijných systémov stavať na viacerých pilieroch. Zatiaľ čo v súčasnosti na Slovensku pripadnú na jedného dôchodcu vyše štyria pracujúci, v roku 2060 sa toto číslo podľa aktuálnych prognóz zníži na 1,65. V ostatných európskych štátoch je situácia podobná.

Aj na základe vyššie zmienených dôvodov sme sa zamerali na analýzu fungovania penzijných fondov vo vybraných krajinách. Podľa renomovaného rebríčka Mercer má momentálne najstabilnejší penzijný systém Holandsko. Okrem priebežného systému hrajú v Holandsku silnú úlohu zamestnanecké schémy (penzijné plány definovanej dávky – DB). Ukázali sme si, že tvorba kapitalizačných pilierov penzijného zabezpečenia má síce v krátkodobom horizonte na svedomí výpadok verejných príjmov, v dlhodobom meradle však výrazne znižuje výdavkové tlaky na verejné financie.

Keďže téma nastavenia politiky štátu v oblasti dôchodkového zabezpečenia nevzbudzuje medzi širokou verejnosťou vášnivé emócie, niektoré vlády si bez silnejšieho odporu obyvateľstva dovoľujú to, čo sa udialo napríklad v Poľsku – zoštátnenie kapitalizačného piliera v prospech súčasných fiškálnych potrieb.

Aj preto je potešiteľné, že napriek viacerým tlakom zostal na Slovensku trojpilierový systém dôchodkového zabezpečenia stále v platnosti. Za posledných pätnásť rokov fungovania druhého (kapitalizačného) piliera sme však boli svedkami silných zásahov zo strany vládnych garnitúr, ktoré spolu s neprofesionálnym riadením fondov a vysokými poplatkami prispeli k nízkym reálnym výnosom penzijných fondov. Podľa Ľ. Ódora a P. Povalu mohlo byť vo fondoch druhého piliera v súčasnosti o 20 až 80 percent aktív viac.¹⁰⁸

Pohľad na architektúru nášho penzijného systému ponúka veľkú príležitosť nielen v zefektívnení fungovania jednotlivých fondov druhého a tretieho piliera, zníženie nákladovosti pre sporiteľa, ale aj vo vhodnom legislatívnom nastavení. Je podľa nás

¹⁰⁸ ÓDOR, Ľ., POVALA, P. Sporiteľ na prvom mieste (Ako zreformovať druhý dôchodkový pilier na Slovensku?). 2019, s. 11. [cit. 30. 3. 2020]. Dostupné na: https://www.odor.sk/download2/druhypilier_seminar.pdf

žiaduce, aby mali noví účastníci druhého piliera automaticky nasmerované investície do rizikovejších aktív, pričom automatickú realokáciu aktív do bezpečnejších aktív v dôsledku blížiaceho sa dôchodkového veku garantuje naša legislatíva už v súčasnosti. V programovom vyhlásení vlády sa hovorí o automatickom vstupe do druhého piliera pre zamestnancov do 35 rokov. Tento krok považujeme z pohľadu dlhodobej udržateľnosti systému za správny.

Pri odpovedi na prvú teoretickú otázku musíme skonštatovať, že aktívne riadené penzijné fondy krajín OECD nedokážu kopírovať dianie na kapitálových trhoch, ich dlhodobá výnosnosť v porovnaní s medzinárodnými benchmarkmi pokrívajú. Považujeme za pozitívum, že sme na Slovensku v roku 2015 v rámci druhého piliera zaviedli možnosť investovať do fondov, ktoré kopírujú akciové indexy. Podľa nášho názoru by bolo žiaduce, keby vznikli ešte aj fondy kopírujúce dlhopisové indexy. Ruka v ruke s existenciou indexových fondov považujeme za logické, aby sa v porovnaní s aktívne riadenými fondami znížila ich nákladovosť – náklady na správu a poplatok za výkonnosť.

V rámci druhej teoretickej otázky sme sledovali, do akej miery podporujú penzijné fondy svojimi investíciami domácu ekonomiku. Zistili sme, že prím spomedzi krajín OECD hrajú Spojené štáty americké, ktorých penzijné fondy alokujú až 92 % investícií do tuzemskej ekonomiky. V celosvetovom meradle platí, že penzijné fondy priemerne alokujú do domáceho trhu 67 % zo svojich aktív. Na Slovensku, aj vzhľadom na neexistujúce bariéry v regulácii a taktiež z dôvodu slabo rozvinutého kapitálového trhu, tvoria domáce investície len 26 %. Napriek tomu, že manažment aktív slovenských penzijných fondov má v rámci geografického rozloženia investícií voľné ruky, reálna výnosnosť našich fondov je v celosvetovom meradle na podpriemernej úrovni. Agregovaný pohľad na ročnú reálnu výkonnosť našich penzijných fondov obdobia 2008 – 2018 je dokonca v zápornej hodnote mínus 0,43 %.

Veríme, že aj napriek tomuto nepriaznivému konštatovaniu bola daná práca pre čitateľa prínosom a priniesla mu nové poznatky. V prípade pripomienok neváhajte autora tejto práce kontaktovať prostredníctvom mailu: hercegh.ondrej@gmail.com.

Zoznam použitej literatúry

Monografie a odborné knižné publikácie:

BLAKE, D. *Pension Economics*. 1. vyd. West Sussex (Anglicko) : John Wiley & Sons Ltd, 2006. 273 s. ISBN 978-0-470-05844-2.

HERTRICH, CH. *Asset Allocation Considerations For Pension Insurance Funds*. 1. vyd. Stuttgart (Nemecko) : Springer Gabler, 2013. 405 s. ISBN 978-3-658-02166-5.

GRILLION, C., TURNER, J., BAILEY, C a LATULIPPE, D. *Social Security Pensions – Development and Reform [online]*. Ženeva : International Labour Office, 2000. 780 s. [cit. 15.10.2019]. ISBN 92-2-110859-7-. Dostupné na: <https://www.social-protection.org/gimi/RessourcePDF.action?id=7768>

CHOVANCOVÁ, B. a kol. *Dôchodkové fondy vo svete a na Slovensku*. 1. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. 216 s. ISBN 978-80-8168-663-4.

PAUHOFOVÁ, I. *Suverénne fondy vo svete [online]*. Košice : Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach, 2014. 126 s. [cit. 11.10.2019]. ISSN 1337-5598. Dostupné na: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/256_final_ucebnica2014_farba.pdf

POLAKOWSKI, M., HAGEMER, K. *Reversing Pension Privatization: The Case of Polish Pension Reform and Re-Reforms [online]*. Ženeva : International Labour Office, 2018, 43 s. [cit. 20. 1. 2020]. ISSN 1020-9581. Dostupné na: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_protect/---soc_sec/documents/publication/wcms_648632.pdf

WALTER, I. a LIPSHITZ, C.: *Bridging the Gaps: Public Pension Funds and Infrastructure Finance*. 1. vyd. New York, 2019. 149 s. ISBN 978-1077442368.

WORLD BANK. *Averting the old age crisis : policies to protect the old and promote growth. [online]*. Washington D.C : World Bank, 1994. 436 s. [cit. 13. 10. 2019]. ISSN 1020-0851. Dostupné na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/973571468174557899/pdf/multi-page.pdf>

Vedecké a odborné články:

BEETSMA, R. a kol. *The Dutch Pension System and the Financial Crisis [online]*. Mnichov : Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, 2015, s. 14-19. In CESifo DICE Report 2/2015 [cit. 15. 1. 2020]. ISSN 1613-6373. Dostupné na: <http://hdl.handle.net/10419/167205>

BRABEC, P., KUBELKOVÁ, P. *Penzijná reforma v Čile, aktuálny vývoj plno fondového DC systému a analýza dopadov*. Vysoká škola ekonomická v Prahe in Politická ekonomie, 4, 2015. 17 s. ISSN 0032-3233

BOZIO, A., CRAWFORD, R., TETLOW, G. *The history of state pensions in the UK: 1948 to 2010. [online]*. Institute for Fiscal Studies, 2010, 80 s. [cit. 12. 10. 2019]. ISBN 978-1-903274-77-4. Dostupné na: <http://www.ifs.org.uk/bns/bn105.pdf>

GUARDIANCICH, I. *Pan-European Pension Funds: Current Situation and Future Prospects*. In International Social Security Review, č. 64, 2011, 21 s., ISBN 978-80-8168-663-4.

GUARDIANCICH, I. *Pension Reforms in Central, Eastern and Southeastern Europe: From post-socialist transition to the global financial crisis*. In *International Social Security Review*. 1. vyd. New York : Routledge, 320 s. ISBN 978-0-415-68898-7.

HAYASHI, R. a kol. *Population and Social Security in Japan [online]*. Tokio : National Institute of Population and Social Security Research, 75 s. [cit. 15. 1. 2020]. ISSN 2186-0297. Dostupné na: <http://www.ipss.go.jp/s-info/e/pssj/pssj2019.pdf>

CHOVANCOVÁ, B., HUDCOVSKÝ, J. a KOTÁSKOVÁ, A. *The Impact of Stocks and Bonds on Pension Fund Performance..* Bratislava : Ekonomická univerzita v Bratislave, č. 2, 2019, 13 s. [cit. 15. 2. 2020]. In *Journal of Competitiveness*. Dostupné na: <https://doi.org/10.7441/joc.2019.02.02>

JANIČKO, M a TSHARAKYAN, A. *K udržateľnosti priebežného dôchodkového systému v kontexte starnutia populácie*. Praha : Bankovní inštitut VŠ Praha, č. 3, 2013, 321-337 s. In *Politická ekonomie*. ISSN 0032-3233.

JURAŠKOVÁ KUCSEROVÁ, J., STRACHOTOVÁ, A. *Výsledky tretej vlny zisťovania o financiách a spotrebe domácností (HFCS) [online]*. Bratislava : Národná banka Slovenska, 2019, 44 s.[cit. 8. 3. 2020]. ISBN 2585-9277. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/OP_1_2019_Jurasekova_Strachotova_Vysl_edky_tretej_vlny_HFCS.pdf

KOMINEK, Z.: *Regulatory induced herding? Evidence from Polish pension funds [online]*. In *Economic Change and Reconstruction*. Springer US, 11. 5. 2011. 22 s. ISSN 1574-0277. Dostupné na: <https://doi.org/10.1007/s10644-011-9111-2>

KOŠTA, J. *Možnosti riešenia rizík vo financovaní dôchodkového systému s ohľadom na príjmové nerovnosti [online]*. 1. vyd. Bratislava : Ekonomický ústav SAV, 2017. 37 s. [cit. 11.10.2019]. ISSN 1337-5598. Dostupné na: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/363_j_kosta_wp_93_moznosti_riesenia_rizik_vo_financovani_final.pdf

NOVÁK, M., TOMA, J. *Ku klasifikácii dôchodkových systémov [online]*. Bratislava, 2013 7 s. In *Derivát* [cit. 15. 10. 2019]. ISSN 1336-5711. Dostupné na: http://www.derivat.sk/files/2013%20casopis/2013_okt_%20Marcel_Novak_a_spol..pdf

PAUHOFOVÁ, I. *Príjmová stratifikácia a problémy globálnej spotreby [online]*. Bratislava : Ekonomický ústav SAV, 2011. 7-12 s. In *Budúce podoby ekonomických systémov* [cit. 11. 10. 2019]. ISBN 978-80-7144-193-9. Dostupné na: [http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/zbornik%20Buduce%20podoby%20ekonomickych%20systemov\[1\]\[3\].pdf](http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/zbornik%20Buduce%20podoby%20ekonomickych%20systemov[1][3].pdf)

The 2018 Ageing Report [online]. Bratislava : Európska komisia, 2018. s 24. [cit. 25. 10. 2019]. ISSN 2443-8014. Dostupné na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip079_en.pdf

Legislatívne normy:

Smernica 2003/41/ES o činnostiach a dohľade nad inštitúciami zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/summary/EN-SK/TXT/LEGISSUM:l24038b?uri=LEGISSUM:l24038b> [cit. 20. 10. 2019]

Smernica 2016/2341 o činnostiach inštitúcií zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia a dohľadu nad nimi, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN-SK/TXT/?uri=LEGISSUM:4314917> [cit. 20. 10. 2019]

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady č. 1094/2010, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/summary/EN-SK/TXT/LEGISSUM:mi0070?uri=LEGISSUM:mi0070> [cit. 20. 10. 2019]

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady č. 2019/1238 o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte (PEPP), dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R1238&from=SK> [cit. 20. 10. 2019]

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady č. 2019/1238 o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte (fact sheet), dostupné na: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190213-personal-pensions-factsheet_en.pdf [cit. 20. 10. 2019]

Ústava Slovenskej republiky č. 460/1992 Zb, článok 39. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/1992-460>

Zákon č. 427/2011 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení (ČR). Dostupné na: https://www.noveaspi.cz/products/lawText/1/75836/1/2#c_49 [cit. 20. 1. 2020]

Zákon č. 461/2003 Z. z. o sociálnom poistení. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2003-461>

Zákon č. 43/2004 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-43>

Zákon č. 43/2004 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení (pôvodné znenie). Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-43/znenie-20050101>

Zákon č. 43/2004 Z. z. o doplnkovom penzijnom sporení (znenie účinné od 1.1.2013 do 9.6. 2013). Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2004/43/20130101.html>

Zákon č. 650/2004 Z. z. o doplnkovom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2004/650/20200101>

Znenie vládneho návrhu novely zákona č. 461/2003 Z. z. o 13. dôchodku, [28.2.2020]. Dostupné na: <https://www.nrsr.sk/web/Dynamic/DocumentPreview.aspx?DocID=476008>

Internetové zdroje a databázy:

Analýza dlhodobej udržateľnosti a návrhy na zmenu dôchodkového systému SR [online]. Bratislava : Ministerstvo financií SR – Inštitút finančnej politiky, 2012, 86 s. [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: https://www.finance.gov.sk/files/archiv/priloha-stranky/19983/70/EA_Dochodky_FINAL.pdf

Annual Health, Labour and Welfare Report [online]. Tokio : Ministry of Health, Labour and Welfare. 18 s. [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: <https://www.mhlw.go.jp/english/wp/wp-hw11/dl/11e.pdf>

Biela kniha [online]. Brusel : Európska komisia, 2000. 44 s. [cit. 15.10.2019]. Dostupné na:

[http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/empl/dv/com_com\(2012\)0055_/com_com\(2012\)0055_sk.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/empl/dv/com_com(2012)0055_/com_com(2012)0055_sk.pdf)

BORSCH-SUPAN, A., WILKE, CH. B. *The German Public Pension System: How it Was, How it Will Be [online]*. Michigan Retirement Research Center Research Paper No. WP 2003-041, 2003. 33 s. [cit. 12.10.2019]. Dostupné na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1090895>

Financial position of Dutch pension funds deteriorated further in the third quarter of 2019 [online]. Centrálna banka Holandska. [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: <https://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/Statistischnieuws2019/dnb386018.jsp>

GIARINI, O. *The Four Pillars Project: 25 Years On, Life and Pensions Newsletter (formerly Four Pillars Newsletter) [online]*. Ženeva : The Geneva Association, 2012. 2 s. [cit. 15.10.2019]. Dostupné na: https://www.genevaassociation.org/sites/default/files/research-topics-document-type/pdf_public/ga2012-4p50-giarini_0.pdf

CHŁOŃ-DOMIŃCZAK, A. *New occupational pension savings scheme in Poland [online]*. Európska komisia, 2019, 2 s. [cit. 20. 1. 2020]. Dostupné na: <https://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=20611&langId=en>

Komparatívna analýza penzijných systémov [online]. Praha : Úrad národnej rozpočtovej rady, sekcia makroekonomických a fiškálnych analýz, 2019. 43 s. [cit. 20. 10. 2019]. Dostupné na: https://unrr.cz/wp-content/uploads/2019/06/Informa%C4%8Dn%C3%AD-studie_Komparativn%C3%AD-anal%C3%BDza-penzijn%C3%ADch-syst%C3%A9m%C5%AF.pdf

Melbourne Mercer Global Pension Index [online]. Melbourne : Monash Centre for Financial Studies, 2019. 86 s. [cit. 15. 1. 2020]. Dostupné na: https://www.monash.edu/__data/assets/pdf_file/0016/2010526/MMGPI-2019-Report.pdf

ÓDOR, Ľ., POVALA, P. *Sporiteľ na prvom mieste (Ako zreformovať druhý dôchodkový pilier na Slovensku?)*. 2019, 58 s. [cit. 10. 3. 2020]. Dostupné na: https://www.odor.sk/download2/druhypilier_seminar.pdf

Pensions at a Glance 2019 [online]. OECD, 224 s. [cit. 20. 1. 2020]. Dostupné na: <https://read.oecd.org/10.1787/b6d3dcfc-en?format=pdf>

Pension Funds in Figures [online]. Bratislava : OECD, 2019. 4 s. [cit. 11. 10. 2019]. Dostupné na: <https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2019.pdf>

PORUBSKÝ, M., NOVYSEDLÁK, V. *Dôchodkový vek: mýty a fakty*. [online]. Bratislava : Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, 2018, 25 s. [15.1.2020] Dostupné na: https://www.rozpoctovarada.sk/vo_download/2018_02_krrz_komentar_strop_na_doch_vek_64.pdf

SLIJPER, F., OUDES, C., WALSTRA, J., RIEMERSMA, M. *Controversial Arms Trade and investments of Dutch Pension Funds [online]*. Utrecht : PAX a Profundo, 2019, s. 63. [cit. 20. 1. 2020]. Dostupné na: <https://eerlijkegeldwijzer.nl/media/495405/2019-11-praktijkonderzoek-controversial-arms-trade-and-investments-of-dutch-pension-funds.pdf>

Vplyv dôchodkového sporenia na verejné financie a občanov [online]. Bratislava : Ministerstvo financií SR – Inštitút finančnej politiky, 2004, 28 s. [cit. 15. 1. 2020].

Dostupné na: https://finance.gov.sk/files/archiv/priloha-stranky/20007/31/ea_1_vplyv_dochodkoveho_sporenia_web.pdf

WANG, P., a kol.. *Retirement, Pension Systems and Models of Pension Systems* : 2014. 18 s.. In Economics Working Paper No. 1402. [cit. 13. 10. 2019]. Dostupné na: <https://www.researchgate.net/publication/264496404>

WORKPLACE FLEXIBILITY 2010. *A Timeline of the Evolution of Retirement in the United States*. [online]. Georgetown University Law Center, 2011, 13 s. [cit. 12. 10. 2019]. Dostupné na: <https://scholarship.law.georgetown.edu/legal/50/>

WORLD BANK. *The World Bank pension conceptual framework* : World Bank, 2008. 8 s. In World Bank pension reform primer series. [cit. 13. 10. 2019]. Dostupné na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/389011468314712045/pdf/457280BRI0Box31Concept1Sept20081pdf.pdf>

Analýza vplyvov na rozpočet verejnej správy, na zamestnanosť vo verejnej správe a financovanie návrhu novely zákona č. 461/2003 Z. z. o 13. dôchodku. [28.2.2020]. Dostupné na: <https://www.nrsr.sk/web/Dynamic/DocumentPreview.aspx?DocID=476013>

ALEXANDER, L: <https://emerging-europe.com/voices/polands-latest-pension-reform-is-good-for-the-government-bad-for-savers/> [cit. 20. 1. 2020]

APF ČR: <https://www.apfcr.cz/wp-content/uploads/2019/06/Zhodnocen%C3%AD-PF-TF-2018.pdf> [20. 12. 2019]

APF ČR: <https://www.apfcr.cz/wp-content/uploads/2019/02/ZHODNOCEN%C3%8D-%C3%9AF-2018.pdf> [20. 12. 2019]

AXA: <https://www.axa.sk/o-nas/pre-media/oznamenia/oznamenie-o-dohode-medzi-skupinami-axa-a-uniqa/> [cit. 15. 2. 2020]

CONSEQ: <https://www.conseq.cz/penze/prehled-ucastnickych-fondu/conseq-globalni-akciovy-ucastnický-fond> [20. 12. 2019]

CONSEQ: https://www.conseq.cz/getattachment/Documents/Products/CPD/CpsGLAK/Conseq-globalni-akciovy-ucastnický-fond-Zprava-por/GLAK_1909.pdf.aspx?lang=cs-CZ&ext=.pdf [20. 12. 2019]

Consultancy Global: <https://www.consultancy.org/news/147/the-largest-pension-superannuation-funds-in-the-world>

Databáza NBS: <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom-prakticke-informacie/publikacie-a-vybrane-udaje/vybrane-udaje/aktualna-hodnota-dochodkovej-jednotky-a-cista-hodnota-majetku-v-dochodkovom-fonde/vyvoj-aktualnej-hodnoty-dss1/aktualna-hodnota-dochodkovej-dss1>

Eurostat – EUROPOP2018: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tps00200/default/table?lang=en>

Eurostat - *Assumptions for life expectancy by age, sex and type of projection*: https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=proj_18nalexp&lang=en

Expatica: <https://www.expatica.com/nl/finance/retirement/the-dutch-pension-system-106854/> [cit. 15. 1. 2020]

Government Pension Investment Fund: https://www.gpif.go.jp/en/performance/pdf/2019-Q2-1101-En_035988.pdf [20.12.2019]

Government Pension Investment Fund. Viac tu:
https://www.gpif.go.jp/en/performance/2018_q4_035988.pdf, strana 4 [20.12.2019]

International Monetary Fund:
<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPD@WEO/OEMDC/SVK> [cit. 11. 10. 2019]

Just ETF: <https://www.justetf.com/uk/etf-profile.html?isin=IE00B4L5Y983> [cit. 15. 2. 2020]

Kvantifikácia vplyvu opatrení: Zavedenie hornej hranice dôchodkového veku [online].
Bratislava : Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť, 2018, 7 s. [28.2.2020]

Dostupné na:

https://www.rozpocovarada.sk/vo_download/rrz_ko_20180917_strop_na_doch_vek_64.pdf

Mesačné správy fondov 2. a 3. piliera (DSS, DDS)

Ministerstvo práce, soc. vecí a rodiny: <https://www.employment.gov.sk/sk/socialne-poistenie-dochodkovy-system/dochodkovy-system/iii-pilier-doplňkove-dochodkove-sporenie/zhodnotenie-majetku/>

Norges Bank Investment Management: <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/> [20.12.2019]

OECD – Pension Markets in Focus 2019: <https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2019.pdf>

Penzijný fond ABP – výročná správa 2018: <https://www.abp.nl/images/ABP-ENG-Annual-report-2018.pdf> [cit. 15. 1. 2020]

Penzijný fond Zorg & Welzijn: <https://www.pfzw.nl/content/dam/pfzw/web/over-ons/dit-presterenwe/kwartaalberichten/2019/kwartaalbericht-3e-kwartaal-2019.pdf> [cit. 15. 1. 2020].

Pension funds online – Nemecko: <https://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/germany> [cit. 20. 1. 2020]

Pension Funds Online - Holandsko:

<https://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/the-netherlands/96> [cit. 15. 1. 2020]

Rada pre rozpočtovú zodpovednosť:

<https://www.rozpocovarada.sk/svk/rozpocet/362/behavioralne-postrcenia-a-ich-vyuzitie-v-hospodarskej-politike> [28.2.2020]

Reuters: <https://www.reuters.com/article/us-chile-pensions/chiles-pinera-proposes-reform-of-pension-system-that-has-fueled-protests-idUSKBN1ZF075> [cit. 20.1.2020]

SWFI: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/corporate-pension>; PI:

<https://www.pionline.com/article/20180205/INTERACTIVE/180209925/funded-status-of-the-largest-u-s-public-pension-funds> [20. 11. 2019]

Tlačová správa Rady EÚ: Dôchodky: Rada potvrdila dohodu o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte. Dostupné na: <https://www.consilium.europa.eu/sk/press/press-releases/2019/02/13/pensions-council-confirms-agreement-on-pan-european-pension-product/#> [cit. 20. 10. 2019]

Výročná správa za fiškálny rok 2018 : Government Pension Fund Global, Oslo. s. 31.: <https://www.nbim.no/contentassets/02bfbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf>

Výročná správa za fiškálny rok 2018 : Government Pension Investment Fund, Japan. s. 16. [20.12.2019]. Viac tu: https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2018.pdf

Willis Towers Watson: <https://www.willistowerswatson.com/en-CH/Insights/2018/09/the-worlds-300-largest-pension-funds-year-ended-2017> [cit. 20. 10. 2019]