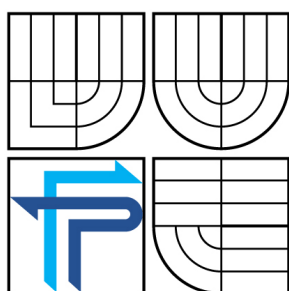


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

ZAJIŠTĚNÍ SE NA DŮCHOD POMOCÍ KAPITÁLOVÉHO TRHU

HOW TO KEEP MONEY IN RESERVE FOR RETIREMENT BY MEANS OF CAPITAL MARKET

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. IVO DITTRICH

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. ZDENĚK SOJKA, CSc.

BRNO 2008

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Dittrich Ivo, Bc.

Podnikové finance a obchod

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Zajištění se na důchod pomocí kapitálového trhu

v anglickém jazyce:

How to keep money in reserve for retirement by means of capital market

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

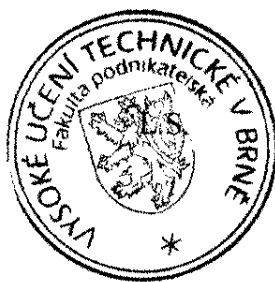
Závěr

Seznam odborné literatury:

- BREALEY, R. A. – MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. 4. vydání Praha: EAST Publishing, s.r.o. 1999. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
- REJNUŠ, O.: Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 1. vydání Praha: Computer Press 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- GLADIŠ, D.: Naučte se investovat. 1. vydání: Praha, Grada Publishing a.s. 2004. 155 s. ISBN 80-247-0709-8.
- STEIGAUF, S.: Fondy - jak vydělávat pomocí fondů. 1. vyd. Praha, Grada Publishing, a.s. 2003, 192 s. ISBN 80-247-0247-9.
- KOHOUT, P.: Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 3. vyd. Praha, Grada Publishing, a.s. 2003, 257 s. ISBN 80-247-0560-7.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2007/08.



Krausová

doc. Ing. Alena Kočmanová, Ph.D.
Ředitel ústavu

Koch

doc. Ing. Miloš Koch, CSc.
Děkan fakulty

V Brně, dne 26.3.2008

Abstrakt

Předmětem diplomové práce je popis aktuálního stavu na českém kapitálovém trhu a rozbor situace penzijního systému v České republice. Je uveden seznam zákonů, kterými jsou tyto oblasti řízeny. Jsou také popsány zahraniční penzijní systémy a náhled na budoucí změny v České republice. Jádrem práce je potom návrhová část, kde jsou pro konkrétního klienta navrženy varianty spoření nebo investování s cílem zabezpečení se na důchodový věk. U jednotlivých variant jsou rozebrány výhody a nevýhody těchto řešení.

Summary

A theme of the master's thesis is to describe current state of capital market and pension system in the Czech Republic. It includes a list of laws that are relevant to this topic. Foreign pension systems are also described. A main is Proposal Part where for concrete person are proposed variations of saving or investing to keep money in reserve for retirement. In each variation is described advantage and disadvantage of this solution.

Klíčová slova

kapitálový trh, podílový fond, drobný investor, penzijní systém, penzijní pojištění, investiční strategie

Keywords

capital market, shares fund, small investor, pension system, superannuation schneeme, strategy of investing

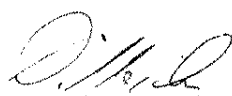
Bibliografická citace mé práce

DITTRICH, I. *Zajištění se na důchod pomocí kapitálového trhu*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2008. 77 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Zdeněk Sojka, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a vypracoval jsem ji samostatně.
Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná a že jsem v práci neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 13.5.2008


.....
Ivo Dittrich

Na tomto místě chci poděkovat panu doc. Ing. Sojkovi, Csc. za velmi užitečnou metodickou pomoc, kterou mi poskytl při zpracování mé závěrečné diplomové práce a za obětavé vedení během jejího zpracování.

V Brně 13.5.2008

Ivo Dittrich

Obsah

Úvod.....	9
1.Vymezení problému a cíle práce	10
2. Teoretická východiska práce	11
2.1. Český kapitálový trh	11
2.1.1. Vznik a vývoj kapitálového trhu v ČR	11
2.1.2. Právní úprava českého kapitálového trhu	12
2.2. Penzijní systém	15
2.2.1. Teoretická východiska českého penzijního pojištění.....	15
3. Analýza problému a současná situace	24
3.1. Cenné papíry českého kapitálového trhu	24
3.2. Finanční instituce kapitálového trhu a ostatní licencované subjekty.....	28
3.3. Analýza cenných papírů kolektivního investování.....	31
3.3.1. Investiční strategie při kolektivním investování.....	32
3.4. Investování českých domácností v současnosti	40
3.5. Tvorba investičního portfolia.....	42
3.6. Připravovaná penzijní reforma.....	47
4. Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení.....	57
4.1. Náš klient	57
4.2. Zodpovězení základních investičních otázek	57
4.3. Dollar Cost Averaging	59
4.4. Výhody a nevýhody investování pomocí podílových fondů	62
4.5. Výběr podílového fondu	63
4.6. Výběr penzijního fondu	64
4.7. Vybrané fondy	66
4.7.1. Podrobnější představení podílových fondů.....	68
4.7.2. Podrobnější představení penzijního fondu.....	71
4.8. Navržené strategie.....	72
4.8.1. Interpretace strategií	75
Závěr	76
Seznam použitých zdrojů.....	77
Seznam použitých zkratk a symbolů.....	78

Úvod

Mnoho lidí má k investování do cenných papírů averzi. Ta často pramení ze špatných zkušeností, z neznalosti nebo z předsudků. Špatnou zkušenost s něčím, co se týká peněz, prožilo za posledních 18 let od revoluce mnoho Čechů. Četné pády bank, kampeliček, vytunelované fondy z kupónové privatizace a podvody některých obchodníků s cennými papíry k tomu daly dostatek příležitostí.

Na druhou stranu by si každý člověk měl položit otázku: Jsem natolik finančně nezávislý a zajištěný do budoucna, že si mohu dovolit neinvestovat? Většina lidí sice připustí, že je alespoň trochu na někom finančně závislá a není plně zajištěna do budoucna, ale hned dodá dvě nejčastější námitky: teď si nemůže dovolit investovat a když, tak začne později. Taková úvaha však jenom zhoršuje jejich situaci. Ve skutečnosti je to přesně naopak. Čím je člověk bohatší, tím méně má zapotřebí investovat a může své investice odkládat do budoucna. Čím je ale člověk chudší, tím dříve by měl začít investovat. Lidé s menšími příjmy a menším majetkem si opravdu nemohou dovolit neinvestovat. Největší riziko, které ohrožuje jejich finanční situaci, je nevlastnit žádné cenné papíry.

Kapitálový trh nabízí investorům řadu možností a je jenom na každém z nich, jak jej dovedou využít ve svůj prospěch. Mnozí považují burzu cenných papírů za zvláštní druh kasina. Kapitálový trh však využívají pojišťovny a penzijní fondy – instituce, jejichž cílem je bezpečné zhodnocení investic. Není tedy důvod, proč by se měl kapitálovému trhu vyhýbat drobný investor, kterých v našich podmínkách existuje potenciálně až několik stovek tisíc.

1.Vymezení problému a cíle práce

Analýza současného stavu českého kapitálového trhu a situace v penzijním připojištění slouží jako výchozí body této diplomové práce a je dále rozvinuta o řešení nelehkého rozhodování alokace aktiv mezi investování a spoření. Každý občan je marketingově ovlivňován správci penzijních fondů, podle kterých „už včera bylo pozdě začít spořit na důchod“. V této situaci se lidé bez elementárního finančního přehledu nemohou orientovat a tudíž logicky podléhají vlivům marketingových oddělení penzijních fondů.

Práce dále nabízí přehled penzijních systémů v zahraničí a nastiňuje vize dvou nejsilnějších českých parlamentních stran v této oblasti.

Cílem práce je potom na základě vymezení pojmů jako kapitálový trh, drobný investor, investování a spoření, provést analýzu možnosti zajištění se na důchod pomocí kapitálového trhu v kombinaci s penzijním připojištěním. Také je provedena analýza legislativního prostředí. U drobného investora, jako řadového občana, jsou brány v úvahu jeho možnosti a schopnosti.

2. Teoretická východiska práce

2.1. Český kapitálový trh

2.1.1. Vznik a vývoj kapitálového trhu v ČR

Při pohledu na dosavadní vývoj českého kapitálového trhu lze konstatovat, že skutečné obchodování s cennými papíry se datuje od června roku 1993, kdy se začaly poprvé veřejně obchodovat akcie z první vlny kuponové privatizace.¹ Řada rozhodnutí učiněná v rámci její přípravy se stala rozhodující jak pro současnou podobu českého kapitálového trhu, tak i pro jeho současnou funkci a možné směry jeho dalšího vývoje.

Vzhledem ke skutečnosti, že kapitálové trhy na dnešním území České republiky nikdy v minulosti nedosahovaly většího významu, a to ani v meziválečném období, kdy probíhalo obchodování na „Pražské burze“, bylo velmi nesnadné tento trh nově zorganizovat a oživit. Funkční kapitálový trh je totiž podmíněn existencí jak dostatečného množství kvalitních nástrojů (cenných papírů), tak i řady specializovaných finančních institucí, které svými vzájemně provázanými činnostmi umožňují jeho funkci. Třetím základním atributem je potom co nejdokonalejší legislativa, včetně kvalitní funkce kontrolních orgánů a soudů, zvláště pak, když se jedná o součást finančního systému státu. Vzhledem ke skutečnosti, že tyto předpoklady v České republice po přechodu na systém tržní ekonomiky splněny nebyly, bylo vytvoření nově koncipovaného kapitálového trhu o to obtížnější.

V první řadě bylo potřeba urychleně doplnit chybějící nástroje kapitálového trhu, a to zejména obchodovatelné cenné papíry, především akcie. Před rokem 1993 se sice již částečně obchodovalo s některými druhy dluhopisů, avšak akciový trh prakticky neexistoval.

Hlavním problémem byla budoucí podoba nově emitovaných akcií, resp. to, v jaké formě budou existovat. Nakonec bylo přijato rozhodnutí, že budou vydány v zaknihované, neboli dematerializované podobě. To souviselo s řešením dalšího významného problému tehdejší doby, kterým bylo vydání cca 1800 emisí nových akcií bývalých státních podniků, jejichž tisk byl vzhledem k jejich množství a navíc i ke krátkosti termínu zahájení první vlny kuponové privatizace zcela nemožný.

¹ REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha:Computer Press 2003, 257 s. ISBN 80-7226-571-7, str. 180

Že je tento systém schopen funkce, potvrzuje i ta skutečnost, že zejména u větších veřejně obchodovatelných emisí akcií tato byť dnes již nepovinná forma nadále přetrvává. Také v ní již dnes existuje i většina emisí dluhopisů, resp. podílových listů a podílových fondů.

Zavedení zaknihované formy cenných papírů však návazně ovlivnilo i řadu významných souvisejících faktorů (způsob evidence cenných papírů, přenos a zálohování dat a jejich ochranu, způsoby realizace převodů a přechodů cenných papírů) a řadu jiných standardních operací, které se na kapitálových trzích s cennými papíry provádějí. To vyústilo 1.1.1993 v založení specializované instituce, kterou se stalo Středisko cenných papírů.²

2.1.2. Právní úprava českého kapitálového trhu

V letech 1990 až 1992 byla přijata celá řada zákonů, které upravovaly jednotlivé oblasti kapitálového trhu v České republice. Mezi nimi je možno uvést především Zákon o dluhopisech, Obchodní zákoník, Zákon o bankách, Zákon o burze cenných papírů, Zákon o investičních společnostech a investičních fondech a Zákon o cenných papírech. Tyto normy upravovaly dosud neexistující obor ekonomiky v České republice. Obsahovaly celou řadu nástrojů, které ze strany regulátora dávaly poměrně široký prostor působit na jednotlivé subjekty pohybující se na trhu s cennými papíry (organizátory trhu – Burzu a RM-Systém, dále Středisko cenných papírů, banky, obchodníky s cennými papíry, makléře, investiční společnosti a investiční fondy aj.).

Přehled nejdůležitějších právních předpisů upravujících obchodování s cennými papíry a fungování kapitálového trhu

Základní rámec pro rozvoj trhu s cennými papíry vytvořil v roce 1992 Zákon o cenných papírech, a to tím, že vymezil postavení subjektů působících na kapitálovém trhu, zásady obchodování s cennými papíry a formy státního dozoru nad kapitálovým trhem. Tato právní forma umožnila rovněž vznik organizovaných trhů s cennými papíry. Nejvýznamnější z těchto trhů organizuje Burza cenných papírů Praha a.s., jejíž činnost je nyní regulována zvláštním Zákonem o burze cenných papírů. Dosud jediným fungujícím organizátorem mimoburzovního trhu s cennými papíry je RM-Systém, jehož

² URL: <http://www.scp.cz/wwwscp/default.htm>

činnost detailně vymezuje jeho tržní řád schválený Ministerstvem financí ČR. Zákon o cenných papírech rámcově vymezuje rovněž postavení Střediska cenných papírů, které vede centrální evidenci zaknihovaných cenných papírů. K vedení registru krátkodobých dluhopisů je naopak zákonem zmocněna Česká národní banka. Významnou změnu v celém systému dozoru nad kapitálovým trhem přinesl začátkem roku 1998 Zákon o Komisi pro cenné papíry, který současně nově upravil některé vztahy na kapitálovém trhu a vytvořil podmínky k zefektivnění boje proti nelegálním praktikám uplatňovaným při realizaci operací s cennými papíry.³ Následující přehled právních předpisů obsahuje především výčet klíčových institutů upravujících obchodování s cennými papíry.

Zákon č. 592/1992 Sb., o cenných papírech upravuje především:

- soustavu cenných papírů a jejich druhy (§ 1 a násl.)
- převody cenných papírů (§ 7, § 13 a násl.)
- fungování trhu s cennými papíry (§ 45 a násl.)
- zásady činnosti organizátorů mimoburzovního trhu (§ 50 a násl.)

Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech upravuje náležitosti dluhopisu, práva a povinnosti s ním spojená, způsob vydávání a splácení dluhopisů a některé zvláštní druhy dluhopisů (hypoteční zástavní listy, státní dluhopisy, komunální obligace a zaměstnanecké obligace).

Zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů upravuje právní postavení burzy cenných papírů a činnost jejich orgánů, předmět burzovních obchodů, práva a povinnosti účastníků burzovních obchodů, přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu, určení kurzu cenných papírů, vypořádání burzovních obchodů, činnost burzovních dohodců, řešení sporů z burzovních obchodů, sankce za porušení povinností účastníky burzovních obchodů a emitenty cenných papírů a státní dozor nad činností burzy.

³ SOTOLÁŘ, A. – ŠÁMAL, P. – PÚRY, F. *Trestná činnost na českém kapitálovém trhu a v bankovní sféře*. Vydal institut Ministerstva spravedlnosti České republiky – svazek 58, 1998, str. 462

Zákonná úprava kolektivního investování

Kolektivní investování je podnikání v oblasti finančních služeb.⁴ Rozumí se jím podnikání, jehož výlučným předmětem je zákonem o investičních společnostech a investičních fondech vymezené shromažďování peněžních prostředků a další nakládání s těmito peněžními prostředky. Pro kolektivní investování platí ustanovení Obchodního zákoníku, pokud Zákon o investičních společnostech a investičních fondech nestanoví jinak.

Zákon č. 248/1998 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech stanoví několik principů obezřetného zacházení s peněžními prostředky získanými od investorů:

- hodnota cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem nesmí tvořit více než 10 % majetku v podílovém fondu a nebo majetku investičního fondu.
- majetek investičního fondu nesmí být tvořen z více než 5 % vkladem stejného podnikatele podle smlouvy o tichém společenství nebo hodnotou jedné nemovitosti .
- v majetku v podílovém fondu nebo v majetku investičního fondu nesmí být více než 20 % z celkové jmenovité hodnoty cenných papírů jednoho druhu vydaných stejným emitentem.
- vklad investičního fondu podle smlouvy o tichém společenství nesmí tvořit více než 10 % majetku podnikatele s nímž byla smlouva uzavřena.
- výslovně je zakotvena povinnost investičních společností hospodařit se svěřeným majetkem s dobrou péčí a to s cílem zabezpečit spolehlivý výnos nebo růst tohoto majetku, dbát na ochranu zájmů podílníků a účtovat odděleně o každém podílovém fondu.

Každý investiční fond, investiční společnost a podílový fond musí mít depozitáře, kterým je banka podle vlastního výběru. Zákon o investičních společnostech a investičních fondech výslovně stanoví tyto kontrolní povinnosti:

⁴ SOTOLÁŘ, A. – ŠÁMAL, P. – PÚRY, F. *Trestná činnost na českém kapitálovém trhu a v bankovní sféře*. Vydal institut Ministerstva spravedlnosti České republiky – svazek 58, 1998, str. 466

- na běžném účtu je evidován veškerý pohyb peněžních prostředků investiční společnosti, podílových a investičních fondů.
- na běžný účet se neprodleně ukládají peněžní prostředky získané vydáváním akcií a prodejem podílových listů.
- depozitář kontroluje, zda cenné papíry v majetku fondu, práva z opčních a termínovaných obchodů, nemovité a movité věci v majetku fondu, které jsou předmětem kolektivního investování, jsou pořizovány a oceňovány v souladu s tímto zákonem a statutem fondu.
- zda vydávání akcií investičního fondu a vydávání a vracení podílových listů podílového fondu probíhá v souladu se zákonem a statutem fondu
- zda jsou do podílových fondů a majetku investičního fondu pořizovány pouze majetkové hodnoty stanovené tímto zákonem a statutem fondu a zda je dodržováno omezení a rozložení rizika stanovené tímto zákonem a statutem fondu.
- zda je úplata a za obhospodařování investičního fondu nebo podílového fondu vypočítána a hrazena v souladu se zákonem a se statutem fondu.

2.2. Penzijní systém

2.2.1. Teoretická východiska českého penzijního pojištění

Současné uspořádání českého důchodového systému začalo vznikat v devadesátých letech minulého století, kdy byly postupně přijímány dílčí reformní kroky, které byly završeny v roce 1995 přijetím zákona č. 155/1995 Sb., o důchodovém pojištění, který nabyl účinnosti dnem 1. ledna 1996. Řada dílčích reformních kroků pak byla přijata i za účinnosti tohoto zákona.

Od roku 1996 je základní důchodové pojištění založeno na těchto principech:⁵

- sociální solidarita
- průběžné financování
- při splnění stanovených podmínek je systém povinný pro všechny ekonomicky aktivní osoby (je umožněna i dobrovolná účast v systému)

⁵ Ministerstvo práce a sociálních věcí

- systém poskytuje náhradu příjmu v případě stáří (starobní důchod), invalidity (plný nebo částečný invalidní důchod) a úmrtí živitele (vdovský, vdovecký a sirotčí důchod)
- systém je dávkově definovaný - konstrukce výpočtu důchodů je dvousložková:
 - první složku tvoří základní výměra, která je jednotná (stejná) pro všechny druhy důchodů
 - druhou složku tvoří procentní výměra, jejíž výše je rozdílná podle délky doby pojištění a výši příjmů dosažených v rozhodném období před přiznáním důchodu
 - systém neobsahuje žádná omezení výše důchodu stanovená pevnou částkou nebo procenty (pokud nebereme v úvahu redukci "příjmů" při výpočtu důchodu), a to ani v případě nároku na pozůstalostní dávky po jednom zemřelém
- systém je jednotný (s určitou odchylkou pro osoby samostatně výdělečně činné, která se týká způsobu stanovení vyměřovacího základu pro pojistné na sociální zabezpečení); to platí i pro cizince ze třetích zemí, kterým vzniknou stejné nároky ze základního důchodového pojištění jako ostatním pojištěncům, a to při splnění stejných podmínek
- systém je dynamický (řada prvků konstrukce výpočtu důchodu se každoročně upravuje s přihlédnutím k ekonomickému vývoji a to včetně indexování vyměřovacích základů)

Prvky konstrukce výpočtu důchodu:

- rozhodné období, z něhož se zjišťují příjmy pro výpočet důchodu
- vyměřovací základy
- všeobecné vyměřovací základy
- přepočítací koeficient pro úpravu naposledy stanoveného všeobecného vyměřovacího základu
- koeficienty nárůstu všeobecných vyměřovacích základů
- osobní vyměřovací základ
- výpočtový základ

Rozhodným obdobím, z něhož se zjišťují hrubé příjmy z výdělečné činnosti, je období 30 kalendářních roků bezprostředně před rokem přiznání důchodu. Tohoto cílového stavu však bude dosaženo postupně. V případě důchodů přiznávaných v prvním roce účinnosti zákona o důchodovém pojištění (tj. v roce 1996) bylo rozhodné období desetileté, určené roky 1986 až 1995. Za každý další rok účinnosti zákona o důchodovém pojištění se toto desetileté období prodlužuje o jeden rok.

Ročními vyměřovacími základy jsou skutečně dosažené vyměřovací základy (v podstatě "hrubé příjmy") za jednotlivé kalendářní roky rozhodného období (s výjimkou kalendářního roku, který bezprostředně předchází roku přiznání důchodu) vynásobené tzv. koeficientem nárůstu všeobecného vyměřovacího základu.

Koeficient nárůstu všeobecného vyměřovacího základu se určuje za použití příslušných všeobecných vyměřovacích základů (stanoví vláda nařízením do 30. září následujícího kalendářního roku ve výši průměrné měsíční mzdy za kalendářní rok zjištěné ČSU) a přepočítacího koeficientu (stanoví vláda nařízením podle údajů ČSU o průměrné měsíční mzdě za stanovená pololetí - určuje se jako podíl průměrné měsíční mzdy za první pololetí kalendářního roku, který o jeden rok předchází roku přiznání důchodu, a průměrné měsíční mzdy za první pololetí kalendářního roku, který o dva roky předchází roku přiznání důchodu). Koeficient nárůstu všeobecného vyměřovacího základu se stanoví jako podíl všeobecného vyměřovacího základu za kalendářní rok, který o dva roky předchází roku přiznání důchodu, vynásobeného přepočítacím koeficientem, a všeobecného vyměřovacího základu za kalendářní rok, za který se vypočítává roční vyměřovací základ.

Osobní vyměřovací základ je měsíční průměr úhrnu ročních vyměřovacích základů. Při stanovení osobního vyměřovacího základu se z rozhodného období, z něhož se zjišťují příjmy pro výpočet důchodu, vylučují některé zákonem stanovené doby, tzv. vyloučené doby (v podstatě náhradní doby pojištění spadající do rozhodného období a některé další v zákoně o důchodovém pojištění taxativně vyjmenované doby), takže nedojde k jeho "rozmělnění".

Výpočtový základ se zjistí redukcí osobního vyměřovacího základu. Při přijetí zákona o důchodovém pojištění se pro stanovení výpočtového základu započítávala částka osobního vyměřovacího základu do 5 000 Kč v plné výši, z částky osobního vyměřovacího základu nad 5 000 Kč do 10 000 Kč se počítalo 30% a z částky nad

10 000 Kč se počítalo 10%. Tyto hranice redukce zvyšuje vláda nařízením, a to od 1. ledna. Pro důchody přiznávané ode dne spadajícího do roku 2007 činí hranice redukcí 9 600 Kč a 23 300 Kč.

Stát garantuje systém ekonomicky i právně:

- systém je spravován státní institucí (Česká správa sociálního zabezpečení); příjmy a výdaje systému jsou součástí státního rozpočtu, v němž je zaveden zvláštní účet důchodového pojištění)
- všechny dávky jsou nárokové (při splnění zákonem stanovených podmínek je na ně nárok) a přezkoumatelné soudem

Přijetí zákona o důchodovém pojištění přineslo oproti dřívějšímu stavu řadu pozitivních prvků, zejména z dlouhodobého hlediska:

- zahájení procesu postupného zvyšování věkové hranice pro odchod do starobního důchodu pro muže o 2 měsíce a pro ženy o 4 měsíce za rok
- postupné prodlužování rozhodného období, za které jsou zjišťovány výdělků pro stanovení výše procentní výměry důchodu (cílové období 30 kalendářních roků) a tím zvyšování závislosti výše důchodu na celoživotní ekonomické aktivitě
- dynamická konstrukce výpočtu zohledňující určitým způsobem obecný mzdový vývoj
- zrovnoprávnění mužů v nárocích na pozůstalostní důchod poskytováním vdoveckého důchodu v podstatě za obdobných podmínek jako je poskytován ženám vdovský důchod

Zvyšování vyplácených důchodů (základní pravidla):⁶

- vyplácené důchody se zvyšují pravidelně každý rok v lednu; odchýlný postup je stanoven pouze při velmi nízké inflaci (zvýšení by činilo méně než 2 %) a při vysoké inflaci (aspoň 10 %)
- zvýšení důchodů se stanoví tak, aby u průměrného starobního důchodu činilo nejméně 100 % růstu cen a dále též nejméně jedni třetinu růstu reálné mzdy

⁶ Ministerstvo práce a sociálních věcí

- konkrétní částku zvýšení stanoví vláda nařízením, přičemž zvýšení může být vyšší než zvýšení, které zákon stanoví jako minimální
- růst úhrnného indexu spotřebitelských cen za domácnosti celkem je při pravidelném zvýšení od ledna zjišťován v období dvanácti měsíců, a to do července kalendářního roku přecházejícího roku zvýšení důchodů
- v mimořádném termínu se důchody zvýší, pokud růst cen ve sledovaném období dosáhl aspoň 10 %; o takovém zvýšení rozhodne vláda do 50 dnů od posledního dne kalendářního měsíce, v němž došlo ke splnění uvedené podmínky

Český důchodový systém se skládá ze dvou částí:

- Prvním pilířem je povinné základní důchodové pojištění, dávkově definované (DB) a průběžně financované (PAYGO). Je univerzální a zabezpečuje všechny ekonomicky aktivní osoby, právní úprava je jednotná pro všechny pojištěnce, neexistují speciální odvětvová schémata apod. Pouze v oblasti organizačního a administrativního zabezpečení platí určité odchylky pro tzv. silové resorty (např. vojáci, policisté, celníci, hasiči). Důchod ze základního důchodového pojištění pobírá více než 99 % obyvatel ve věku vyšším, než je věková hranice pro nárok na starobní důchod.
- Vedle toho existuje dobrovolné doplňkové, příspěvkově definované (DC), kapitálově financované penzijní připojištění se státním příspěvkem. Penzijní připojištění se státním příspěvkem je možno podle terminologie EU považovat za třetí pilíř důchodového systému. Součástí třetího pilíře jsou i produkty komerčních pojišťoven - zejména životního pojištění. Důchody přiznávané ze třetího pilíře se zatím podílejí na příjmech důchodců zanedbatelnou měrou. V členských státech EU obvyklý druhý pilíř (zaměstnavatelské penzijní systémy) v českém důchodovém systému neexistuje.

Ze základního důchodového pojištění se poskytují tyto důchody:

- starobní (včetně tzv. předčasného starobního důchodu)
- plný invalidní
- částečný invalidní
- vdovský a vdovecký

- sirotčí

Důchod se skládá ze dvou složek:

- ze základní výměry (stanovené pevnou částkou stejnou pro všechny druhy důchodů bez ohledu na délku doby pojištění a výši výdělků)
- z procentní výměry

Jsou-li současně splněny podmínky nároku na výplatu více důchodů téhož druhu nebo na výplatu starobního důchodu, plného invalidního nebo částečně invalidního důchodu, vyplácí se jen jeden důchod, a to vyšší. Jsou-li současně splněny podmínky nároku na výplatu starobního, plného invalidního nebo částečně invalidního důchodu a na výplatu vdovského důchodu nebo vdoveckého důchodu a nebo sirotčího důchodu, vyplácí se vyšší důchod v plné výši a z ostatních důchodů se vyplácí polovina procentní výměry, nestanoví-li zákon o důchodovém pojištění jinak.

O nároku na důchod, jeho výši a výplatě rozhoduje Česká správa sociálního zabezpečení s výjimkou případů, kdy jsou příslušné k rozhodování orgány sociálního zabezpečení ministerstev obrany, vnitra a spravedlnosti (v případě příslušníků ozbrojených sil a sborů).

Starobní důchody

Pojištěnec má nárok na normální starobní důchod, jestliže získal dobu pojištění (podle § 29 zákona o důchodovém pojištění):

- nejméně 25 let a dosáhl aspoň věku potřebného pro vznik nároku na starobní důchod (dále jen "důchodový věk")
- 15 let a dosáhl aspoň 65 let věku

Pojištěnec má nárok na předčasný dočasně krácený starobní důchod, jestliže získal dobu pojištění nejméně 25 let (podle § 30 zákona o důchodovém pojištění):

- ke dni, od něhož má být důchod přiznán, je poživatelem částečně invalidního důchodu (příp. se mu tento důchod nevyplácí pro výši příjmů), pokud mu do dosažení důchodového věku chybí nejvýše dva roky

- pobíral plný invalidní důchod nepřetržitě aspoň po dobu pěti let, pokud nárok na tento důchod zanikl a ke dni jeho odnětí do dosažení důchodového věku chybí nejvýše pět let

Podle předpisů platných před 1. lednem 1996 činila věková hranice pro nárok na starobní důchod (podle § 32 zákona o důchodovém pojištění):

- u mužů 60 let
- u žen
 - 53 let, pokud vychovaly aspoň 5 dětí
 - 54 let, pokud vychovaly 3 nebo 4 děti
 - 55 let, pokud vychovaly 2 děti
 - 56 let, pokud vychovaly 1 dítě
 - 57 let, pokud nevychovaly žádné dítě

Zákon o důchodovém pojištění zavedl mj. postupné zvyšování věkové hranice pro nárok na starobní důchod (dále jen "důchodový věk"). Důchodový věk pojištěnce se stanoví tak, že se ke kalendářnímu měsíci, ve kterém dosáhl shora uvedené věkové hranice, přičítají u mužů 2 a u žen 4 kalendářní měsíce za každý i započatý kalendářní rok z doby po 31. prosinci 1995 do dosažení shora uvedené věkové hranice.

Výše normálního starobního důchodu (podle § 33 a 34 zákona o důchodovém pojištění):

- Výše důchodu se skládá ze dvou složek, a to ze základní výměry a z procentní výměry. Výše základní výměry důchodu činí od 1. ledna 2008 1 700 Kč měsíčně. Výše procentní výměry důchodu činí za každý celý rok doby pojištění získané do vzniku nároku na tento důchod 1,5 % výpočtového základu. Do doby pojištění se započítává i tzv. náhradní doba pojištění (§ 5 zákona o důchodovém pojištění), avšak pouze v rozsahu 80 %, pokud jde o dobu studia, dobu vedení v evidenci úřadu práce jako uchazeči o zaměstnání, jestliže náleží podpora v nezaměstnanosti nebo podpora při rekvalifikaci a v rozsahu tří let také doba, kdy uvedené dávky nenáleží, doby, po kterou jsou osoby se zdravotním postižením zařazené v teoretické a praktické přípravě pro zaměstnání nebo jinou výdělečnou činnost, doba výkonu civilní služby a doba pobírání plného invalidního důchodu; v plném

rozsahu se započítávají náhradní doby pojištění, pokud jde o dobu výkonu základní vojenské služby, dobu péče o dítě do dosažení stanoveného věku a dobu péče o bezmocnou osobu. Výše procentní výměry se zvyšuje za dobu výdělečné činnosti vykonávané po vzniku nároku na důchod, a to za každých celých 90 kalendářních dnů o 1,5 % výpočtového základu. Výše procentní výměry důchodu činí nejméně 770 Kč měsíčně.

Výše předčasného dočasně kráceného starobního důchodu (podle § 35 zákona o důchodovém pojištění):

- Výše důchodu se stanoví obdobně jako v případě normálního starobního důchodu s tím, že se procentní výměra odpovídající získané době pojištění krátí o 1,3 % výpočtového základu za každých i započatých 90 kalendářních dní z doby ode dne přiznání důchodu do dosažení důchodového věku. Výše procentní výměry důchodu se pojištěnci, který po vzniku nároku na tento důchod vykonával do dosažení důchodového věku výdělečnou činnost a nepobíral přitom důchod, přepočte, a to s přihlédnutím k nově získané době pojištění. Po dosažení důchodového věku vzniká nárok na normální (nekrácený) starobní důchod.

Výše předčasného trvale kráceného starobního důchodu (podle § 36 zákona o důchodovém pojištění):

- Výše důchodu se stanoví obdobně jako v případě předčasného dočasně kráceného starobního důchodu s tím, že procentní sazba snížení procentní výměry činí 0,9 % výpočtového základu. Výše procentní výměry důchodu se pojištěnci, který po vzniku nároku na tento důchod vykonával do dosažení důchodového věku výdělečnou činnost a nepobíral přitom důchod, přepočte, a to s přihlédnutím k nově získané době pojištění.

Souběh starobního důchodu s příjmem z výdělečné činnosti (podle § 37 zákona o důchodovém pojištění):

- Výplata normálního starobního důchodu náleží osobám vykonávajícím výdělečnou činnost na základě pracovněprávního vztahu, jen pokud je tento vztah sjednán na dobu určitou, nejdéle však na dobu jednoho roku, lze-li jej podle

zvláštních právních předpisů na tuto dobu sjednat. Výplata předčasného dočasně i trvale kráceného starobního důchodu nenáleží do dosažení důchodového věku, pokud je vykonávána výdělečná činnost nebo je poskytována podpora v nezaměstnanosti nebo podpora při rekvalifikaci; ode dne dosažení důchodového věku platí stejná pravidla jako v případě normálního starobního důchodu.

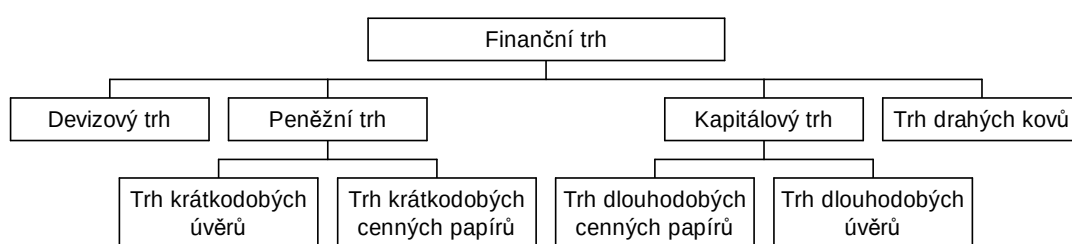
Podávání žádosti o důchod (podle § 82 zákona č. 582/1991 Sb., o organizaci a provádění sociálního zabezpečení):

- Žádosti o přiznání dávky důchodového pojištění sepisuje s občany okresní správa sociálního zabezpečení příslušná podle místa trvalého pobytu občana nebo místem hlášeného pobytu v ČR, jde-li o cizince. Za občany, kteří vzhledem ke svému zdravotnímu stavu nemohou sami podávat žádost o dávku důchodového pojištění, mohou s jejich souhlasem a na základě potvrzení lékaře o zdravotním stavu těchto občanů podat tuto žádost jejich rodinní příslušníci. Za občany, kteří nemají rodinné příslušníky, může podat tuto žádost jiný občan na základě plné moci. Žádost lze podat nejdříve tři měsíce přede dnem, od kterého občan žádá dávku důchodového pojištění přiznat. Okresní správa sociálního zabezpečení je povinna sepsat žádost o dávku důchodového pojištění; nesmí odmítnout sepsání žádosti, a to i když má za to, že občan nesplňuje podmínky stanovené pro nárok na dávku důchodového pojištění nebo není-li žádost občana doložena potřebnými doklady. Zaměstnavatel je povinen do 8 dnů ode dne, kdy obdržel výzvu okresní správy sociálního zabezpečení sepisující žádost o dávku důchodového pojištění, sdělit písemně požadované údaje.

3. Analýza problému a současná situace

3.1. Cenné papíry českého kapitálového trhu

Systém českého kapitálového trhu tvoří dlouhodobé zde obchodovatelné finanční instrumenty (zejména cenné papíry), specializované finanční instituce a ostatní účastníci trhu, kteří na základě tržně určených finančních vztahů zde buď sami realizují obchody nebo vykonávají ostatní činnosti spojené s jeho funkcí. Protože je subsystémem celého finančního trhu, je rovněž regulován státem a to jak legislativně, tak i prostřednictvím k tomu kompetentních státních orgánů.



Zdroj: Oldřich Rejnuš, Teorie a praxe obchodování s cennými papíry

Obrázek 1. Členění finančního trhu

Cenné papíry upravuje Zákon č. 591/1992 Sb. o cenných papírech. Přitom obecná klasifikace je obtížná, protože cenné papíry nyní mohou existovat jednak v podobě listiny, tedy cenné papíry „hmotné“, jednak v podobě zaknihované, tedy cenné papíry dematerializované, nehmotné. V druhém případě zde o cenných papírech mluvit jen zprostředkovaně. Nebylo-li by zároveň listinných cenných papírů, nebylo by možné zaknihované cenné papíry vůbec za cenné papíry považovat, ale šlo by o práva svého druhu.

Podstata cenných papírů spočívá v tom, že určité právo je vtěleno do jistého hmotného podkladu a nadále je s tímto podkladem spojeno.⁷ Tedy existuje jen v návaznosti na tento hmotný podklad. Již sám název cenný papír ukazuje, že nejčastějším a nejtypičtějším hmotným nositelem těchto práv je právě určitý list papíru. Nemusí však tomu nutně tak být a podkladem cenného papíru může být cokoli, textil, dřevo, umělá hmota, kov, kámen a cokoli dalšího schopného nést vyznačený závazek.

⁷ SOTOLÁŘ, A. – ŠÁMAL, P. – PÚRY, F. *Trestná činnost na českém kapitálovém trhu a v bankovní sféře*. Vydal institut Ministerstva spravedlnosti České republiky – svazek 58, 1998, str. 8

Závazky z cenných papírů jsou rovněž závazkovými vztahy, které mají svého dlužníka a věřitele. Jde však o to, jak jsou tito definováni. Dlužníkem je ten, kdo je obsahem cenného papíru zavázán k nějakému plnění, věřitelem pak ten, kdo je jím legitimován, a především ten, kdo je pánem listiny, kdo ji řádně drží.

Druhy cenných papírů

Druhy cenných papírů podle podoby

Podobou rozumíme, zda cenný papír je vydán jako listina nebo zaknihováním.⁸ Každý cenný papír může být vydán jako listina. Akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny nebo jiné cenné papíry, o kterých by tak stanovil zvláštní zákon, mohly by být vydány i v podobě zaknihované.

Druhy cenných papírů podle formy

Ustanovení § 3 zákona o cenných papírech rozumí formou cenného papíru rozlišování cenných papírů na doručitele, na řadu a na jméno.

Cenné papíry na doručitele svědčí každému jejich držiteli. Proto v těchto cenných papírech nemusí být uveden oprávněný a při převodu je nový majitel legitimován již tím, že se jich uchopí. Jejich výhoda spočívá ve snadné manipulaci s těmito papíry. Naopak jejich nevýhodou je, že formálně tyto papíry svědčí úplně každému, tedy i tomu, kdo je získá neprávem.

Konkrétně se potom jedná o:

- Akcie – Obchodní zákoník
- Zatímní listy – Obchodní zákoník
- Podílové listy – Zákon o investičních společnostech a investičních fondech
- Dluhopisy – Zákon o dluhopisech u obligací, hypotečních zástavních listů a státních pokladničních poukázek a Občanský zákoník u vkladových listů a depozitních certifikátů
- Investiční kupony – Zákon o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby
- Listinné kupony – Zákon o cenných papírech
- Opční listy – Obchodní zákoník

⁸ SOTOLÁŘ, A. – ŠÁMAL, P. – PÚRY, F. *Trestná činnost na českém kapitálovém trhu a v bankovní sféře*. Vydal institut Ministerstva spravedlnosti České republiky – svazek 58, 1998, str. 10

- Šeky – Obchodní zákoník
- Náložné listy – Obchodní zákoník
- Skladištní listy – obchodní zákoník
- Jiné listiny, které jsou za cenné papíry prohlášeny zvláštními právními předpisy

Základní charakteristika jednotlivých druhů cenných papírů

Akcie

Jedná se o cenný papír s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se na jejím řízení, zisku a likvidačním zůstatku při jejím zániku.⁹ Je-li společností vydáno více druhů akcií, nemusí mít všechny stejnou nominální hodnotu, přičemž jejich jednotlivé emise mohou být jak v zaknihované tak i listinné podobě a mohou s sebou nést i různá práva. Co se však týká akcií téhož druhu, práva s nimi spojené musí být vždy stejná. Součet jmenovitých hodnot všech vydaných akcií musí odpovídat výši základního kapitálu akciové společnosti, za jejíž závazky akcionáři neručí.

Kmenové akcie – jedná se o standardní akcie akciové společnosti se všemi právy a povinnostmi, které určuje zákon a statuty akciové společnosti. Je to nejrozšířenější a nejobchodovanější typ akcií na veřejném kapitálovém trhu.¹⁰

Prioritní akcie – existence prioritních akcií musí korespondovat se statuty akciové společnosti, přičemž souhrn všech jmenovitých hodnot nesmí překročit polovinu jejího základního kapitálu. Jedná se o akcie, s nimiž může být spojeno přednostní právo týkající se dividend nebo podílu na likvidačním zůstatku společnosti.¹¹

Zatímní listy

Zatímní list je cenným papírem na řad, se kterým jsou spojena práva vyplývající z akcií, které zatímní list nahrazuje, a povinnost splatit jejich emisní kurs.¹²

Obchodní zákoník umožňuje, aby upisovatel, který doposud nesplatil celý emisní kurz upsaných akcií před zápisem společnosti do obchodního rejstříku, obdržel po jejím

⁹ Obchodní zákoník, § 155

¹⁰ REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha:Computer Press 2003, 257 s. ISBN 80-7226-571-7, str. 182

¹¹ REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha:Computer Press 2003, 257 s. ISBN 80-7226-571-7, str. 183

¹² Obchodní zákoník, § 176

zápisu od společnosti bez zbytečného odkladu zatímní list, nahrazující všechny jím upsané, ale doposud ještě nesplacené akcie jednoho druhu.

Podílové listy

Jsou to cenné papíry se kterými je spojen podíl podílníka na majetku v podílovém fondu a právo na vyplacení podílu na zisku z hospodaření s majetkem v podílovém fondu, a pokud to stanoví statut podílového fondu a v rozsahu a za podmínek stanovených tímto statutem.¹³ Podílové listy stejného podílového fondu a stejné hodnoty zakládají stejná práva všech podílníků.

Dluhopisy

Jsou zastupitelné cenné papíry s nimiž je spojeno právo požadovat splacení dlužné částky ve jmenovité hodnotě dluhopisu ke dni jeho splatnosti a vyplacení výnosů z něho plynoucích k předem určeným datům, jakož i povinnost jeho emitenta tato práva uspokojit. Je rovněž umožněno, aby emitent splatil jím emitované dluhopisy přede dnem jejich splatnosti včetně poměrného výnosu, avšak pouze v souladu s emisními podmínkami.¹⁴ V České republice může být emitentem dluhopisu pouze právnická osoba, přičemž celkový objem každé emise dluhopisů ve jmenovité hodnotě nesmí být nižší než částka v českých korunách, která odpovídá 200 000 EUR. Dluhopisy mohou být emitovány buď na doručitele (majitele) nebo na jméno, přičemž se může jednat jak o cenné papíry zaknihované, tak i listinné.

Listinné kupony

Lze je vydávat pro uplatnění práva na výnos a to jak z akcie, zatímního listu, dluhopisu nebo podílového listu. Vydávají se v kuponovém archu, jehož součástí může být talon, z něhož plyne právo na vydání nového kuponového archu.¹⁵ Talon však není cenným papírem.

Listinné kupony lze vydávat pouze na doručitele a mohou být jak v listinné, tak i zaknihované podobě.

¹³ Zákon o investičních společnostech a investičních fondech

¹⁴ Zákon o dluhopisech

¹⁵ REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha:Computer Press 2003, 257 s. ISBN 80-7226-571-7, str. 185

Opční listy (warranty)

Opční listy je oprávněna vydávat pouze akciová společnost a to pro uplatnění přednostního práva na jí nově emitované akcie nebo vyměnitelné či prioritní dluhopisy.¹⁶

3.2. Finanční instituce kapitálového trhu a ostatní licencované subjekty

Na českém kapitálovém trhu působí řada finančních institucí a dalších licencovaných subjektů, které jsou nezbytné k funkci kapitálového trhu jako celku. Ve smyslu české legislativy se jedná o tyto instituce a subjekty:

- Středisko (Středisko cenných papírů)
- Burza cenných papírů (Burza cenných papírů Praha)
- Organizátor mimoburzovního trhu (RM.Systém)
- Osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry
- Obchodník s cennými papíry
- Makléř
- Investiční společnost
- Investiční fond
- Depozitář

Středisko

Středisko cenných papírů je ze zákona právnickou osobou, kterou v důsledku rozhodnutí o zavedení zaknihovaných cenných papírů zřídil stát v roce 1993.¹⁷ Jeho základním posláním je evidovat veškeré operace týkající se zaknihovaných a mobilizovaných cenných papírů, které vede zároveň ve dvou systémech evidence a to jednak na účtech majitelů cenných papírů a v registrech emitentů. Provádí rovněž informační servis pro jednotlivé účastníky finančního trhu.

¹⁶ Obchodní zákoník, § 217

¹⁷ REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha:Computer Press 2003, 257 s. ISBN 80-7226-571-7, str. 187

Burza cenných papírů

Burza cenných papírů Praha, a.s. je největším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. Je založena na členském principu, což znamená, že přístup do burzovního obchodního systému mají pouze licencovaní obchodníci s cennými papíry, kteří jsou členy burzy. Prostřednictvím svých členů burza organizuje poptávku a nabídku kótovaných cenných papírů, investičních nástrojů, popř. jiných nástrojů kapitálového trhu.

Burza nabízí svým klientům dva základní obchodní systémy:¹⁸

- Pro velké a střední investory obchodní systém SPAD
- Pro drobné investory obchodní moduly Aukce a Kontinuál

Organizátor mimoburzovního trhu

Organizátorem mimoburzovního trhu může být pouze akciová společnost se sídlem na území České republiky, která má povolení ČNB k organizování veřejného trhu. V České republice tuto činnost vykonává „RM-Systém a.s.“

Akciová společnost RM-SYSTÉM působí od roku 1993 jako organizátor mimoburzovního trhu s cennými papíry.¹⁹ Činnost mimoburzovního trhu RM-S je založena na zákaznickém principu a proto není přístup na trh RM-S nijak omezen. Zákazníkem se může stát jakákoliv fyzická či právnická osoba bez ohledu na to zda je občanem České republiky či nikoliv.

Osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry

Vypořádávání obchodů s investičními instrumenty je podnikání, které může vykonávat pouze akciová společnost se sídlem na území České republiky na základě České národní banky.²⁰ Tato činnost spočívá v organizování a provozování systému vypořádání závazků z obchodů s investičními, resp. i jinými instrumenty kapitálového trhu pro alespoň tři účastníky vypořádacího systému, jimiž mohou být banky, obchodníci s cennými papíry, Středisko cenných papírů a další osoby, které se na činnosti vypořádacího systému podílejí. V současné době existuje v České republice

¹⁸ URL: http://www.pse.cz/obchodovani/promptni_trh.asp

¹⁹ URL: http://www.rmsystem.cz/osp/osp_udaj.asp

²⁰ Zákon o cenných papírech

pouze jedna osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry: je jí „ UNIVYC a. s. “, vykonávající tuto činnost pro BCPP.²¹

Obchodník s cennými papíry

Jedná se o obchodní firmu, kterou může být pouze akciová společnost se sídlem na území České republiky nebo pobočka obchodníka s cennými papíry se sídlem v zahraničí.²² Rozsah její činnosti je obecně vymezen Zákonem o cenných papírech, konkrétně pak, pokud se týká jednotlivých obchodníků s cennými papíry, v povolení udělené jim Českou národní bankou. Pro všechny obchodníky s cennými papíry však bez rozdílu platí, že své odborné činnosti mohou vykonávat pouze s pomocí makléře.

Makléř

Jedná se o fyzickou osobu, která splnila předepsané odborné kvalifikační předpoklady a obdržela k výkonu této funkce povolení od České národní banky, ve kterém je stanoven druh jeho odborné specializace podle druhu složené makléřské zkoušky.²³ Pokud makléř vykonává svou činnost pro obchodníka s cennými papíry, může tuto činnost vykonávat pouze pro jednoho obchodníka, k němuž musí být v pracovním poměru.

Investiční společnost

Jde o obchodní společnost mající formu akciové společnosti, jejímž výhradním předmětem podnikání je kolektivní investování, vykonávané na základě povolení České národní banky.

Investiční fond

Jedná se o obchodní společnost, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování. Investiční fond je českou legislativou rovněž definován jako samostatný právní ekonomický subjekt, který hospodaří se svým majetkem sám, nebo může

²¹ REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha:Computer Press 2003, 257 s. ISBN 80-7226-571-7, str. 187

²² REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha:Computer Press 2003, 257 s. ISBN 80-7226-571-7, str. 187

²³ Zákon o cenných papírech

obhospodařování svého majetku svěřit pouze investiční společnosti na základě obhospodařovatelské smlouvy a to v souladu se svým statutem.²⁴

Depozitář

Jde o funkci vykonávanou výhradně obchodní bankou a to na základě uzavřené depozitářské smlouvy, která spočívá ve vedení oddělených běžných účtů jak investiční společnosti, tak investičních a podílových fondů, tak i průběžné kontrole.²⁵ Depozitář je odpovědný za škodu, kterou způsobil.²⁶

Orgány státního dozoru

V souvislosti s integrací dohledu nad finančním trhem do České národní banky ukončila ke dni 31. 3. 2006 Komise pro cenné papíry svoji činnost. Veškerou její agendu převzala od 1. 4. 2006 ČNB.

Při své činnosti ČNB sleduje zejména naplnění těchto cílů:

- ochrana investorů
- transparentnost trhu
- boj s finanční kriminalitou
- vzdělávání investorů
- podpora emisní aktivity společností

3.3. Analýza cenných papírů kolektivního investování

Kolektivní investování je významné jak pro drobné investory, tak i pro ekonomiku každého vyspělého státu, přičemž obecně existují dva jeho základní modely:

- Kolektivní investování prostřednictvím investičních fondů
- Kolektivní investování prostřednictvím podílových fondů

Investování prostřednictvím investičních fondů

V tomto případě nakupuje drobný investor akcie různě zaměřených investičních fondů, které jsou akciovými společnostmi, a to se všemi právy i riziky, které spoluúčast na podnikání každé akciové společnosti s sebou přináší. Management nebo správce

²⁴ Zákon o investičních společnostech a investičních fondech

²⁵ Zákon o investičních společnostech a investičních fondech

²⁶ Obchodní zákoník

každého investičního fondu, který je samostatným právním subjektem, takto získané peněžní prostředky dále reinvestuje v souladu s podmínkami statutu fondu a usneseními valné hromady.

Investování prostřednictvím podílových fondů

Na rozdíl od fondů investičních nejsou podílové fondy samostatnými právními subjekty, takže musí být vždy spravovány investiční společností. Proto proces investování probíhá tak, že drobní investoři nakupují od investiční společnosti, která příslušný fond spravuje, nikoli akcie, ale podílové listy. Tím se nestávají akcionáři ani investiční společnosti, ani podílového fondu, ale jsou pouze podílníky na majetku příslušného podílového fondu, do kterého vložili svoje prostředky. Investiční společnost jim tento majetek za úplatu spravuje rovněž v souladu se statutem fondu.

Ať už se jedná o kterýkoli z těchto způsobů kolektivního investování, oba přinášejí jeho účastníkům výhody. Investorům v tom, že jim zajišťují stálou likviditu vložených prostředků a diverzifikují riziko. Tím, že snižují informační a transakční náklady a umožňují i nákupy takových titulů, ke kterým by se drobný investor normálně nedostal, jim většinou přinášejí i vyšší výnosy než např. v případě držení úspor u komerčních bank.

3.3.1. Investiční strategie při kolektivním investování

Za cenné papíry kolektivního investování je možno obecně považovat akcie investičních fondů a podílové listy fondů podílových, přičemž se v obou těchto případech jedná o majetkové cenné papíry. Před jejich případným nákupem je však nutno vzít v úvahu, že přestože se v obou případech jedná o cenné papíry kolektivního investování, vykazují navzájem velmi odlišné vlastnosti. Navíc i vzhledem k tomu, že existují dva různé typy podílových fondů, a to uzavřené a otevřené, existují i mezi vlastnostmi jimi emitovaných podílových listů značné rozdíly, které je rovněž třeba uvažovat.

Specifika investic do akcií investičních fondů

Při zvažování investic realizovaných nákupem akcií investičních fondů, musí vzít potenciální investor v první řadě v úvahu tu skutečnost, že přestože je investiční fond akciovou společností a emituje akcie, které jsou povinně obchodovatelné na veřejném

kapitálovém trhu, nejedná se ve srovnání s akcemi klasických podniků o akcie stejných vlastností.

Investiční fondy jsou sice z právního hlediska samostatnými právními subjekty, ale vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o instituce kolektivního investování, vztahují se na ně ve srovnání s klasickými akciovými společnostmi přísnější pravidla, jimiž každý vyspělý stát chrání své občany vkládající své uspořené peníze na finanční, resp. v tomto případě na kapitálový trh.

Základní specifickou vlastností investičních fondů je to, že vzhledem k tomu, že jsou samostatnými právními subjekty, se mohou spravovat buď samy, nebo mohou být spravovány investičními společnostmi. Výše uvedené skutečnosti jsou důležité zejména z toho důvodu, že spravované investiční fondy platí za svoji případnou správu ve statutu fondu stanovené poplatky, které sice fondy spravující se samy neplatí, ale naproti tomu zase musí platit svůj management a všechny ostatní náklady s fungováním fondu spojené.

V první řadě je proto nutno věnovat pozornost správci investičního fondu, resp. v případě fondu, který se spravuje sám, je nutno zjistit skladbu a rozložení jeho nejvýznamnějších vlastnických podílů. Je to nutné z toho důvodu, že existuje empiricky prokázaná zkušenost, že hodnoty kurzů akcií investičních fondů do značné míry odvisí od důvěry investorů v jejich správce, resp. od důvěry, kterou v investorech vzbuzuje jejich management, jehož složení mnohdy závisí na vůli největších akcionářů fondu. Ti mají totiž jak největší vliv při volbě a obsazování míst v jeho statutárních orgánech, tak i při prosazování svých zájmů na valných hromadách.

Dalším důležitým faktorem je velikost diskontu nebo prémie. Jedná se o velmi významný ukazatel, který s předchozím faktorem poměrně úzce souvisí. Vypočítá se takto:

$$[1 - (\text{Kurz akcie} / \text{Majetek připadající na akcii})] \cdot 100 \quad / \% ^{27}$$

Pokud je kurz akcie nižší než tržní hodnota majetku investičního fondu připadajícího na jednu akcii, potom se jedná o tzv. diskont. Pokud je naopak tržní hodnota majetku připadající na jednu akcii nižší než kurz, nazývá se tento rozdíl, který by v rámci provedeného výpočtu podle výše uvedeného vzorce vyšel jako záporné číslo, premií. Je-li výše diskontu vyšší než cca 10 - 15 procent, má se obecně za to, že buď

²⁷ STEIGAUF, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 52

správce fondu nebo jeho vedení nemá dostatečnou důvěru investorů.²⁸ Je-li však naopak místo diskontu dosaženo prémie, může to vypovídat buď o neobvyklé situaci, v níž se investiční fond právě nachází, nebo o vysoké důvěře v kvality jeho správce nebo managementu.

Specifika investic do podílových listů podílových fondů

V případě investic do podílových listů podílových fondů je třeba brát v úvahu, že podílové fondy nejsou právními subjekty a proto nevydávají akcie, ale podílové listy. Tato skutečnost znamená, že musí být vždy spravovány investiční společností přičemž vložené prostředky investora zůstávají jeho majetkem a investiční společnost mu je pouze spravuje v rámci příslušného podílového fondu.

Na kapitálových trzích existují dva druhy podílových fondů, kterými jsou:

- Podílové fondy uzavřené
- Podílové fondy otevřené

Tyto fondy se navzájem podstatně liší, a proto je na investorovi, aby se ještě před provedením investice rozhodl, do kterého z těchto dvou druhů podílových fondů umístí své volné peněžní prostředky.

Zvláštnosti investic do podílových listů uzavřených podílových fondů

Tento typ podílových fondů je charakteristický tím, že počet, doba vydávání podílových listů i délka jejich existence jsou zákonem omezeny, což musí být zakotveno i v jejich statutech.²⁹ Pokud se investor rozhodne do těchto fondů investovat a zakoupí jejich podílové listy, musí si předem uvědomit, že nemá právo na jejich odkup, ale že s nimi může pouze obchodovat na kapitálovém trhu. Z výše uvedených důvodů bývá u tohoto fondu často nezanedbatelná výše diskontu. Ta bývá často vyšší než u investičních fondů, přičemž k jeho hodnotě se investor zpravidla před ukončením existence fondu nedostane. Proto je při investicích do tohoto druhu fondů nutno přísně respektovat všechny faktory související s diskontem, jako v případě fondů investičních, přičemž je nutno brát navíc v úvahu i to, že podílový fond není právním subjektem, a

²⁸ STEIGAUF, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 54

²⁹ STEIGAUF, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 70

proto zde neexistuje ani valná hromada, kde by mohl investor své zájmy prezentovat. Je tedy velmi závislý na serióznosti a odborných kvalitách investiční společnosti, která fond spravuje.

Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem nelze investování do uzavřených podílových fondů považovat za bezpečný druh investic a z toho důvodu proto jsou tyto fondy ve většině zemí buď velmi přísně regulovány, nebo nejsou vůbec povoleny (např. Německo, Švýcarsko).

Zvláštnosti investic do podílových listů otevřených podílových fondů

Základní odlišností otevřených podílových fondů vzhledem k fondům uzavřeným je to, že jejich velikost, resp. počty jimi emitovaných podílových listů nejsou zákonem nijak omezovány a závisejí pouze na zájmu investorů a množství peněz, které do příslušného podílového fondu vloží. Současně nebývá nijak omezována ani doba upisování podílových listů, ani doba existence fondu. Dalším rozdílem je pak to, že u těchto fondů má investor právo kdykoli požádat investiční společnost, která fond spravuje, o odkoupení svého podílového listu za cenu odpovídající aktuální hodnotě majetku na tento list připadajícího. Z toho zároveň vyplývá, že podílové listy otevřených podílových fondů nebývají obchodovány na organizovaných kapitálových trzích a tudíž u nich neexistuje ani žádný diskont.³⁰

Vzhledem k výše uvedeným vlastnostem, resp. zejména vzhledem k možnosti kdykoliv odprodat podílové listy investiční společnosti, která fond spravuje, za cenu jejich skutečné hodnoty, je možno tento způsob kolektivního investování ve srovnání s oběma předchozími způsoby považovat za nejvýhodnější. Je proto také nejvíce rozšířen a to zejména v zemích kontinentální Evropy (např. v Německu, Švýcarsku, Rakousku a v současné době již zcela jednoznačně i v České republice).

Společné faktory investiční strategie při kolektivním investování

Přes výše uvedené rozdíly v základních parametrech investic do akcií investičních fondů a podílových listů uzavřených a otevřených podílových fondů existuje v rámci investiční strategie celá řada dalších faktorů, které jsou pro všechny výše uvedené formy investic společné a které investoři musí posuzovat bez ohledu na to, jakou právní

³⁰ STEIGAUER, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 75

formu investice si zvolí. Přes skutečnost, že zákony různých zemí nejsou v oblasti kolektivního investování zcela jednotné, mají investiční a podílové fondy ve většině vyspělých zemí povoleno investovat buď do kvalitních, na organizovaných veřejných trzích obchodovaných cenných papírů, nebo v případě investičních fondů i do nemovitostí nebo různých druhů movitých věcí. Zásady jejich investiční strategie však musí být předem zakotveny v jejich statutech.³¹

Jednotlivé fondy, které se stejně jako standardní akciové společnosti navzájem liší svými podnikatelskými záměry, resp. v případě investičních a podílových fondů svým konkrétním investičním zaměřením, vytvářejí a následně spravují svá vlastní, mnohdy značně vzájemně odlišná portfolia, lišící se skladbou do nich zahrnutých aktiv a jejich strukturou. Investiční strategie fondů zakotvené ve statutech jsou proto základní a zároveň i závaznou informací o jejich investičních záměrech a z tohoto důvodu mají též velký vliv na potencionální investory.³² Mimo investičního zaměření však statuty fondů zahrnují i celou řadu dalších, mnohdy velmi významných aspektů, kterými je fond povinen se po celou dobu své existence řídit.

Nejdůležitějšími aspekty statutu každého, ať už investičního nebo podílového fondu jsou:

Zaměření investic a složení portfolia

Z hlediska investorů se jedná o jedno z nejdůležitějších kritérií, protože zaměření investic příslušného fondu a jejich struktura přímo souvisí jak s očekávanými výnosy, tak i s rizikovostí zvažované investice. Proto je tento aspekt jednou z nejvýznamnějších informací, která má velmi významný vliv na případný zájem investorů se na takto orientovaných investicích fondu podílet.

Podle výše rizika a výnosu se fondy dělí na:

³¹ STEIGAUF, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 90

³² STEIGAUF, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 92

Typ fondu	Hlavní druh investice	Investiční horizont	Riziko	Výnos
fondy peněžního trhu	bezpečné a krátkodobé dluhopisy, termínované vklady bank	krátkodobý	nízké	nízký
dluhopisové fondy	střednědobé dluhopisy	střednědobý	střední	střední
smíšené fondy	akcie, dluhopisy, nástroje peněžního trhu	dlouhodobý	střední až vysoké	střední až vysoký
akciové fondy	akcie	dlouhodobý	vysoké	vysoký

Zdroj: Asociace pro kapitálový trh
tabulka 1. Charakteristika fondů

Fondy peněžního trhu

Jedná se o nejbezpečnější fondy vůbec. Vzhledem ke skutečnosti, že investují především do krátkodobých, zároveň i nejbezpečnějších (např. státních) a většinou i velmi likvidních nástrojů peněžního trhu, nenesou prakticky žádné riziko, tudíž ani riziko poklesu hodnoty vlastních akcií (podílových listů), ani riziko insolvence. Na druhé straně se však vyznačují pouze nižšími výnosy.

Fondy akciové

Tento druh fondů bývá naopak všeobecně pokládán jak za jeden z nejrizikovějších, přičemž dosahované výsledky jsou v první řadě odvislé od hospodářských výsledků podniků, jejichž akcie mají ve svém portfoliu, tak i od kolísání jejich kurzů na kapitálových trzích. Při zvažování nákupu akcií (podílových listů) těchto fondů je proto vždy vhodné věnovat pozornost konkrétní skladbě jejich portfolia, resp. tomu, jak kvalitních akcií se investice fondu týkají. Zároveň je ale nutno věnovat pozornost i celkovému vývoji akciových trhů, protože např. v případě rozpoznání spekulativních bublin je třeba včas z fondu vystoupit.

Fondy dluhopisové

Tyto fondy jsou sice ve srovnání s fondy akciovými všeobecně považovány za bezpečnější, opět je však třeba věnovat pozornost skladbě jejich portfolia a to ze dvou pohledů. V první řadě je třeba zjistit, zda v portfoliu fondu převažují méně volatilní dluhopisy s variabilními kupóny, nebo naopak volatilnější dluhopisy s fixní úrokovou sazbou. Za druhé je třeba zhodnotit, jak velké nesou tyto dluhopisy riziko insolvence,

neboli riziko jejich nesplacení příslušným emitentem. Velmi významným faktorem je totiž to, že i mezi dluhopisovými fondy existuje řada fondů vysoce rizikových, majících ve svém portfoliu sice vysoce úročené, ale zároveň i vysoce rizikové obligace.

Fondy smíšené (balancované)

Jsou kombinací dvou výše uvedených základních typů fondů akciových a dluhopisových, přičemž je nutno věnovat pozornost jak procentnímu zastoupení akcií a dluhopisů v jejich portfoliu, tak i jejich kvalitě.

Fondy finančních derivátů

Z obecného pohledu se jedná o poměrně rizikové fondy investující do vybraných druhů finančních derivátů, zejména obchodovatelných kontraktů typu futures a opcí, u nichž se často využívá tzv. pákového efektu. Proto je v těchto případech velmi důležitá zkušenost jejich správce zejména v oblasti strategie jejich zajištění.

Fondy indexové

Tento typ fondů se vyznačuje poměrně vysokou výnosností a transparentností. Jejich aktiva jsou poskládána podle vybraných, často nejvýznamnějších světových akciových indexů a jsou dlouhodobě držena bez ohledu na aktuální vývoj na kapitálovém trhu. Z tohoto důvodu jsou také poplatky za jejich správu minimální

Fondy garantované

Konstrukce těchto fondů využívá finančních derivátů v kombinaci s obvykle velmi kvalitními, zpravidla státními dluhopisy. Skladba portfolia těchto fondů zajišťuje, že hodnota majetku fondu na konci jeho existence nemůže klesnout ani v případě nepříznivého vývoje ekonomiky pod její počáteční úroveň, přičemž možnost jejího růstu je neomezená. Na výnosnost těchto fondů však mají negativní vliv náklady na hedging, neboli na zajištění proti poklesu, což jejich výnosnost poněkud snižuje.

Fondy fondů

Tyto fondy investují buď do akcií jiných investičních fondů, pokud to ovšem legislativa daného státu dovoluje, nebo do podílových listů zejména otevřených

podílových fondů (investice do uzavřených podílových fondů rovněž nejsou v některých státech povoleny). Přes skutečnost, že v tomto případě existuje značná diverzifikace rizika, je nutno brát v úvahu to, že investor musí počítat s dvojími, někdy dokonce i vícenásobnými poplatky, které si srážejí za správu všichni správci fondů, přes které výnosy z cenných papírů projdou.

Fondy reálných aktiv

Předmětem investičního zaměření těchto fondů, především fondů investičních, bývají reálné investice, a to jak investice do nemovitostí, tak i různých věcí movitých (např. typu starožitností, uměleckých předmětů apod.) nebo komodit. Vzhledem ke skutečnosti, že tyto fondy vykazují nejvyšší zhodnocení v době inflace, závisí jejich přitažlivost ve značné míře na výši inflačního očekávání potenciálních investorů.

Tuzemská nebo zahraniční orientace investic

Jedná se o další mimořádně významný investiční faktor informující investora o možném směřování investic buď do tuzemských nebo do zahraničních aktiv. Z tohoto pohledu lze konstatovat, že na jedné straně existují jak investiční, tak i podílové fondy, které se orientují výhradně na investice do tuzemských aktiv, na druhé straně pak existují fondy, které se snaží investovat především v zahraničí, přičemž s pokračující globalizací světového finančního systému tento trend postupně stále více převládá. Vedle investičních fondů takto jednoznačně zaměřených pak existuje převážná většina těch, které kombinují tyto dva druhy investic v různých poměrech.

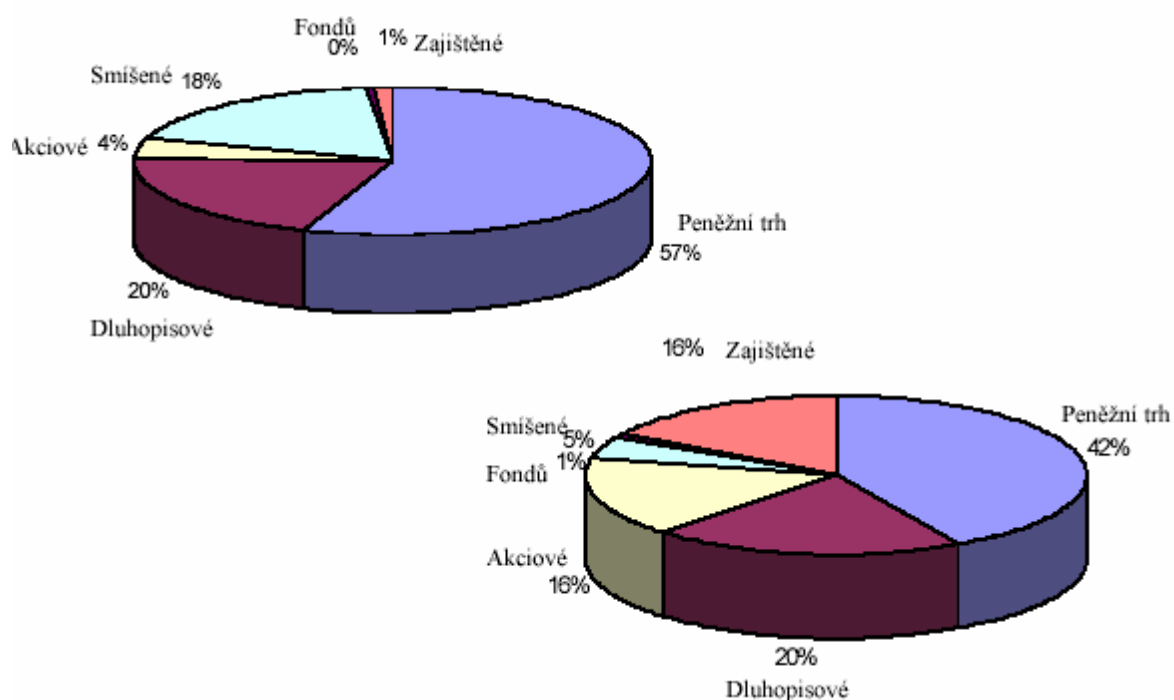
Pro investora jsou investice směřující do zahraničí více spekulativní, znamenají však pro něj i větší míru rizika. Je to v důsledku toho, že mezinárodní investice jsou vždy doprovázeny větším množstvím rizik, která při tuzemských investicích neexistují (např. riziko devizové a pod.). Proto by jej měla motivovat i např. předem určená teritoria nebo přímo státy, do nichž mají být investice fondu směřovány. Tuzemské i zahraniční investice se mohou týkat prakticky všech výše uvedených zaměření.

Následující obrázek znázorňuje stav k 31.12.2006:

domácí fondy

versus

zahraniční fondy



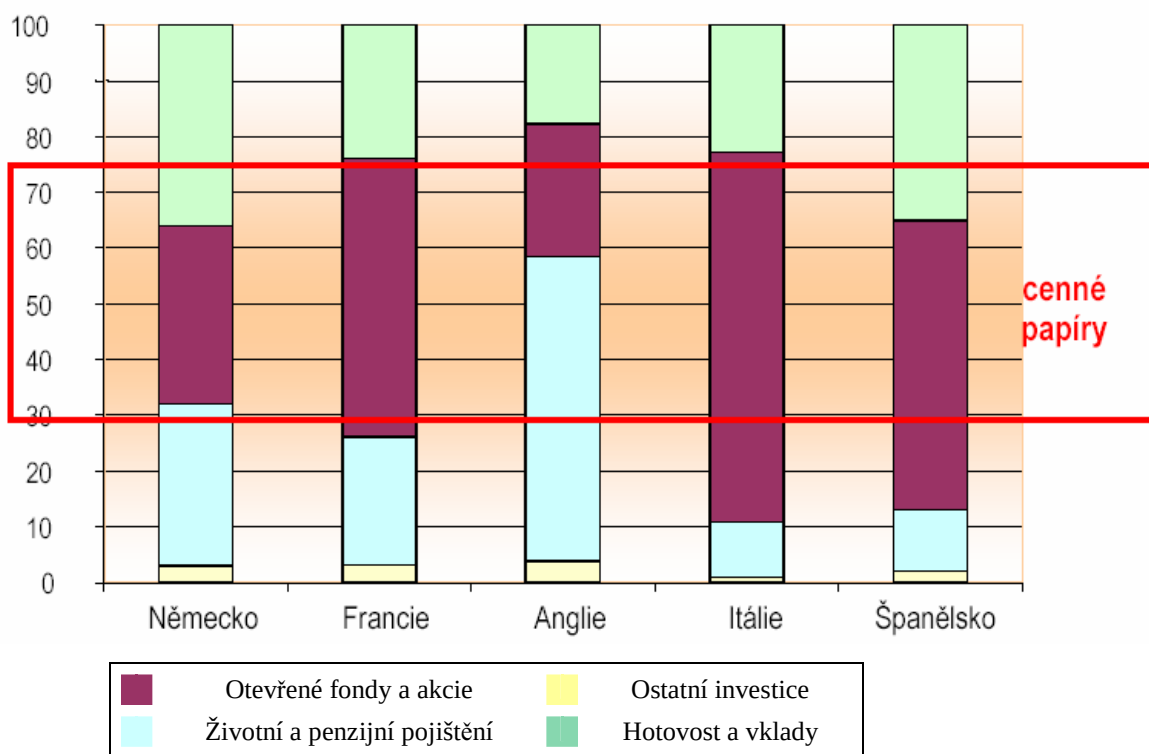
Zdroj: Asociace pro kapitálový trh

Graf 1. Procentuální rozložení různých typů fondů v domácích a zahraničních fondech

3.4. Investování českých domácností v současnosti

Česká republika jako plnohodnotný člen Evropské unie má stále vyspělé západní země v čem dohánět. Týká se to i znalostí lidí při investování. Schopnost efektivně hospodařit se svými penězi je u české populace velmi nízká.

Na struktuře finančních investic českých domácností je zřejmá poměrně velká zaostalost. Extrémně vysoký podíl bankovních vkladů na celkovém jmění tuzemských investorů nemá ve vyspělých zemích Evropské unie obdoby. Hotovost a vklady tvoří v Česku téměř osmdesát procent všech finančních úspor. Jistě bude nějakou chvíli trvat než si tuzemští klienti uvědomí, že investování nejsou jen bankovní vklady. Naproti tomu v zemích Evropské unie je zvykem investovat mnohem více do životního pojištění, penzijních fondů a v neposlední řadě do podílových fondů.



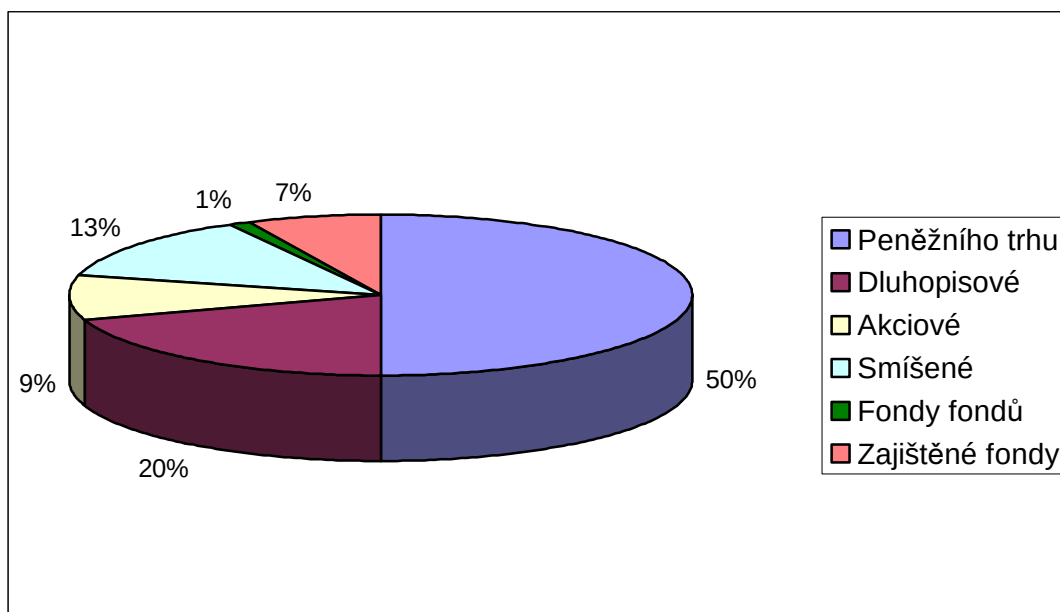
Zdroj: Asociace pro kapitálový trh

Graf 2. Rozložení investic domácností v některých evropských zemích

Rozdíl je možné snadno vysvětlit dosud přetrvávající nedůvěrou ve fondy, která má kořeny v kupónové privatizaci. Lze očekávat, že podíl bankovních vkladů a hotovosti se bude v budoucnu snižovat. Co jistě poroste je zastoupení podílových fondů v portfoliích investorů. Jejich nabídka a kvalita je plně srovnatelná s vyspělou částí Evropské unie.

Podílové fondy se postupně dostávají do povědomí stále více investorů. Největší zájem je ale o nejméně rizikové fondy peněžního trhu. Lze očekávat, že v budoucnu budou lidé více vyhledávat rizikovější fondy, hlavně akciové.

Podílové fondy jsou však složitější než termínové vklady a vyžadují mnohem více přemýšlení při tvorbě investiční strategie. Tato skutečnost klade vyšší nároky nejen na všeobecné finanční povědomí veřejnosti, ale i na odborné znalosti finančních poradců. Také v tomto ohledu má Česká republika co dohánět.



Zdroj: Asociace pro kapitálový trh
Graf 3. Kolektivní investování v ČR k 31.12.2006

3.5. Tvorba investičního portfolia

Riziko

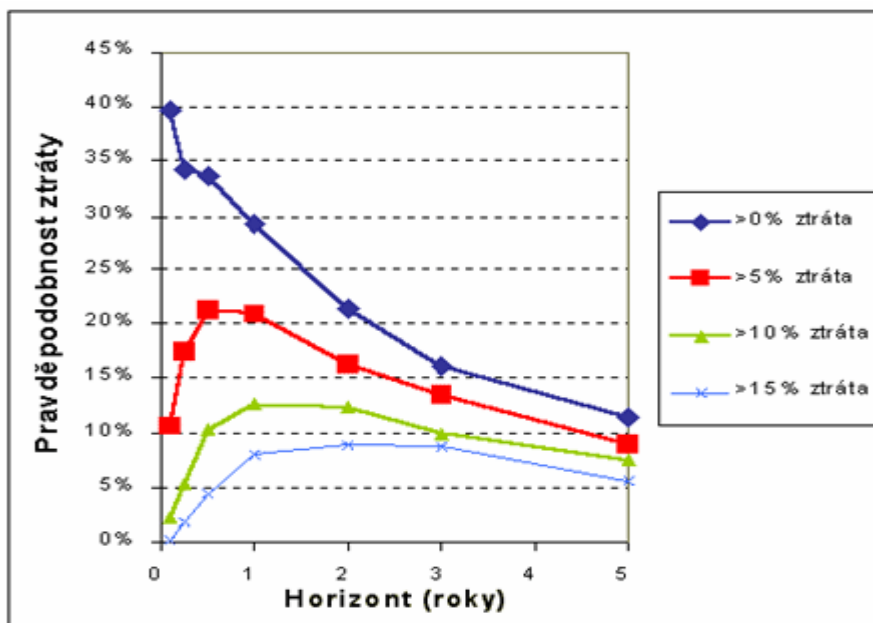
Všeobecně je riziko (volatilita) chápáno jako určitá ztráta nebo škoda, která nás v životě eventuálně může postihnout.³³ Pro investora riziko reprezentuje možnou alternativu, že skutečný výnos bude nižší než původně očekával. Riziko je velmi komplexní a vícerozměrná veličina, která se může projevit nejrozmanitějšími způsoby jako je krach na akciových trzích, bankroty firem atd. Za účelem číselného vyjádření rizika se používá statistická veličina: směrodatná odchylka. Pokud hodnota výnosu kolísá více, směrodatná odchylka je vyšší.

Pro investora s dlouhým časovým horizontem, který má předem definovanou investiční strategii, nejsou krátkodobé výkyvy důležité. Navíc je ověřenou skutečností, že při dlouhých časových horizontech akciové fondy poskytují nižší riziko v porovnání s fondy peněžního trhu.

Následující obrázek znázorňuje pravděpodobnost, že akciové portfolio, resp. akciový fond, skončí po uplynutí daného investičního horizontu ve ztrátě. Čísla byla odvozena na základě počítačové simulace s využitím dlouhodobých zkušeností ze

³³ KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003, 276 s. ISBN 80-247-0560-5, str. 109

zahraničních akciových trhů. Vidíme, že pravděpodobnost ztráty s rostoucím investičním horizontem výrazně klesá. Zároveň vidíme, že pravděpodobnost velké ztráty (tj. většího než desetiprocentního poklesu hodnoty portfolia) je největší zhruba v intervalu jednoho až tří let.



Zdroj: Pavel Kohout, *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*

Graf 4. Pravděpodobnost ztráty u akciového portfolia

Volatilita fondu

Pro srovnávání různých investic s různě pravděpodobnými variantami výnosů se v praxi používají tyto metody:³⁴

Průměrná odchylka

Čím větší je tato odchylka, tím větší je i riziko dané investice. Rizikem se přitom rozumí to, že nastane jiný výnos než výnos očekávaný.

Směrodatná odchylka

Tato statistická veličina odráží míru, s jakou výnosy fluktuují kolem své průměrné hodnoty. Vyšší směrodatná odchylka znamená vyšší riziko.

³⁴ KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003, 276 s. ISBN 80-247-0560-5, str. 110

Konkrétní použití směrodatné odchylky jako nejpřesnější metody pro výpočet rizika je možné ukázat na následujícím příkladě:³⁵

Existují dva akciové fondy. Výnos jednoho (A) je dlouhodobě během jedné poloviny času vykazován ve výši 20 % a během druhé poloviny 10 %. Očekávaná míra výnosu tedy bude 15 %. Druhý (B) po celou dobu vykazuje fixní míru výnosu ve výši 15 %, takže i očekávaná míra výnosu bude 15 %.

Držba cenných papírů fondu A je spojena s větší nejistotou, takže její aktiva jsou rizikovější. Naopak aktiva fondu B nevykazují výkyvy a jsou proto jistější investicí.

Při využití směrodatné odchylky σ pro vyjádření rizika obou uvedených investic je možno vyjít ze vztahu:

$$\sigma = (p_i(MV_i - MV^e)^2)^{0,5}$$

kde: p_i – pravděpodobnost dosažení míry výnosu MV_i

MV_i – dosažená míra výnosu

MV^e – očekávaná míra výnosu

Potom pro fond A bude platit:

$$\sigma_A = (0,5(20\%-15\%)^2 + 0,5(10\%-15\%)^2)^{0,5} = 5\%$$

Pro fond B bude platit:

$$\sigma_B = 15\% - 15\% = 0\%$$

Beta

Tento faktor měří relativní pohyby ceny akcie nebo fondu vůči trhu.³⁶ Obvykle se jako trh používá příslušný index trhu. Pro výpočet se vezmou hodnoty výnosů obvykle za posledních 36 měsíců a tyto se porovnají s měsíčními hodnotami indexu. Tímto způsobem získáme statistickou míru, která odráží fluktuace výnosu vůči tržnímu indexu. Podle definice pro dobře diverzifikované akciové portfolio, které se pohybuje v synchronizaci s trhem, je hodnota beta rovná 1,0. Pokud je hodnota faktoru vyšší než 1,0, pak má daná investice nadprůměrnou volatilitu.

³⁵ REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha: Computer Press 2003, 257 s. ISBN 80-7226-571-7, str. 102

³⁶ STEIGAUF, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 100

Jak průměrná odchylka, směrodatná odchylka, tak i beta mají svoje negativní stránky, avšak za lepší měřítko rizika je brána směrodatná odchylka. Mezi důvody patří:³⁷

- Směrodatná odchylka má širší záběr než beta, protože měří celkové riziko a nejen riziko související s tržní volatilitou.
- Směrodatná odchylka funguje jako míra rizika pro dluhopisové investice stejně dobře jako pro akciové investice.
- Směrodatná odchylka není závislá na vztahu k vybranému indexu
- Směrodatná odchylka může být měřítkem rizikivosti stejně dobře pro speciální portfolia (sektorové, drahé kovy) jako i pro široce diverzifikovaná portfolia.

Diverzifikace

Základ této metody tkví ve rčení „nesázet vše na jednu kartu“, protože je prokazatelně dokázáno, že držba více druhů rizikových aktiv, neboli diverzifikace, snižuje celkové riziko, jemuž je investor vystaven. Platnost tohoto tvrzení je možno dokladovat následujícím příkladem:³⁸

Investor stojí před rozhodnutím nákupu cenných papírů akciového fondu, přičemž má k dispozici nabídku několika titulů, u kterých byla předpovězena stejná rizikovitost 10%. V případě, že by investor nakoupil za celou částku, kterou má k dispozici, pouze cenné papíry jednoho fondu, mohl by očekávat riziko celého svého portfolia ve výši 10 %. Může však také nakoupit cenné papíry více fondů a to v jakémkoli jím zvoleném poměru. U takto sestaveného portfolia se riziko sníží.

Pro výpočet rizika portfolia tvořeného dvěma cennými papíry platí tento vztah:

$$\text{Riziko portfolia } \sigma_L = (v_A^2 \sigma_A^2 + v_B^2 \sigma_B^2 + 2v_A v_B \sigma_A \sigma_B \rho)^{0,5}$$

kde: v_B - procentuelní zastoupení akcií fondu A v portfoliu

v_A - procentuelní zastoupení akcií fondu B v portfoliu

σ_A - riziko fondu A

σ_B - riziko fondu B

³⁷ KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003, 276 s. ISBN 80-247-0560-5, str. 120

³⁸ KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003, 276 s. ISBN 80-247-0560-5, str. 95

ρ - index korelace udávající, jaká bude vzájemná závislost mezi cennými papíry fondu A a B, který se může pohybovat v intervalu $<-1;1>$

Pro index korelace platí:

- Pokud budou akcie vzájemně závislé, bude mít hodnotu 1
- Pokud mezi akciemi nebude žádná závislost, bude mít hodnotu 0
- Pokud bude jejich závislost přesně záporná, bude mít hodnotu -1

Investor se rozhodl, že své portfolio utvoří z cenných papírů dvou fondů v poměru 40% a 60% a zkoumá, které konkrétní fondy má do svého portfolio zařadit, aby dosáhl co možná nejnižšího rizika svého portfolio.

V tomto případě bude vycházet z hodnot jejich indexů korelace, neboli míry jejich vzájemné závislosti, přičemž jeho výpočty rizika jednotlivých variant složení portfolio budou následující:

V případě, že index korelace bude mít hodnoty 1; 0,5; 0; -0,5; -1; bude platit:

$$\sigma = (0,4^2 \cdot 10^2 + 0,6^2 \cdot 10^2 + 2 \cdot 0,4 \cdot 0,6 \cdot 10 \cdot 10 \cdot (+1))^{0,5} = 10,0 \%$$

$$\sigma = (0,4^2 \cdot 10^2 + 0,6^2 \cdot 10^2 + 2 \cdot 0,4 \cdot 0,6 \cdot 10 \cdot 10 \cdot (+0,5))^{0,5} = 8,7 \%$$

$$\sigma = (0,4^2 \cdot 10^2 + 0,6^2 \cdot 10^2 + 2 \cdot 0,4 \cdot 0,6 \cdot 10 \cdot 10 \cdot (0))^{0,5} = 7,2 \%$$

$$\sigma = (0,4^2 \cdot 10^2 + 0,6^2 \cdot 10^2 + 2 \cdot 0,4 \cdot 0,6 \cdot 10 \cdot 10 \cdot (-0,5))^{0,5} = 5,3 \%$$

$$\sigma = (0,4^2 \cdot 10^2 + 0,6^2 \cdot 10^2 + 2 \cdot 0,4 \cdot 0,6 \cdot 10 \cdot 10 \cdot (-1))^{0,5} = 2,0 \%$$

Z uvedeného příkladu vyplývá následující:

- V porovnání s rizikem jednotlivých složek portfolio je riziko diverzifikovaného portfolio vždy nižší, pokud se ovšem výnosy z cenných papírů nepohybují dokonale současně.
- Čím menší je závislost mezi pohybem výnosů dvou cenných papírů, tím větší omezení rizika diverzifikace přinese.
- Riziko portfolio je možno snížit nákupem méně rizikových cenných papírů, jakož i vyšší vahou, která bude těmto méně rizikovým cenným papírům v portfoliu přiřazena.

3.6. Připravovaná penzijní reforma

Za třináct let bude každý čtvrtý občan České republiky starší šedesáti let. Tuto demografickou situaci by současný důchodový systém nezvládl. Ministr práce a sociálních věcí Petr Nečas přichází s návrhem reformy, která má předejít neřešitelným miliardovým dluhům.

Hlavní změny spočívají především v postupném zvyšování věkové hranice odchodu do důchodu. Po roce 2030 by měli již všichni muži odcházet do penze v 65 letech, ženy této hranice dosáhnou až v roce 2043 (podle počtu vychovaných dětí). Prodlouží se také doba pojistného z 25 na 35 let a podstatně větší roli začne hrát individuální připojištění. Jak však ministr Nečas zdůrazňuje, tato opatření se v žádném případě nebudou týkat lidí v předpenzijním věku, ale pouze dnešní mladé a střední generace. Starší lidé, právě tak jako současní důchodci, budou nadále pobírat penze, pravidelně valorizované nad rámec inflace.

Výdaje na důchodové pojištění představují dnes cca 28% výdajů státního rozpočtu. V současné době Česká správa sociálního zabezpečení vyplácí důchody 2,70 milionu osob, z toho je cca 1,99 milionu důchodů starobních, zbytek tvoří důchody invalidní a pozůstalostní. Pojistné na důchodové pojištění je příjmem státního rozpočtu, v roce 2006 činily příjmy státního rozpočtu z pojistného na důchodové pojištění 276,9 mld. Kč a výdaje státního rozpočtu na dávky důchodového pojištění 272,9 mld. Kč.

Přes řadu změn provedených v základním důchodovém pojištění je zřejmé, že především v důsledku očekávaného nepříznivého demografického vývoje je důchodový systém při současném nastavení základních parametrů dlouhodobě finančně neudržitelný a je třeba jej dále významně reformovat. Za posledních 15 let se střední délka života prodloužila o 4 roky a předpokládá se, že za každých dalších šest let se bude prodlužovat o 1 rok. V kombinaci s poklesem porodnosti se tak bude zvyšovat i podíl starších osob na celkové populaci.

V současné působí komise pro důchodovou reformu složená ze zástupců politických stran.

ODS	Petr Nečas, Vlastimil Tlustý
KDU-ČSL	Marián Hošek, Jan Kasal
SZ	Džamila Stehlíková, Jiří Vopátek
ČSSD	Zdeněk Škromach, Bohuslav Sobotka
KSČM	Miroslav Opálka, Ivana Levá

Zdroj: Ministerstvo práce a sociálních věcí

Tabulka 2. Složení komise k důchodové reformě

Tři etapy důchodové reformy³⁹

V rámci I. etapy bylo připraveno paragrafované znění změn, jejichž úkolem je:

- pokračovat v postupném diferencovaném zvyšování věkové hranice pro nárok na starobní důchod s cílem dosáhnout věkové hranice 65 let pro muže i ženy (po roce 2030)
- sjednotit věkovou hranici žen a mužů pro „trvalý“ nárok na vdovský/vdovecký důchod
- postupně prodloužit potřebnou dobu pojištění pro nárok na starobní důchod z 25 na 35 let (včetně náhradních dob pojištění)
- přehodnotit stávající definici invalidity
- transformovat invalidní důchod na důchod starobní při dovršení věku 65 let
- zvyšovat procentní výměru starobního důchodu i za dobu výdělečné činnosti při souběžném pobírání poloviny starobního důchodu
- při stanovení výše procentní výměry invalidního důchodu odstupňovat procentní sazbu za každý celý rok doby pojištění (včetně dopočtené doby) podle stupně invalidity

V rámci první etapy důchodové reformy se zvažují i možnosti uspořádání lékařské posudkové služby sociálního zabezpečení za účelem zvýšení efektivity jejího fungování.

V rámci II. etapy by měla být připravena a realizována jednak opatření ve veřejném základním důchodovém pojištění, a to zejména:

³⁹ Ministerstvo práce a sociálních věcí

- zavedení plateb státu za náhradní doby pojištění; odvod plateb za náhradní doby pojištění umožní snížit procentní sazby pojistného na důchodové pojištění s pozitivním dopadem na trh práce. Zavedení těchto plateb bude znamenat výdaje ze státního rozpočtu. Tyto dodatečné prostředky by měly být získány v rámci ekologické daňové reformy
- vytvoření rezervy pro důchodovou reformu z příjmů z privatizace
- oddělení financování základního důchodového pojištění od státního rozpočtu a vytvoření „důchodového fondu“

a jednak opatření v oblasti soukromých důchodů (zejm. penzijní připojištění se státním příspěvkem a životní pojištění), a to zejména:

- oddělení majetku akcionářů a klientů
- zavedení možnosti poskytovat různě zaměřené penzijní plány
- zvýšení motivace k vyšším příspěvkům
- zvýšení participace zaměstnavatelů
- podpora čerpání doživotních penzí z penzijního připojištění

V rámci III. etapy by měl být případně zaveden další dobrovolný spořicí pilíř důchodového systému:

- Jde o možnost částečně se vyvázat ze základního důchodového pojištění (možnost „opt-out“). Pro dosažení větší diverzifikace zdrojů příjmů ve stáří je nutné posílení fondové složky důchodového systému platbou příspěvků do penzijních fondů. Možný přístup by spočíval v tom, že bude všem pojištěncům dána možnost volby, zda jejich důchod bude plynout pouze ze současného základního průběžně financovaného důchodového pojištění, nebo částečně i z dobrovolného spořicího pilíře důchodového systému založeného na možnosti „opt-out“. Tato možnost volby by pro pojištěnce, kteří by ji využili, znamenala, že část jimi placených příspěvků na základní důchodové pojištění by plynula na individuální soukromé pojištění. Při splnění podmínek nároku na důchod by jim byl přiznán důchod z průběžného systému (snížený z důvodu vyvázání) a důchod vypočtený na základě stavu prostředků individuálního účtu. O konkrétním postupu v této věci by mělo být rozhodnuto v letošním roce.

Varianty dvou nejsilnějších politických stran na změnu penzijního systému

Varianta ČSSD – systém pomyslných individuálních účtů (NDC)⁴⁰

Základní principy: Důchodové zabezpečení i nadále založeno na průběžném financování (PAYG). Vytvoří se systém pomyslných individuálních účtů v centrální databázi, na kterých má každý přehled o svých vlastních odvodech na důchodové zabezpečení. Dojde k významnému posílení ekvivalence důchodového systému a automatickému přizpůsobení demografickému vývoji.

Transformační období: Rok 2009 je posledním rokem, kdy lze odejít do starobního důchodu plně podle „starého“ PAYG DB systému. Po startu systému NDC v roce 2010 činí váha NDC důchodové složky starobního důchodu v celkovém důchodu 3,3% za každý rok v období let 2010 až 2040. Postupně klesá váha PAYG DB a naopak roste váha NDC důchodu na celkovém starobním důchodu jednotlivce. Transformační období končí rokem 2040, odkdy je pro výpočet starobního důchodu plně použit NDC systém.

Statutární věková hranice: Pro odchod do důchodu se postupně zvyšuje na 65 let pro muže i ženy. Muži dosáhnou tohoto věku v roce 2030, ženy v letech 2033-2043 v závislosti na počtu vychovaných dětí.

Minimální důchod: Do roku 2040 je občanům garantován minimální důchod ve výši 1,2 násobku životního minima jednočlenné domácnosti. Od roku 2040 se garantovaný minimální důchod snižuje na 1,1 násobek životního minima. Životní minimum se valorizuje podle inflace a tří čtvrtin tempa růstu průměrné reálné mzdy.

Pojistná sazba: Pro NDC systém starobních důchodů činí 21% hrubé mzdy, která se monitoruje na tzv. individuálních účtech. Celková pojistná sazba důchodového systému činí 28%. Od roku 2010 dojde k převodu pojistného ze státní politiky zaměstnanosti (1,6%) do důchodového systému. Tyto dodatečné prostředky se budou plně připisovat na individuální účty pojištěnců. Pojistná sazba NDC tak od roku 2010 činí 22,6% a celková pojistná sazba důchodového systému bude ve výši 29,6%.

Valorizace: Vyplácený důchod se valorizuje dle inflace a 1/2 růstu průměrné reálné mzdy. Stejně se valorizuje i minimální garantovaný důchod. Zůstatky na individuálních pomyslných účtech jsou meziročně zhodnocovány podle růstu objemu celkově vybraného pojistného.

⁴⁰ www.cssd.cz

Starobní důchod: Z NDC systému je vypočten jako doživotní annuita zohledňující uvažovanou valorizaci důchodů. Při výpočtu annuity se pracuje s unisex úmrtnostními tabulkami. Výše starobního důchodu je závislá, kromě uvažované valorizace důchodů, také na unisex době dožití dané generace (ročníku narození) v okamžiku odchodu jedince do starobního důchodu a výši zůstatku na jedincově pomyslném účtu.

Invalidní důchod: Nově vyměřené invalidní důchody jsou od roku 2010 snižovány přepočtem podle NDC pravidel za dopočtenou dobu pojištění (NDC složka invalidního důchodu je stanovena obdobně jako u starobního důchodu – tj. váha NDC důchodové složky invalidního důchodu v celkovém důchodu činí 3,3% za každý rok v období let 2010 až 2040).

U ostatních parametrů důchodového systému (indexace redukčních hranic a valorizace základní výměry v „dobíhajícím“ PAYG DB systému) se předpokládá stejný vývoj jako v základní variantě.

Varianta ODS – rovný důchod⁴¹

Základní principy: Státní první pilíř bude zajišťovat rovný důchod - stejný pro všechny - ve výši 20% průměrné mzdy. Sníží se povinné platby do průběžného systému. Klesne váha státního důchodového zabezpečení a zvýší se tak prostor pro soukromé zabezpečení.

Státní pilíř: Rovný důchod je stanoven ve výši 20 % průměrné hrubé mzdy. Všichni postupně přecházejí na rovný důchod.

- Všechny ročníky narození 1945 a starší odejdou do starobního důchodu a budou pobírat důchod plně podle pravidel stávajícího PAYG DB systému. Pro tyto ročníky zůstává v platnosti, až do jejich odchodu do důchodu, pojistná sazba ve výši 28 % (z toho 20 p.b. na starobní důchody).
- Ročníky narozené v letech 1946 – 1974 (netýká se však těch co odejdou do důchodu před 2007), jsou ročníky „tranzitivní“, na něž se vztahují pravidla částečně obou systémů – „starého“ PAYG DB a „nového“ rovného důchodu. Budou pobírat kombinovaný důchod kalkulovaný podle následujících pravidel:

⁴¹ www.ods.cz

$$\text{důchod} = x \cdot \text{RD} + (1 - x) \cdot \text{PAYG}, \text{ kde:}$$
$$x = (\text{rok narození} - 1945) / (1975 - 1945),$$

RD rovný důchod,
PAYG standardně počítaný důchod PAYG DB

Valorizace složky důchodu RD se provádí mzdově, ovšem složka PAYG je valorizována cenově. Pro tyto ročníky činí pojistná sazba 20 % z odvodového příjmu (z toho 12 p.b. na starobní důchody). Pojistná sazba na nestarobní důchody zůstává zachována.

Ročníky 1975 a mladší již pobírají 100% rovný důchod, který je valorizován mzdově. Pojistná sazba je od roku 2007 ve výši 20 % (12 p.b. připadá na starobní důchody). Od roku 2007 se provádí další úpravy dobíhajícího stávajícího systému:

- základní výměra je valorizována mzdově
- druhá redukční hranice je valorizována cenově do chvíle, kdy splyne s první, mzdově valorizovanou, redukční hranicí. Následně se obě, fakticky stejné hranice, valorizují mzdově

Pojistná sazba: Celková pojistná sazba je pro celou populaci ve výši 20 % (na starobní důchody připadá 12 p.b.; sazba na nestarobní důchody zůstává ve výši 8 p.b.)

Statutární věková hranice: Zvyšuje se stávajícím tempem o 2 měsíce pro muže a o 4 měsíce pro ženy až na hranici 65 let pro muže i (všechny) ženy. V čase dochází ke sjednocení všech věkových hranic a následně k jejich dalšímu zvyšování. Pro obě pohlaví se důchodový věk dále zvyšuje od konce 30 let nejprve o 2 měsíce a později o 1 měsíc ročně, takže na konci horizontu projekce (v roce 2100) dosahuje 71 let pro muže i ženy. Nárok na výplatu důchodu vzniká všem občanům České republiky, kteří dosáhli statutárního důchodového věku. To prakticky znemožňuje předčasný odchod do důchodu.

Penzijní reformy ve světě

Demografická situace je velmi podobná ve všech vyspělých státech světa. Někde probíhá "stárnutí" populace rychleji (jako například v Itálii, Německu či Japonsku), někde pomaleji (USA, Velká Británie), ale všude se podíl důchodců vytrvale zvyšuje.

Stejnou cestou, jen o něco rychleji, se vydávají země Latinské Ameriky a jihovýchodní Asie. Rychlost, s jakou na demografický vývoj reagují politické reprezentace jednotlivých států, však závisí spíše na rozhodnosti a odvaze politiků než na naléhavosti ekonomických problémů. Pokusím se zde popsat hlavní prvky důchodové reformy tak rozdílných zemí, jako jsou Švédsko, Švýcarsko, Austrálie a Chile, abych ilustroval možné alternativy postupu. Podívám se také stručně na situaci v zemích na srovnatelném stupni ekonomického a společenského rozvoje: v Polsku a v Maďarsku.

Švédsko představuje příklad "mírné reformy v mezích zákona". Podle vládního návrhu by v budoucnosti měla existovat silnější závislost mezi příspěvkem na důchody a později vyplácenými důchody, které budou odvozeny z celoživotního výdělku. Příspěvky na důchodové zabezpečení budou ve Švédsku tvořit 18,5% hrubé mzdy, z toho 16,5% půjde na klasický systém průběžného financování a 2% půjdou na individuální důchodový účet.⁴² Prostředky na tomto budou investovány do finančních instrumentů. Švédové budou moci odcházet do důchodu již ve věku 61 let, ale výška důchodů již nebude zajištěna zákonem, ale bude záležet na očekávaném věku dožití. Pokud se tedy bude prodlužovat období strávené v důchodu, sníží se vyplácené důchody automaticky.

Švýcarsko představuje prakticky jedinou evropskou zemi, která již dnes má třípilířový systém. První pilíř zajišťuje základní důchod, prakticky stejný pro všechny. Tento pilíř je financován příspěvkem ve výši 8,4% hrubé mzdy.⁴³ Druhý pilíř tvoří od roku 1985 povinné důchodové pojištění, zprostředkované zaměstnavateli. Investované prostředky musí podle zákona být zhodnocovány nejméně o 4% ročně. Pokud je zhodnocení nižší, zaměstnavatel musí rozdíl doplnit ze svého zisku. Pracující odvádějí do druhého pilíře mezi 7 a 15% podle věku (čím starší, tím více).

První dva pilíře by měly dohromady zajistit důchod ve výši 60-70% poslední mzdy. Potíže způsobuje spojení zaměstnavatelů a penzijních fondů, především při změnách zaměstnání. Obdobně systém zvyhodňuje vrcholové řídicí pracovníky, kteří dostávají vysoké mzdy několik posledních let před odchodem do důchodu. Třetí pilíř využívá nejrůznějších instrumentů dlouhodobých úspor, které jsou ve Švýcarsku daňově zvyhodňovány.

⁴² <http://www.duchodovka.cz/zpravy.html>

⁴³ ies.fsv.cuni.cz/storage/publication/246_duchodyreformy_socpol_1997.pdf

Austrálie zahájila v roce 1992 postupný přechod k soukromému systému důchodového zabezpečení. Dnes odvádějí zaměstnanci 4% své mzdy do penzijního fondu a jen pokud jejich mzda přesahuje 80 tisíc australských dolarů mohou se z penzijního systému zcela vyvázat.⁴⁴ V roce 2002 skončilo přechodné období a všichni zaměstnanci v Austrálii odvádí 9% své hrubé mzdy do penzijního fondu, který je investuje a později jim bude vyplácet důchod. Zároveň již existuje tzv. základní penzijní plán, který zajišťuje důchodcům, jejichž majetek je nižší než určená mez, minimální příjem. V okamžiku odchodu do důchodu je možné vybrat si celou našetřenou sumu naráz (a dnešní daňový systém to dokonce zvýhodňuje) anebo čerpat pravidelné důchody, tzv. anuitu. Občas se stává, že čerství důchodci si vyberou své úspory, utratí je na několikaleté cestě okolo světa a potom se obrátí na stát a žádají státem garantovaný minimální příjem. Tomuto by se mělo předejít odstraněním daňového zvýhodnění okamžitého výběru.

Nejradikálnější a nejznámější reformou prošel chilský důchodový systém.⁴⁵ Reforma, zahájená v roce 1981, zcela změnila přístup k důchodovému zabezpečení, dosáhla velkého úspěchu, podpořila ekonomický růst Chile a dnes je příkladem pro reformy v řadě dalších zemí. Zaměstnanci musí povinně odvádět 10% své mzdy do penzijního fondu, který si vybírají sami, bez vlivu zaměstnavatele. Výhodou tohoto "přenosného" modelu spoření jsou nulové administrativní problémy při změně zaměstnavatele a osobní zodpovědnost zaměstnanců za výběr fondu. Nevýhodou je "přetahování" mezi fondy, které si se vzájemně snaží odlákat klienty a používají k tomu nákladné reklamy. V současnosti existuje v Chile 21 penzijních fondů, které jsou přísně regulovány speciálním kontrolním orgánem s velkými pravomocemi.

Chilský penzijní systém dosáhl řady mimořádných úspěchů. Průměrné reálné zhodnocení prostředků uložených u penzijních fondů dosahuje za posledních šestnáct let přibližně 14% ročně! Při takovém tempu zhodnocení se vložené prostředky zdvojnásobí za pět a půl roku. Celkové úspory, uložené u penzijních fondů, dosahovaly v roce 1994 úrovně 43% hrubého domácího produktu Chile. Míra úspor se v Chile zvýšila z úrovně 9% v roce 1982 na 19% v roce 1989 a až na 25% v devadesátých letech. Privatizace důchodového zabezpečení v Chile přispěla i k mimořádnému rozvoji kapitálového trhu, když fondy dnes vlastní více než 11% všech akcií a skoro 60% všech

⁴⁴ ies.fsv.cuni.cz/storage/publication/246_duchodyreformy_socpol_1997.pdf

⁴⁵ ies.fsv.cuni.cz/storage/publication/246_duchodyreformy_socpol_1997.pdf

podnikových dluhopisů obchodovaných na chilské burze. Chilské penzijní fondy mohou dnes investovat maximálně 10% svých prostředků v zahraničí a maximálně 30% do akcií.

Přes nesporný úspěch je nutné si uvědomit některé zvláštnosti chilské penzijní reformy. Za prvé, v roce 1981, kdy Chile zahájilo svoji reformu, byla demografická situace v Chile nepoměrně příznivější, než je dnes v řadě evropských zemích. Za druhé, chilská vláda se na reformu pečlivě připravovala a několik let před jejím zahájením dosahovala podstatných přebytků ve státním rozpočtu. Tyto přebytky pak použila na financování obtížného přechodného období. Za třetí, regulace chilských penzijních fondů je velmi přísná a omezuje riziko jejich selhání na minimum. Za čtvrté, administrativní náklady systému jsou poměrně vysoké a dosahují zhruba 1,5% mezd, což je více než desetkrát více než jsou čistě administrativní náklady státních systémů. Konečně, ačkoliv chilský důchodový systém úspěšně funguje již šestnáctý rok, jde stále o systém relativně mladý a nelze s naprostou jistotou tvrdit, že se úspěšně vyrovná s masivním stárnutím populace, které čeká Chile v budoucnosti. Všechny tyto výhrady však nemohou zastřít skutečnost, že chilský penzijní systém dnes funguje velmi dobře a že důchody v Chile rostou nejrychlejším tempem na světě. Zdá se tedy, že reforma svůj účel plní.

Penzijní systémy ve střední Evropě

Jaké poučení plyne ze shora uvedených zkušeností pro ekonomiky, které se nacházejí v transformaci? Soustředíme se zde jen na tři země, které v reformách pokročily nejdále: Českou republiku, Polsko a Maďarsko.

V první řadě je nutné si uvědomit, že dnešní situace důchodových systémů v těchto zemích je možná ještě kritičtější, než u zemí západní Evropy. Díky předešlým režimům mají všechny transformující se země neobyčejně nízko stanovený věk pro odchod do důchodu a neobyčejně laxní pravidla pro přiznávání předčasných důchodů. Výsledkem jsou náklady na důchody, které již dnes dosahují v těchto zemích hodnot stejných nebo vyšších než v rozvinutých státech. V případě, že průměrná doba dožití se bude i ve střední Evropě přibližovat hodnotám na Západě, nemohou dnešní důchodové systémy zajistit důstojné podmínky pro důchodce.

		Polsko	Maďarsko	ČR	Slovensko
Věk pro odchod do důchodu	Muži	65	60	60	60
	Ženy	60	55	53 - 57	53 - 57
DDR ⁴⁶		12,5 %	19 %	17,5 %	14,8 %
SDR ⁴⁷		49 %	59 %	49 %	53 %
Průměrný důchod ⁴⁸		71 %	60 %	44 %	48 %
Příspěvková sazba ⁴⁹		45 %	30,5 %	26 %	27,5 %
Výdaje na důchody/HDP		15,8 %	11,5 %	9 %	9,4 %

Zdroj: časopis Sociální politika

Tabulka 3. Charakteristika důchodových systémů zemí Visegrádské čtyřky

Zvláště vážná je situace Polska, kde výdaje na důchody již dnes dosahují kritické úrovně více než 15% HDP. Tak vysoké výdaje na důchody podstatným způsobem omezují prostor pro investice do kapitálu, ať už fyzického či lidského. Situace v ostatních zemích je však jen o něco lepší a nezmění-li se důchodový systém, všechny země budou během deseti let vydávat na důchody nejméně o polovinu více než dnes.

Maďarsko a Česká republika reagovaly na tuto situaci vytvořením dobrovolných penzijních fondů, které měly umožnit lidem spořit si samostatně na stáří a "ulevit" tak státnímu systému. Bohužel, dosavadní fungování soukromých penzijních fondů nesplnilo očekávání do nich vkládaná a dnes již je jisté, že jejich vliv na budoucí důchody bude jen mizivý. Polsko a Maďarsko se z této zkušenosti poučily a začaly připravovat návrh hlubší důchodové reformy, která by zavedla i povinné důchodové spoření.

Polský návrh počítá s tím, že do druhého pilíře důchodového systému - soukromých penzijních fondů - by lidé odváděli 10% hrubých mezd, zatímco do státního průběžného systému by odváděli 30%. Zároveň se očekává, že druhý pilíř zajistí až jednu polovinu v budoucnosti vyplácených důchodů. Státní systém tak "spolyká" tři čtvrtiny příspěvků, ale poskytne jen polovinu důchodů, což velmi dobře ilustruje jeho neefektivnost.

⁴⁶ Podíl populace starší šedesáti let na celkovém počtu obyvatel

⁴⁷ Podíl důchodců a ekonomicky činných obyvatel

⁴⁸ Podíl průměrného důchodu a průměrné mzdy

⁴⁹ Procenta hrubé mzdy odváděná na důchodové pojištění

4. Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

4.1. Náš klient

Naším klientem je zde myšlena fyzická osoba, která chce pravidelně měsíčně investovat/spořit své volné finanční prostředky za účelem udržení si životní úrovně v důchodovém věku. Jde o třicetiletého svobodného muže, občana ČR. Má měsíční mzdu 25 000 CZK a životní náklady 15 000 CZK měsíčně. Na penzijní spoření/investování je měsíčně ochoten odložit maximálně 5% své hrubé mzdy (1250CZK). Akceptuje pokles tržní hodnoty svého portfolia v čase investice. Jeho investiční horizont je 30 let.

4.2. Zodpovězení základních investičních otázek

Na počátku investice musí být zodpovězeny tři základní otázky:

- **Proč investovat?**
- **V jaké měně investovat?**
- **Jakým způsobem investovat?**

Proč investovat?

Tuto otázku nejlépe zodpoví dvě následující tabulky

Sektor	Nominální výkonnost [%]	Nominální výkonnost v CZK [%]	Výkonnost v CZK [%] očistěno od inflace	Výkonnost p.a. v CZK [%] očistěno od inflace
Akcie, východní Evropa	146 (EUR)	111,6	85,9	13,2
Dluhopisy, východní Evropa	66,5 (EUR)	43,1	25,7	4,7
Dluhopisy, CZK	42,3 (CZK)	42,3	25	4,6
Peněžní trh, CZK	21,2 (CZK)	21,2	6,5	1,3
Dluhopisy, Evropa	35,3 (EUR)	16,3	2,2	0,4
Termínovaný	14,7 (CZK)	14,7	0,8	0,2

vklad v bance				
Dluhopisy, USD	44,0 (USD)	2,3	-10,1	-2,1
Peněžní trh, EUR	17,9 (USD)	1,4	-10,9	-2,3
Žádná investice	0,0 (CZK)	0	-12,1	-2,6
Peněžní trh, USD	14,6 (USD)	-18,6	-28,5	-6,5

Zdroj: Finanční poradce, měsíčník Hospodářských novin, leden 2005, str. 14

Tabulka 4. Kolik vydělaly jednotlivé sektory za posledních pět let

Sektor	Nominální zhodnocení v CZK [%]	Zhodnocení v CZK [%] očištěné od inflace	Zhodnocení p.a. v CZK [%] očištěno od inflace
Akcie, USA	184,6	76,1	5,8
Akcie, Evropa	138,8	47,7	4
Dluhopisy, Evropa, vládní	103,1	25,6	2,3
Peněžní trh, USA, vládní	88,8	16,8	1,6
Akcie, svět	82,4	12,8	1,2
Termínovaný vklad v bance	81,4	12,2	1,2
Akcie, Česko	44,1	-10,9	-1,1
Peněžní trh, EUR	31,3	-18,8	-2,1
Žádná investice	0	-38,1	-4,7

Zdroj: Finanční poradce, měsíčník Hospodářských novin, leden 2005, str. 14

Tabulka 5. Kolik vydělaly jednotlivé sektory za posledních deset let

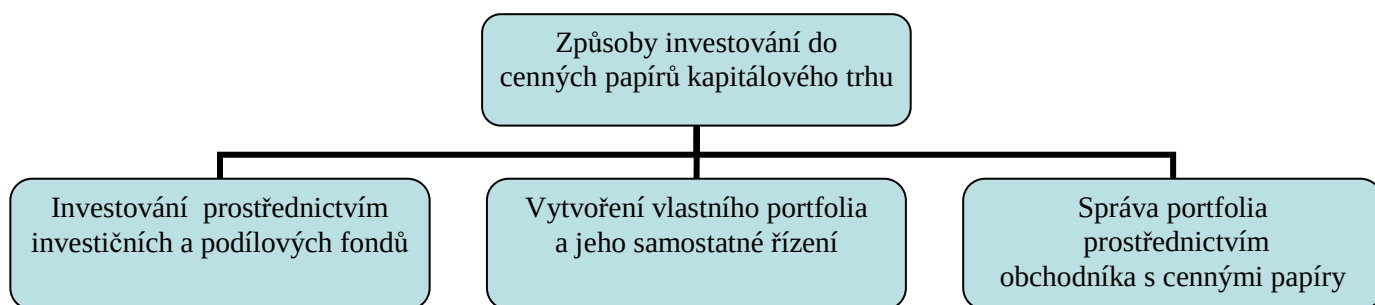
Z uvedených údajů je zřejmé, že stojí za zvážení investovat alespoň část příjmů do jednoho z investičních nástrojů. Pouhým spořením se z dlouhodobého hlediska připravujeme o potenciální zisky.

V jaké měně investovat?

Náš klient preferuje s ohledem na kursové riziko potenciální investici v CZK.

Jakým způsobem investovat?

Pokud jde o možnosti investování do cenných papírů, existuje v České republice podobně jako v jiných rozvinutých státech světa celá řada různých způsobů, kterými lze do cenných papírů investovat.



Zdroj: Oldřich Rejnuš, Teorie a praxe obchodování s cennými papíry

Obrázek 2. Způsoby investování do cenných papírů kapitálového trhu

Z pohledu našeho klienta, který není schopen jednorázové investice se jeví jako nejpřijatelnější možnost ukládat část svých volných finančních prostředků do podílových fondů metodou Dollar Cost Averaging.

4.3. Dollar Cost Averaging

Základní mechanismus této investiční techniky je jednoduchý: investování pevné částky do příslušného investičního produktu v pravidelných časových intervalech. Systematický přístup může přinášet dobré výsledky v různých časech, když akciové trhy stoupají, klesají nebo kolísají.

Mezi hlavní výhody Dollar Cost Averaging patří:⁵⁰

- Investor dosahuje nižší průměrné náklady na 1 podíl, když v čase nižších cen nakupuje víc podílů a v čase vyšších cen nakupuje méně podílů.
- Investor je emocionálně nezávislý na každodenním kolísání trhů, čímž je jeho pokušení přesouvat peníze nebo přerušit investování v průběhu volatilních trhů podstatně nižší.

⁵⁰ STEIGAUF, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 94

- Investor se vyhýbá velkým investicím v čase, kdy tržní ceny jsou na vrcholu nebo blízko něj v daném cyklu.
- Spojité směřování k dlouhodobým finančním cílům prostřednictvím zvládnutelnější série pravidelných plateb.
- Vytvoření jasného plánu týkajícího se načasování a objemů investic, samotných druhů investic, do kterých investor peníze vkládá, úspora času a snížení nejistoty související s vykonáním investičních rozhodnutí.

Jak funguje Dollar Cost Averaging v různých scénářích vývoje trhu?

Jak je vidět z výsledků v následujících tabulkách, disciplinovaná investiční strategie může produkovat pozitivní výsledky v různých scénářích vývoje trhu:

1. **rostoucí** ceny cenných papírů
2. **klesající** ceny cenných papírů
3. **kolísající** ceny cenných papírů

Hodnoty v následujících tabulkách znázorňují investování do smyšleného podílového fondu metodou Dollar Cost Averaging.

Rostoucí ceny cenných papírů

V případě rostoucích cen cenných papírů na trzích poskytuje tato technika investorovi nižší průměrné náklady na jeden podíl než strategie nákupu podílů v průběhu 6 měsíčního období za průměrnou cenu. Za zmínku stojí skutečnost, že pokud by investor nakoupil podíly v lednu jednorázově v hodnotě 6000 Kč a držel by je po celé 6 měsíční období, dosáhl by lepší výsledky než při Dollar Cost Averaging.

Měsíc	Investovaná suma	Cena 1 podílu	Počet nakoupených podílů
Leden	1000 Kč	16 Kč	62,50
Únor	1000 Kč	25 Kč	40,00
Březen	1000 Kč	25 Kč	40,00
Duben	1000 Kč	32 Kč	31,25
Květen	1000 Kč	40 Kč	25,00
Červen	1000 Kč	32 Kč	31,25

CELKEM	6000 Kč		230,00
Průměrná cena 1 podílu s použitím Dollar Cost Averaging = $6000\text{Kč}/230 = 26,09\text{ Kč}$.			
Průměrná cena 1 podílu vypočtená z jednotlivých měsíčních cen = 28,33 Kč.			

Zdroj: Slavomír Steigauf, Fondy-jak vydělávat pomocí fondů

Tabulka 6. Rostoucí ceny cenných papírů

Klesající ceny cenných papírů

V případě klesajících cen je technika Dollar Cost Averaging velmi výhodná, protože investor nenakupuje všechny své podíly za nejvyšší tržní ceny. Stejně jako při scénáři rostoucích cen, investor získává nižší průměrnou cenu na 1 podíl. V protikladu se scénářem rostoucích cen by jednorázový investor, který nakoupil v lednu za 6000 Kč podíly fondu, měl na konci období jen 3000 Kč.

Měsíc	Investovaná suma	Cena 1 podílu	Počet nakoupených podílů
Leden	1000 Kč	50 Kč	20,00
Únor	1000 Kč	40 Kč	25,00
Březen	1000 Kč	40 Kč	25,00
Duben	1000 Kč	32 Kč	31,25
Květen	1000 Kč	32 Kč	31,25
Červen	1000 Kč	25 Kč	40,00
CELKEM	6000 Kč		172,50
Průměrná cena 1 podílu s použitím Dollar Cost Averaging = $6000\text{Kč}/172,50 = 34,78\text{Kč}$.			
Průměrná cena 1 podílu vypočtená z jednotlivých měsíčních cen = 36,50 Kč.			

Zdroj: Slavomír Steigauf, Fondy-jak vydělávat pomocí fondů

Tabulka 7. Klesající ceny cenných papírů

Kolísající ceny cenných papírů

Stejně jako u předchozích dvou scénářů, i tento znázorňuje, jak Dollar Cost Averaging umožňuje investorovi vyhnout se nejvyšším cenám na trhu a výsledkem jsou pak nižší průměrné náklady na 1 podíl. V případě lednového jednorázového nákupu podílů fondu za 6000 Kč, by hodnota v červnu zůstala nezměněná.

Měsíc	Investovaná suma	Cena 1 podílu	Počet nakoupených podílů
Leden	1000 Kč	32 Kč	31,25
Únor	1000 Kč	25 Kč	40,00
Březen	1000 Kč	16 Kč	62,50
Duben	1000 Kč	25 Kč	40,00
Květen	1000 Kč	16 Kč	62,50
Červen	1000 Kč	32 Kč	31,25
CELKEM	6000 Kč		267,50
Průměrná cena 1 podílu s použitím Dollar Cost Averaging = $6000\text{Kč}/267,50 = 22,43\text{Kč}$.			
Průměrná cena 1 podílu vypočtená z jednotlivých měsíčních cen = 24,33 Kč.			

Zdroj: Slavomír Steigauf, Fondy-jak vydělávat pomocí fondů

Tabulka 8. Kolísající ceny cenných papírů

4.4. Výhody a nevýhody investování pomocí podílových fondů

Výhody:⁵¹

- Dostupnost a jednoduchost
- Dostatek informací
- Přístup na domácí i zahraniční finanční trhy
- Diverzifikace rizika
- Vysoká likvidita
- Daňové zvýhodnění

Tím, že do podílového fondu vloží své prostředky velké množství podílníků, vznikne dostatečný majetek. Peníze investorů jsou umístěny do velkého počtu různých cenných papírů. Za situace, že jeden cenný papír (akcie, dluhopis) ztrácí výrazně na své hodnotě, projeví se to na kurzu podílového fondu jen nepatrně. Dobrý výnos ostatních cenných papírů ztráty vyrovná. Pokud přesáhne doba naší investice 6 měsíců a dosáhneme jakéhokoli výnosu, pak tento výnos nepodléhá zdanění. Přitom například úrok z termínovaného vkladu se daní 15 %.

⁵¹ URL: <http://www.ifondy.cz/index.php?a=proc>

Nevýhody:⁵²

- Investice do podílových fondů nejsou pojištěny
- Najít konkrétní správný fond je složité
- Poplatky mohou způsobit ztráty
- U zahraničních fondů se vystavujeme riziku pohybu devizových kurzů

Do určité hranice jsou pojištěny bankovní vklady či peněžní prostředky umístěné v družstevních záložnách. S náhradou ztrát můžeme počítat i v případě krachu obchodníků s cennými papíry. Bohužel podílové fondy nepatří (stejně jako penzijní fondy) do skupiny pojištěných finančních produktů. Pokud finanční společnost spravující náš podílový fond zkrachuje, není k dispozici žádný garanční fond, ze kterého bychom mohli náhradu investovaných prostředků obdržet.

4.5. Výběr podílového fondu

Jak již bylo napsáno, na našem trhu působí celá řada podílových fondů. Pro drobného investora proto není jednoduché se orientovat v nabídkách jednotlivých finančních institucí.

Na počátku výběru musejí být zodpovězeny dvě otázky:

- **Na jak dlouho chci investovat?**
- **Jaké investiční riziko jsem ochoten připustit?**

Obě tyto otázky již náš klient zodpověděl.

Následující tabulka ukazuje, jaký je obvyklý minimální investiční horizont u jednotlivých druhů podílových fondů.

Druh podílového fondu	Doporučený minimální investiční horizont
peněžního trhu	6 měsíců - 1 rok
dluhopisový	1- 2 roky
garantovaný	3-5 let

⁵² <http://www.ifondy.cz/index.php?a=proc>

zastřešovací	3-5 let
smíšený	3-5 let
akciový	5 a více let

Zdroj: Slavomír Steigauf, Fondy-jak vydělávat pomocí fondů
Tabulka 9. Obvyklé minimální investiční horizonty jednotlivých druhů fondů

Z tabulky vyplývá, že pro našeho klienta bude pro případnou investici optimální volbou akciový fond. I přesto je ale třeba mít na mysli vztah rizika, výnosu a doporučené doby investice.



Zdroj: Burza cenných papírů Praha
Obrázek 3. Vztah rizika, výnosu a doporučené doby investice

Dále je třeba mít na mysli kritéria pro výběr fondu:⁵³

- Finanční zázemí a dlouhodobá stabilita
- Informační otevřenost
- Dodržování etických principů
- Poplatky

Závěr: Pro případnou investiční složku portfolia bude vhodný akciový fond s formou investování metodou Dollar Cost Averaging.

4.6. Výběr penzijního fondu

Klíčové faktory k výběru PF si definujeme následovně:

⁵³ STEIGAUF, S. *Fondy - jak vydělávat pomocí fondů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9, str. 99

Zhodnocení prostředků účastníků

V tomto případě si budeme všimnout dlouhodobého průměru trhu a srovnávat jej s výkonností jednotlivých penzijních fondů. Do „užšího výběru“ potom pochopitelně zařadíme společnosti, které se pohybují nad dlouhodobým průměrem celého sektoru.

U tohoto parametru musíme mít na vědomí, že časová řada je s ohledem na dlouhodobý záměr klienta krátká.

Název penzijního fondu	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ING penzijní fond	12,8	12,1	11	9,34	6	4,4	4,8	4	4	2,5	4,2	3,6
Generali PF	10,3	10,61	14,6	11,4	5,3	3,6	4,6	4,1	3	3,0	3,81	3,74
Winterthur PF (Axa)	12,8	11,45	11,2	10,1	6,5	4,1	4,25	3,41	3,36	3,1	3,7	2,5
ČSOB PF Progres	0	16,4	8	10,9	7,7	5,62	3,9	4,26	4,3	5,3	5,0	2,3
ČSOB PF Stabilita	10,4	10,9	10,3	10,02	6,1	4,2	3,2	3	2,3	4,3	4,0	2,75
PF Komerční banky	9,44	8,36	9,1	9,5	7,2	4,89	4,4	4,63	3,4	3,5	4,0	3,00
PF České pojišťovny	10,3	9,2	9,6	9,72	6,6	4,5	3,8	3,2	3,1	3,5	3,8	3,3
Zemský PF	11,8	7	7	7	7	5,01	4,6	4,11	4,01	4,38	4,6	4,6
PF České spořitelny	4	8,1	9,05	8,33	4,4	4,2	3,8	3,5	2,64	3,74	4,03	3,04
Allianz PF	-	-	8,9	9,1	6	3,8	4,36	3,71	3	3	3	3,11

Zdroj: Asociace penzijních fondů

Tabulka 10. Zhodnocení prostředků účastníků za dobu existence penzijního připojištění (v % p.a.)

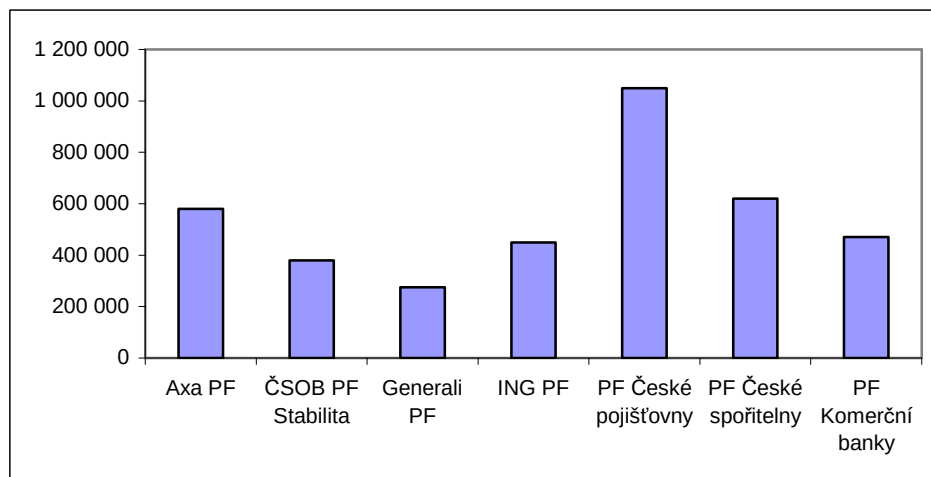
ING penzijní fond	Generali PF	Winterthur PF	ČSOB PF Progres	ČSOB PF Stabilita	PF Komerční banky	PF České pojišťovny	Zemský PF	PF České spořitelny	Allianz PF
6,56	6,51	6,37	6,70	5,96	5,95	5,89	5,93	4,90	4,80

Zdroj: Ivo Dittrich

Tabulka 11. Průměrné zhodnocení prostředků fondu za sledované období

Velikost penzijního fondu

Fond s vysokým počtem klientů má vzhledem k efektům úspor z rozsahu možnost snižovat své náklady. To se samozřejmě pozitivně projevuje v jeho hospodářských výsledcích a připisovaném zhodnocení. Platí také pravidlo, že větší penzijní fond dokáže lépe diverzifikovat svá investiční rizika a je relativně imunní vůči následkům případného náhlého odlivu části klientů. Velikost fondu také nepřímě svědčí o kvalitě společnosti a úrovni jeho managementu.



Zdroj: Asociace penzijních fondů

Graf 5. Počet aktivních účastníků v PF k 1.1.2007

Úroveň klientského servisu

Zde nás v posuzování budou zajímat zejména tyto otázky: Využívá fond internetové bankovníctví? Lze uzavřít smlouvu, měnit smluvní podmínky, sledovat uskutečněné transakce, stav účtu a komunikovat s fondem prostřednictvím internetu?

4.7. Vybrané fondy

Pro investiční složku portfolia

Jak již bylo zmíněno, na českém trhu působí celá řada podílových fondů. V našem investičním doporučení se tedy budeme orientovat na akciové fondy, které jsou vedeny v českých korunách. Vzhledem ke klientovu investičnímu stylu budeme také zohledňovat výši minimální investice a vstupní poplatek.

Podrobněji budeme zkoumat následující dva akciové fondy:

ING International Český akciový fond				
Datum založení	Minimální investice	Vstupní poplatek	Výstupní poplatek	Poplatek za správu
27.10.1997	500 CZK	3,8%	0	2,00% p.a.

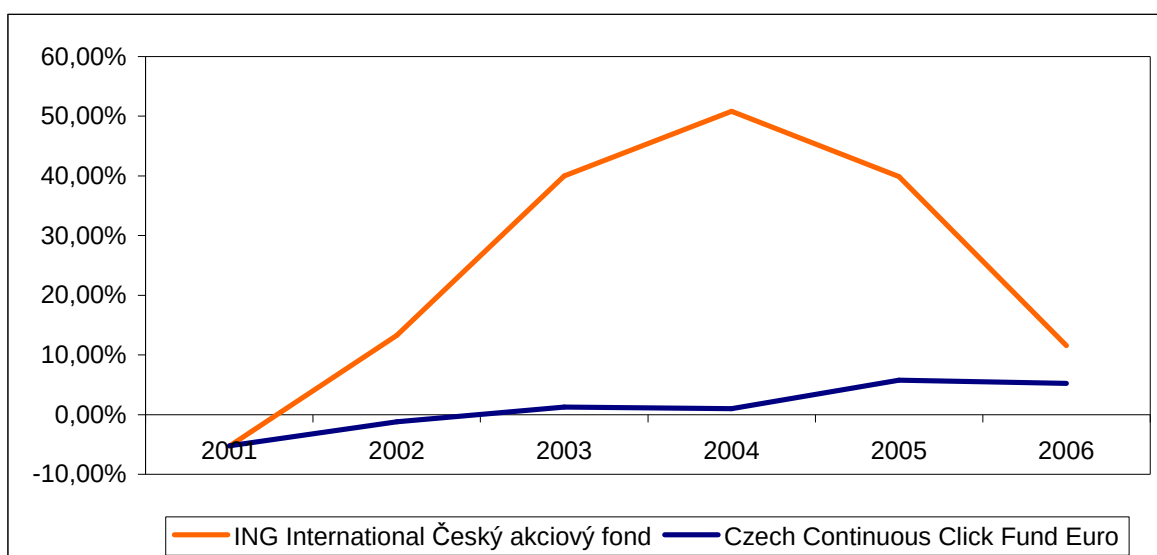
Zdroj: ING

Tabulka 12. Podmínky fondu ING International Český akciový fond

ING-Czech Continuous Click Fund Euro				
Datum založení	Minimální investice	Vstupní poplatek	Výstupní poplatek	Poplatek za správu
16.10.2000	500 CZK	2,7%	0	1,25% p.a.

Zdroj: ING

Tabulka 13. Podmínky fondu ING-Czech Continuous Click Fund Euro



Zdroj: ING

Graf 6. Roční výnosy uvedených fondů v % p.a.

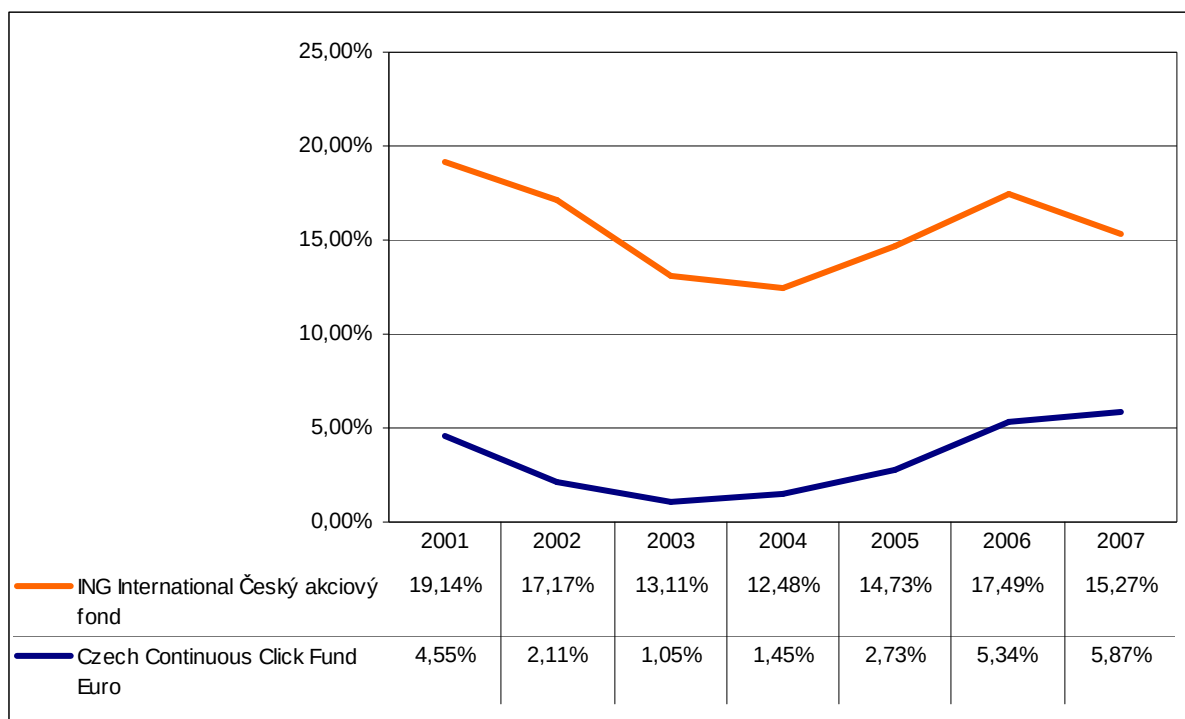
Na tomto místě je opět nutné upozornit na krátkou časovou řadu, a proto je graf spíše orientační. ING International Český akciový fond je přitom nejstarším fondem v ČR, který umožňuje investovat v českých korunách.

Vzájemná korelace mezi denními kurzy podílů těchto fondů je od roku 2001 do roku 2006 0,9. Kurzy se v uvedeném období tedy ubíraly prakticky stejným směrem.

Jak by klient investováním do těchto fondů čelil riziku?:

- Diverzifikací v rámci aktiv fondu.
- Díky investiční metodě Dollar Cost Averaging by se vyhnul riziku nákupu cenných papírů v nevhodnou dobu.
- Má dlouhý investiční horizont.
- Fondy jsou různě regionálně zaměřeny.

Zajímavý je zejména pohled na rizikovost s jakou tyto fondy dosahují svých kapitálových výnosů.



Zdroj: ING

Graf 7. Roční hodnoty volatility

Je zřejmé, že agresivnější typ investora si vybere ING International Český akciový fond.

4.7.1. Podrobnější představení podílových fondů

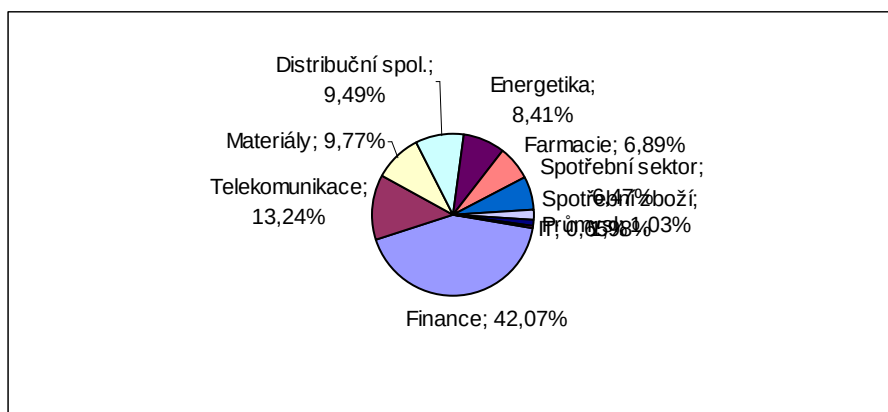
ING International Český akciový fond

Český akciový fond je určen investorům, jejichž cílem je dlouhodobé zhodnocení kapitálu prostřednictvím investic do společností, jejichž akcie se obchodují na českém, maďarském, polském a dalších východoevropských akciových trzích. Riziko dočasného

poklesu hodnoty portfolia by mělo být vyváženo vyšším očekávaným celkovým výnosem v delším časovém období.

Cílem fondu je dosáhnout dlouhodobého kapitálového výnosu. Za tímto účelem fond investuje nejméně 51% aktiv do akcií obchodovaných na Burze cenných papírů Praha nebo jiném regulovaném českém trhu. Nejvýše 49% aktiv je umístěno především do kótovaných polských a maďarských akcií a v menší míře také na Slovensku, v Rumunsku, Bulharsku, Litvě, Lotyšsku, Estonsku, Chorvatsku a Slovinsku. Fond investuje převážně do významných, etablovaných společností z různých sektorů. Benchmark fondu tvoří: PX Index (52%), WIG Index (26%), BUX Index (20%), SAX Index (2%).

Je všeobecně předpokládáno, že střeoevropské akciové trhy budou v budoucnu těžit z následujících očekávaných pozitivních skutečností: z nadprůměrného růstu jednotlivých ekonomik; z pokračující privatizace státních podílů; a v dlouhodobém horizontu z integrace všech čtyř zemí do evropských struktur.



Zdroj: ING

Graf 8. Oborová struktura k 31.10.2007

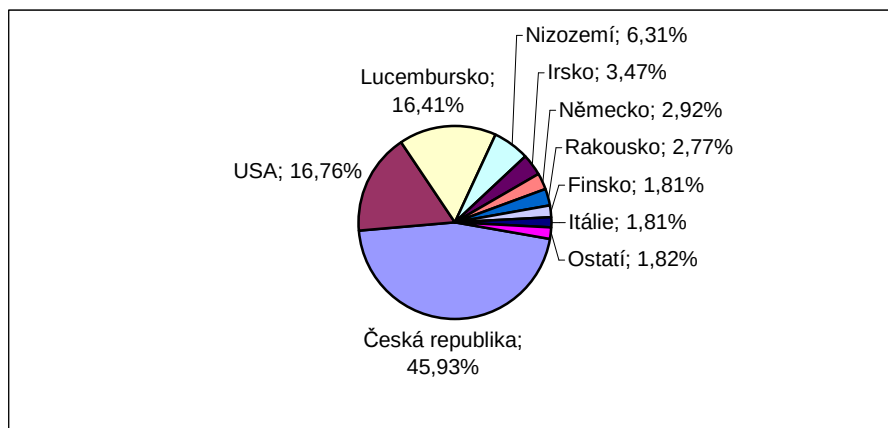
Název	Odvětví	Podíl v %
ČEZ	Distribuční spol.	9,14
Český Telecom	Telekomunikace	8,74
Erste Bank	Finance	8,62
Komerční Banka	Finance	7,62
Unipetrol	Materiály	4,98
Otp Bank	Finance	4,62
Kghm Polska Miedz	Materiály	3,82
Mol Magyar Olaj Gazipari	Energetika	3,62
Orco Property Group	Finance	3,33
Zentiva	Farmacie	3,26

Zdroj: ING

Tabulka 14. 10 nejvýznamnějších akcií k 31.10.2007

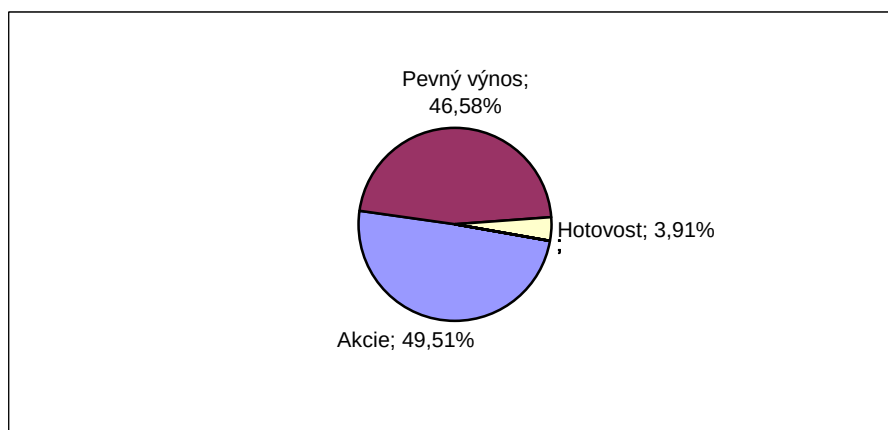
ING-Czech Continuous Click Fund Euro

Fond nabízí investorům příležitost podílet se na potenciálním růstu indexu (Dow Jones Euro Stoxx 50 Index, při zachování chráněné hodnoty portfolia ve výši 90 %. Tato část je investována do vysoce kvalitních cenných papírů, znějících na českou korunu. Jednou měsíčně může být zvýšena chráněná hodnota portfolia fondu - tzv. "click". To se děje pouze v případě, že došlo k navýšení hodnoty aktiv fondu od posledního kliku.



Zdroj: ING

Graf 9. Rozložení aktiv podle zemí k 31.10.2007



Zdroj: ING

Graf 10. Struktura portfolia k 31.10.2007

Závěr

S ohledem na výše zmíněná kritéria (zejména rizikovost a potenciální výnos), se klient rozhodl pro riskantnější variantu a svou případnou investici bude směřovat do fondu ING International Český akciový fond. Je předpoklad, že vyšší rizikovost bude vykompenzována vyšším výnosem v dlouhém investičním horizontu.

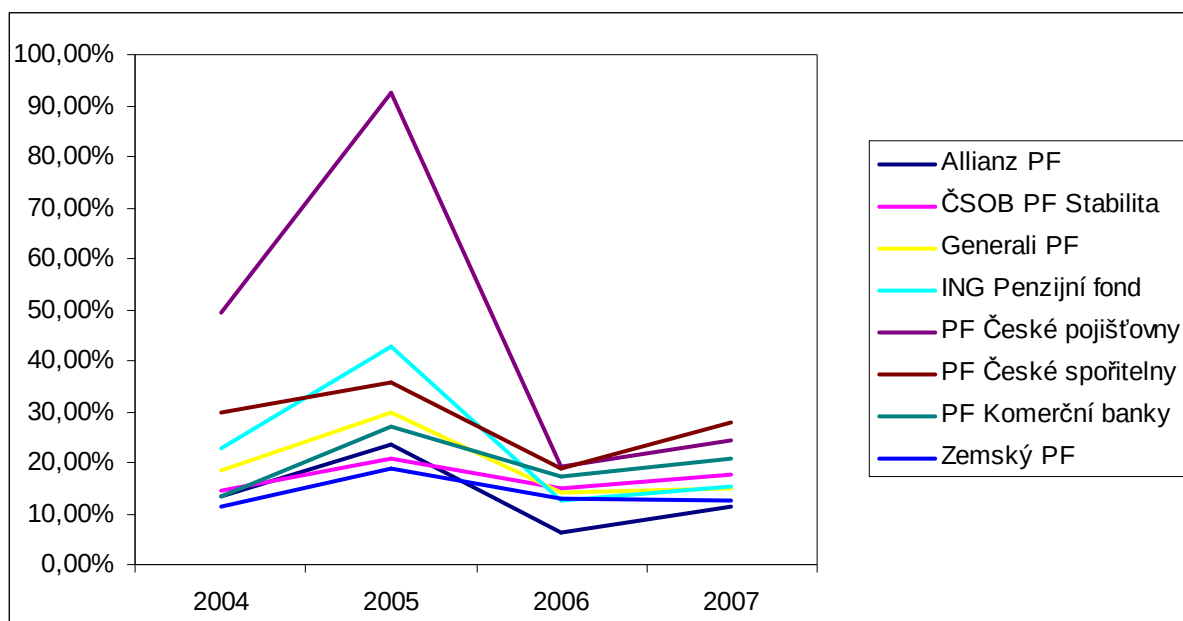
4.7.2. Podrobnější představení penzijního fondu

Klient bral v úvahu zejména velikost fondu podle počtu účastníků a průměrné zhodnocení prostředků od roku 1995. Podle takto nastavených parametrů je nejvýhodnější ukládat finance do penzijního fondu České pojišťovny.

Penzijní fond České pojišťovny

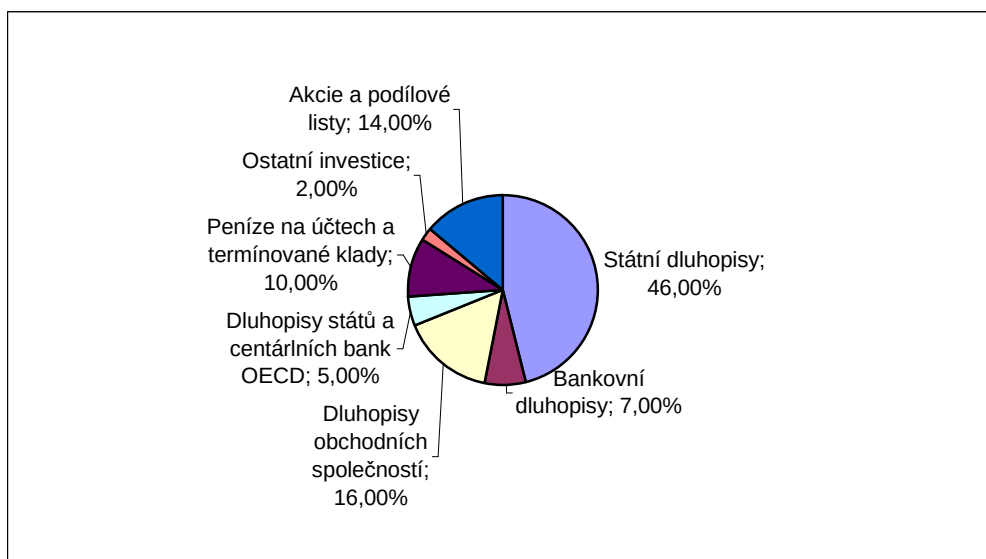
Penzijní fond České pojišťovny působí na trhu penzijního připojištění od roku 1994. Jeho zakladatelem a jediným akcionářem je Česká pojišťovna. Za deset let svého působení si Penzijní fond České pojišťovny vybudoval postavení nejsilnější společnosti a v současnosti je nejdynamičtější se rozvíjícím penzijním fondem v České republice.

Penzijní fond České pojišťovny nabízí penzijní připojištění se státním příspěvkem a dle zákona poskytuje všechny druhy penzí - starobní, výsluhovou, invalidní a pozůstalostní.



Zdroj: Asociace penzijních fondů

Graf 11. Dynamika nárůstu aktiv v % p.a. v jednotlivých letech



Zdroj: PF České pojišťovny
Graf 12. Struktura aktiv fondu k 31.10.2007

Není bez zajímavosti, že založení a další změny parametrů jako např. jména, kontaktních údajů a výši měsíčních příspěvků lze provádět pomocí internetu.

4.8. Navržené strategie

Spořicí strategie

V této strategii by klient celých 1000 CZK ukládal do vybraného penzijního fondu.

Doba pojištění	Příspěvek účastníka		Státní příspěvky	Podíl na zisku fondu ⁵⁴	Celkem naspořená částka
	měsíčně	kumulativně			
5 let	1000	60 000	9 000	9 160	78 160
10 let	1000	120 000	18 000	39 914	177 914
15 let	1000	180 000	27 000	98 229	305 229
20 let	1000	240 000	36 000	191 718	467 718
25 let	1000	300 000	45 000	330 100	675 100
30 let	1000	360 000	54 000	525 777	939 777

Zdroj: PF České pojišťovny
Tabulka 15. Předpokládaný stav na účtu účastníka

⁵⁴ Předpokládáme dlouhodobé zhodnocení aktiv 5% p.a.

Náš klient by tedy za současných podmínek odcházel do důchodu se 939 777 CZK. Zohledníme-li ale dlouhodobou očekávanou inflaci ve výši 4% p.a., potom tato naspořená částka bude mít současnou kupní hodnotu 289 750 CZK⁵⁵.

Agresivní strategie

Je opakem strategie spořicí. 1000 CZK by zde klient pravidelně měsíčně investoval do vybraného akciového fondu.

Doba investování	Investovaná částka		Výše vstupních poplatků ⁵⁶	Hodnota portfolia ⁵⁷
	měsíčně	kumulativně		
5 let	1000	60 000	2 280	72 558
10 let	1000	120 000	4 560	186 161
15 let	1000	180 000	6 840	364 026
20 let	1000	240 000	9 120	642 507
25 let	1000	300 000	11 400	1 078 519
30 let	1000	360 000	13 680	1 761 175

Zdroj: Ivo Dittrich

Tabulka 16. Předpokládaná hodnota investice

Klient by pomocí tohoto investování odcházel do důchodu se 1 761 175 CZK. Po opětovném přepočtu na současnou hodnotu aktiv za 30 let, činí tato částka při inflaci 4% p.a. 543 003 CZK.

Vyvážená strategie

Je kombinací obou předchozích. Klient spoří 500 CZK měsíčně pomocí penzijního fondu a 500 CZK měsíčně investuje do podílového fondu.

⁵⁵ $\text{odúročitel} = 1/(1 + i)^n$

⁵⁶ Zahrnuje vstupní poplatek 3,8%

⁵⁷ Předpokládáme zhodnocení aktiv 9% p.a. a zohledňujeme vstupní poplatky

Doba pojištění	Příspěvek účastníka		Státní příspěvky	Podíl na zisku fondu ⁵⁸	Celkem naspořená částka
	měsíčně	kumulativně			
5 let	500	30 000	9 000	5 177	44 177
10 let	500	60 000	18 000	22 560	100 560
15 let	500	90 000	27 000	55 521	172 521
20 let	500	120 000	36 000	108 362	264 362
25 let	500	150 000	45 000	186 578	381 578
30 let	500	180 000	54 000	297 179	531 179

Zdroj: PF České pojišťovny
Tabulka 17. Předpokládaný stav na účtu účastníka

Doba investování	Investovaná částka		Výše vstupních poplatků ⁵⁹	Hodnota portfolia ⁶⁰
	měsíčně	kumulativně		
5 let	500	30 000	1 140	36 279
10 let	500	60 000	2 280	93 080
15 let	500	90 000	3 420	182 013
20 let	500	120 000	4 560	321 254
25 let	500	150 000	5 700	539 260
30 let	500	180 000	6 840	880 588

Zdroj: Ivo Dittrich
Tabulka 18. Předpokládaná hodnota investice

Klient by po součtu peněz investované a spořicí složky portfolia odcházel do důchodu s 1 411 767 CZK. Po zohlednění inflace 4% p.a. po dobu 30 let bude mít tato částka současnou kupní hodnotu 435 274.

⁵⁸ Předpokládáme dlouhodobé zhodnocení aktiv 5% p.a.

⁵⁹ Zahrnuje vstupní poplatek 3,8%

⁶⁰ Předpokládáme zhodnocení aktiv 9% p.a. a zohledňujeme vstupní poplatky

4.8.1. Interpretace strategií

Je zřejmé, že jistota zhodnocení vkladů u penzijního připojištění je vykoupena ztrátou nákladů příležitosti u potenciální investice. Zajímavý bude pohled na výtěžnost vlastního kapitálu u penzijního připojištění, tedy jakou maximální částku se vyplatí spořit.

Doba pojištění	Příspěvek účastníka		Státní příspěvky	Podíl na zisku fondu ⁶¹	Celkem naspořená částka	Index využití VK ⁶²
	měsíčně	kumulativně				
30 let	100	36 000	18 000	68 580	122 580	1 225,8
30 let	200	72 000	32 400	132 587	236 987	1 184,9
30 let	300	108 000	43 200	192 023	343 223	1 144
30 let	400	144 000	50 400	246 887	441 278	1 103,2
30 let	500	180 000	54 000	297 179	531 179	1 062,3
30 let	1000	360 000	54 000	525 777	939 777	939,8

Zdroj: PF České pojišťovny

Tabulka 19. Index využití vlastních prostředků

Podle tohoto indexu lze říci, že čím méně účastník penzijního připojištění ukládá peněz, tím je více zvýhodňován. Stát tak činí jistě záměrně, kvůli podpoře sociálně slabších. Z tabulky vyplývá, že tento index bude mít od částky 500 CZK razantně sestupnou tendenci. Proto námi navrhovaná spořicí strategie není z dlouhodobého pohledu vhodná.

Při rozhodování mezi vyváženou a agresivní strategií záleží na ochotě klienta riskovat. V našem extrémně dlouhém investičním horizontu je ale riziko poklesu hodnoty investice nízké.

Je třeba také zdůraznit likviditu takto investovaných prostředků. V případě nenadálých životních situací může mít klient své peníze na běžném účtu za tři dny. Z důvodu likvidity a potenciálního zisku bych klientovi doporučil agresivní strategii.

⁶¹ Předpokládáme dlouhodobé zhodnocení aktiv 5% p.a.

⁶² Počítáme jako podíl celkem naspořené částky a měsíčního vkladu

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo navrhnout optimální strategii zajištění se na důchod pomocí kapitálového trhu. Byla vytyčena strategie spořicí, využívající pouze produktu penzijního připojištění, agresivní, kde se naopak všechny určené prostředky investují a vyvážená, spočívající v rozdělení portfolia na složku investiční a spořicí.

Lidé by při řešení nelehké otázky alokace aktiv určených až na důchodový věk měli brát na vědomí zejména tyto faktory:

- Věk
- Současná ekonomická situace jedince
- Sklon k investování/spoření (osobní rizikový profil)

Tato diplomová práce jednoznačně ukazuje výhodnost investování oproti spoření pro mladší lidi s dlouhým investičním horizontem (v naznačeném případě 30 let). Krátkodobé volatilitě trhů čelíme kromě investičního horizontu také metodou Dollar Cost Averaging. Otázka věku a spoření je také zajímavá s ohledem na náklady příležitosti. Často prodejci penzijního připojištění argumentují, že státní podpora je „zdarma“. Není to samozřejmě pravda. Aby klient dostal maximálně 150 CZK „zdarma“, musí vynaložit 500 CZK. Za těchto 500 korun si ale mohl pořídit jakýkoliv jiný statek nebo mohl prostředky investovat a dosáhnout daleko zajímavějších výnosů než pouhým spořením.

Velkou roli na rozhodování mezi spořením a investováním má také ekonomická situace jedince. Současné nastavení penzijního připojištění totiž díky příspěvkovému stropu znevýhodňuje klienty, kteří si jsou ochotni ukládat více než 500 CZK měsíčně.

Dalším faktorem ovlivňující naše rozhodování při výběru strategie je osobní rizikový profil, kdy ne všichni jsou schopni sledovat jak hodnota jejich investice klesá a zároveň své investiční chování neměnit. Neustálé pokusy o časování trhu jsou z dlouhodobého hlediska zárukou zklamání.

Navržené strategie, ke kterým jsou uvedeny výpočty v jednotlivých scénářích ekonomického vývoje, mohou sloužit jako návod pro dlouhodobou investici/spoření každého občana. V tomto smyslu bylo cíle práce dosaženo.

Seznam použitých zdrojů

- [1] BREALEY, R. A. – MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. 4. vydání
Praha: EAST Publishing, s.r.o. 1999. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
- [2] GLADIŠ, D.: Naučte se investovat. 1. vydání: Praha, Grada Publishing a.s. 2004.
155 s. ISBN 80-247-0709-8.
- [3] KOUHOUT, P.: Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 3. vydání: Praha, Grada
Publishing, a.s. 2003. 257 s. ISBN 80-247-0560-7.
- [4] REJNUŠ, O.: Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. 1. vydání Praha:
Computer Press 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.
- [5] STEIGAUF, S.: Fondy – jak vydělávat pomocí fondů. 1. vydání: Praha, Grada
Publishing, a.s. 2003. 192 s. ISBN 80-247-0247-9.
- [6] URL: <http://www.ifondy.cz/index.php?a=proc>
- [7] URL: <http://www.duchodovka.cz/zpravy.html>
- [8] URL: <http://www.ods.cz>
- [9] URL: <http://www.cssd.cz>
- [10] URL: http://www.pse.cz/obchodovani/promptni_trh.asp
- [11] URL: http://www.rmsystem.cz/osp/osp_udaj.asp
- [12] URL: <http://www.scp.cz/wwwscp/default.htm>
- [13]
URL: http://www.ies.fsv.cuni.cz/storage/publication/246_duchodyreformy_socpol_1997.pdf

Seznam použitých zkratek a symbolů

- ČNB – Česká národní banka
BCPP – Burza cenných papírů Praha
SCP – Středisko cenných papírů
ČSÚ – Český statistický úřad
MPSV – Ministerstvo práce a sociálních věcí
DB – Dávkově definované základní důchodové pojištění
PAYGO – Průběžně definované základní důchodové pojištění
DC – Příspěvkově definované základní důchodové pojištění
ČSSZ – Česká správa sociálního zabezpečení
EU – Evropská unie
ČR – Česká republika
CP – Cenný papír
SPAD – Systém na podporu akcií a dluhopisů
AKAT – Asociace pro kapitálový trh
ODS – Občanská demokratická strana
ČSSD – Česká strana sociálně demokratická
SZ – Strana zelených
KSČM – Komunistická strana Čech a Moravy
NDC – Systém pomyslných individuálních účtů