

Potřebují investiční produkty v režimu dlouhodobého investičního produktu regulaci vstupních poplatků?

*Petr Pecina**

Abstrakt:

Zásadní změny v daňových benefitech od r. 2024 vedou ke změně obchodních strategií firem distribuujících finanční produkty v režimu dlouhodobého investičního produktu. V odborné veřejnosti se nyní objevují návrhy na možnou regulaci vstupních poplatků placených u dlouhodobého investičního produktu. Příspěvek diskutuje možný vliv regulace ovlivňující výši provize za zprostředkování produktu na celkový objem prodeje produktu, který je zároveň státem podporován. Vlivem regulace penzijních produktů na fungování trhu s těmito produkty se v minulosti ve svých publikacích zabývali např. autoři Šindelář a Erben (2017) a dále Musílek (2018). Ve svém příspěvku se věnuji paradoxu regulace provizi u jinak státem podporovaných produktů a samoregulační funkci vstupních poplatků na nastavení výše provize. Úvodní část příspěvku je věnována porovnání produktů spoření na stáří z pohledu obchodní strategie distribučních společností. Následuje porovnání vlivu dvou základních forem vstupních poplatků. V závěrečné části jsou rozebírány další souvislosti možné regulace vstupních poplatků.

Klíčová slova: Dlouhodobý investiční produkt; Penzijní společnosti; Regulace a dohled.

JEL klasifikace: G20, G510.

1 Úvod

Od ledna 2024 se rozšířila oblast daňově zvýhodněných produktů, pomocí kterých mohou občané vytvářet úspory na období stáří, o novou formu spoření či investování – tzv. dlouhodobý investiční produkt (dále jen „DIP“). Nejedná se o nově vzniklý produkt, ale režim daňového zvýhodnění pro finanční produkty na zhodnocování úspor klientů na stáří, které splňují předem dané podmínky (definice nástrojů, do kterých může správce produktu alokovat prostředky klientů, minimální doba spoření a minimální věk klienta v okamžiku výběru úspor). DIP představuje nový finanční nástroj, který má za cíl podpořit občany v zabezpečení na stáří prostřednictvím investic s daňovou podporou. Jak vyplývá již z Koncepce rozvoje kapitálového trhu v ČR schváleného vládou ČR a dále ze zákona č. 462/2023 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s rozvojem finančního trhu

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

Článek je zpracován jako výstup projektu Nové trendy a inovace na finančních a kapitálových trzích evidovaného Interní grantovou agenturou VŠE v Praze pod označením F1/47/2022.

a s podporou zajištění na stáří, DIP je součástí širší strategie rozvoje kapitálového trhu a podpory dlouhodobého spoření. DIP je upraven v zákoně č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, ze kterého vyplývá mj., že poskytovatelé DIP musí být registrováni v seznamu poskytovatelů DIP, vedeném ČNB. Aktuálně ČNB eviduje 25 českých poskytovatelů DIP a čtyři zahraniční poskytovatele. Dále tento zákon upravuje, kdo může být poskytovatelem DIP, jaké jsou jeho povinnosti a jaké nástroje mohou tvořit majetek DIP.

Z nedávného průzkumu, který si nechala zpracovat Asociace pro kapitálový trh (AKAT), vyplývá, že účastníci penzijního spoření si do produktu uložili přibližně 6 % svých peněžních prostředků, přitom 65 % svých peněžních prostředků drží na běžných a spořicíh účtech. AKAT ve svých tiskových zprávách uvádí, že DIP se těší velké popularitě mezi investory. Dle údajů AKAT aktuálně zhodnocuje úspory v DIP ke konci 3. čtvrtletí 2024 78.680 investorů, přitom ke konci 1. čtvrtletí 2024 to bylo 22.445 investorů.

DIP je jedním z tzv. *produktů spoření na stáří*, které upravuje § 15a zákona č. 586/1992 Sb., o dani z příjmů. Cílem daňové podpory *produktů spoření na stáří* je jednoznačně zvýšení podílu soukromých úspor na budoucí udržitelnosti financování životní úrovně penzistů oproti současnému stavu. Neboť DIP není jeden konkrétní typ finančního produktu, výrazně se od r. 2024 rozšířila možnost vytváření úspor na penzi, což je jednoznačně pozitivní změna.

Penzijní, investiční a pojistné produkty prošly v evropském prostředí od roku 2013, kdy vstoupila v ČR v platnost důchodová reforma, zásadními úpravami, které byly realizované nejen prostřednictvím zákonů dané země, ale především prostřednictvím regulace v podobě evropských směrnic MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive), MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation), UCITS V (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), IDD (Insurance Distribution Directive) a regulace PRIIPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products). Celkově měly změny ve finančních produktech a regulace jejich distribuce zcela jistě pozitivní dopady na fungování trhu s těmito finančními produkty. Změna produktu III. pilíře důchodového zabezpečení v r. 2013 v ČR významně rozšířila možnost zhodnocení soukromých penzijních úspor a vedla k nárůstu průměrné roční výnosnosti ve vyvážených a dynamických účastnických fondech oproti zhodnocení v původním produktu penzijního připojištění se státním příspěvkem. Jak potvrzuje Papík (2017) na příkladu Slovenska, právě rozšíření možnosti alokace aktiv penzijních společností do rizikovějších cenných papírů je klíčovým faktorem k dlouhodobému růstu hodnoty jimi spravovaných portfolií. Kult, Skrabka (2021) pozitivně hodnotí zavedení standardizovaného dokumentu KID (Key Information Document) a domnívají se, že omezení provizí u produktu IŽP, který spadá do skupiny PRIIPs, bylo žádoucí, neboť profitabilita IŽP pro pojistitele a pojistníka je dosažena pouze v dlouhodobém horizontu a krátkodobě na uzavření produktu IŽP profitují pouze

zprostředkovatelé. V některých ohledech bývají však dopady regulace vyhodnoceny nejednoznačně. Fras, Pauch, Walczak, Bera (2024) se ve své práci zabývají analýzou vlivu regulace distribuce pojistných produktů pomocí směrnice IDD na evropský pojistný trh a ochranu spotřebitele. Dospívají k závěru, že směrnice sice zvýšila transparentnost činnosti pojišťovacích zprostředkovatelů a zlepšila standardy jejich obchodních praktik, přesto však distribuce pojistných produktů v EU zůstává i po implementaci IDD značně fragmentovaná (jednotlivé státy EU se podle autorů liší především distribučními kanály a požadavky na registraci zprostředkovatelů). Doporučují, aby budoucí regulace kladla mnohem větší důraz na zvýšení finančního vzdělání spotřebitelů než na uvalení dalších povinností na zprostředkovatele. Chorkowy, Bobrowka (2021) potvrzují na analýze III. pilíře penzijního zabezpečení v Polsku, že podíl III. pilíře na budoucí životní úrovni polských důchodců bude malý, pokud se nezvýší ekonomické znalosti a povědomí v oblasti investičních a penzijních produktů především u účastníků, kteří budou do dobrovolných penzijních programů vkládat své úspory dlouhodobě (tedy u mladých účastníků). Fang, Hope, Huang, Moldovan (2020) se ve své práci věnují směrnici MiFID II a shodují se, že přispěla ke zvýšení transparentnosti trhu s investičními produkty, i když vedla krátkodobě ke snížení likvidity evropského akciového trhu. Joenväärä, Kosowski (2020) ilustrují na příkladu hedge fondů, že fondy regulované směrnicí UCITS (určené primárně pro retailové investory) dosahují nižší výnosnosti než tradiční hedge fondy (určené pro kvalifikované investory). Autoři odhadují, že nepřímé náklady regulace UCITS se pohybují mezi 1,06 % a 4,05 % ročně. Závěry zmíněných autorů naznačují, že k regulaci finančních produktů je třeba přistupovat citlivě, nezaměřovat se pouze na povinnosti distributorů, ale věnovat pozornost i posílení schopnosti zákazníků orientovat se v nabídce finančních produktů, zároveň je vhodné objektivně vyhodnocovat dopady regulace. Domnívám se, že státem podporované finanční produkty, jejichž cílem je zvýšení objemu soukromých penzijních úspor, vyžadují v oblasti regulace zvýšenou opatrnost. Regulace především těchto finančních produktů by měla být zaměřena nejen na udržení dostatečně kvalitní činnosti finančních zprostředkovatelů, ale zároveň by měla pomoci přibližovat finanční produkty zákazníkovi (např. díky zavedení srozumitelných a jednoznačných pojmů a podmínek produktů). V ČR produkty spoření na stáří reprezentují tři rozdílné typy finančních produktů (penzijní, investiční a pojistné) se samostatnou regulací pro zprostředkovatele a s mnohdy nejasně použitými pojmy. Jako příklad je možné uvést název produktu doplňkové penzijní spoření, který není – jak upozorňuje Musílek (2012) – vhodně zvolen, neboť v produktu DPS jsou prostředky klientů umisťovány do nástrojů kolektivního investování. Název produktu DPS tedy naznačuje zajištění stabilního výnosu v podobě spoření, i když výnos v produktu DPS není zaručen.

Při tvorbě penzijních úspor a zajištění dostatečné životní úrovně budoucích penzistů je zásadním faktorem vnímání osobní zodpovědnosti každého produktivního

občana. V produktivním období života stráví občan v průměru přibližně 40 – 45 let, což by měla být dostatečná doba na vytvoření dostatečné výše úspor na postproduktivní období. Jak uvádí Sulka (2022), jedinci se špatnou sebekontrolou dosahují výrazně nižší míry úspor. Akhtar (2023) jako hlavní faktory ovlivňující ochotu spořit v penzijních programech uvádí věk, vzdělání, příjem, pracovní postavení, zdraví, politickou orientaci a přístup k finančním nástrojům a informacím. Jeho výzkum ukazuje, že významnou roli v motivaci jednotlivců tvořit si úspory v soukromých penzijních produktech hrají faktory vzdělání, příjem a pracovní postavení. Fadejeva, Tkacevs (2022) se věnovali studiu lotyšského penzijního systému a vlivu daňové podpory na tvorbu soukromých penzijních úspor. Zjistili, že vyšší daňová podpora nevede ke zvýšení celkových soukromých úspor. Nýbrž jen v rámci celkových úspor dochází k přeskupení z úspor bez daňové podpory k těm s daňovou podporou. Jejich práce však akcentuje důležitost státních podpor, bez které by se nerovnosti mezi důchodci nadále prohlubovaly. Marotta (2019) se ve svém článku věnuje distribuci penzijních produktů v Itálii prostřednictvím státní pošty a dokazuje, že způsob distribuce soukromých penzijních produktů má výrazný vliv na úspěšnost prodeje. Zajímavým závěrem z článku je např. skutečnost, že soukromé penzijní plány na podkladu pojistného produktu (s vyšší nákladovostí a nižšími výnosy) mohou být nakonec více prodáváným produktem než penzijní produkt na principu otevřených podílových fondů (s vyššími průměrnými výnosy), a to právě díky distribuci produktu prostřednictvím státní pošty. V českém prostředí jsme se s distribucí penzijních produktů v prostorách České pošty mohly rovněž setkat. Od r. 2013 byly produkty II. a III. pilíře nabízeny i na pobočkách České pošty. I přesto ale o úspěšné distribuci penzijních produktů mluvit nemůžeme. Autoři Reuter, Chalmers (2012) analyzují vliv provizí finančních poradců na prodej penzijních produktů. Autoři dochází k závěru, že systém odměn ovlivňuje objem prodaných smluv. Ve svých doporučeních uvádí, že je vhodné volit spíše provize vyplácené z objemu spravovaných aktiv než provize za prodej konkrétního produktu. Hinz (2019) zkoumá faktory (mj. i vliv veřejných pobídek v podobě daňových úlev) ovlivňující ochotu klientů vytvářet úspory v soukromých penzijních produktech. Ve svém článku zdůrazňuje, že větší dopad na ochotu spořit v penzijních produktech může mít negativní motivace v podobě snižujícího se státního důchodu než pozitivní motivace v podobě daňových úlev.

Ze závěrů uvedených zahraničních autorů vyplývá, že podoba distribuce soukromých penzijních produktů může zásadním způsobem ovlivnit objem prodaných produktů, a tedy i celkovou výši soukromých penzijních úspor, což je i tématem tohoto příspěvku. V následující kapitole proto vliv distribuce penzijních produktů budu blíže analyzovat v kontextu českého prostředí. V kapitole 3 navíc zohledním možný negativní vliv regulace provizí za zprostředkování finančních produktů na objem prodaných produktů.

Poskytovatelé DIP zcela očekávatelně spatřují v daňové podpoře nový obchodní potenciál. Aktuálně se tedy z obchodního hlediska nabízejí tři hlavní skupiny penzijních produktů:

- soukromé životní pojištění (typicky se jedná o investiční životní pojištění – dále jen „IŽP“),
- doplňkové penzijní spoření (dále jen „DPS“),
- dlouhodobý investiční produkt (DIP) – nejčastěji ve formě pravidelné investice do nástrojů kolektivního investování.

Cílem tohoto příspěvku je analýza příčin nízkého zájmu o státem podporované penzijní produkty v českém prostředí nikoliv z pohledu motivace zákazníka (poptávková strana), ale z hlediska omezení a regulace na straně distribuce (nabídková strana) se zaměřením na nově podporovaný dlouhodobý investiční produkt. Ve svém příspěvku zodpovím otázku, zda je výše jednorázově předpláceného vstupního poplatku u DIP v podobě pravidelné investice do nástrojů kolektivního investování relativně vysoká (v porovnání s pravidelně placeným vstupním poplatkem) a zda by bylo vhodné výši vstupního poplatku z důvodu ochrany zákazníků regulovat, nebo zda naopak převažují důvody pro nezasahování do výše vstupního poplatku. V první části příspěvku se budu věnovat porovnání tří produktů spoření na stáří z pohledu faktorů na straně distribuce a v další části porovnáím dvě formy placení vstupního poplatku u DIP a určím srovnatelnou výši vstupního poplatku pro obě formy. Ve své analýze se budu opírat o veřejně dostupný sazebník vybraného poskytovatele DIP a rovněž o vlastní osobní znalost neveřejných obchodních kontraktů, na základě kterých je určena výše provize za zprostředkování finančních produktů, vycházející z mé dlouholeté praxe vázaného zástupce pro oblast všech tří typů produktů spoření na stáří (pojistné, investiční a penzijní produkty) a přístupu do neveřejné databáze obchodních kontraktů nezávislých zprostředkovatelských firem. Pro účely tohoto článku budu nadále v textu uvažovat DIP pouze v podobě pravidelné investice do nástrojů kolektivního investování. Své hodnocení produktů na stáří porovnáím s hodnocením šesti expertů z finančních institucí, profesních organizací a akademického prostředí, které jsem oslovil za účelem zajištění objektivitu hodnocení daných produktů.

2 Produkty spoření na stáří z pohledu distribuce

V této části budou diskutovány produkty spoření na stáří z obchodního hlediska. Cílem této kapitoly je identifikovat slabé a silné stránky tří hlavních produktů spoření na penzi z hlediska obchodního potenciálu daného produktu. Obchodní potenciál každého produktu bude hodnocen ze tří následujících hledisek:

- (1) vhodnost produktu pro spoření na penzi,
- (2) administrativní náročnost distribuce z důvodu regulace a
- (3) výška provize pro poskytovatele produktu.

Pro každé hledisko je stanovena hodnota od 1 (nejméně vhodný, nejméně náročný, nejnižší), po 3 (nejvíce vhodný, nejvíce náročný, nejvyšší). Hodnocení bylo provedeno šesti vybranými hodnotiteli, které jsem za tímto účelem oslovil. Hodnotitelé byli vybráni z odborníků, kteří mají teoretické znalosti či profesní zkušenosti s produkty spoření na stáří. Hodnotitelé 1 a 2 jsou zástupci akademické a profesní organizace, hodnotitelé 3, 4 a 5 jsou pracovníci vybraných finančních institucí, které poskytují některý (či více) produktů spoření na stáří. Hodnotitel 6 je zástupce samostatného zprostředkovatele (distributora) v oblasti pojistných a penzijních produktů. V Tab. 1–6 jsou uvedeny odpovědi těchto šesti hodnotitelů tří produktů spoření na stáří.

Tab. 1 Hodnotitel 1 – akademický pracovník

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	3	3
DPS	3	1	1
DIP	3	2	2

Tab. 2 Hodnotitel 2 – řídící pracovník profesní organizace

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	2	2
DPS	3	2	2
DIP	3	2	2

Hodnotitel 2 doplnil své hodnocení o komentář: „Ohledně poplatků u DIP záleží, co je podkladovým aktivem. DIP nemá vlastní poplatek, poplatek se týká podkladového aktiva. Záleží také, do čeho investuje DPS. Takže na tuto otázku je odpověď case by case, proto jsem dala střední hodnotu.“

Tab. 3 Hodnotitel 3 – vedoucí oddělení externích sítí pojišťovací společnosti

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	3	3
DPS	2	2	1
DIP	3	2	2

Tab. 4 Hodnotitel 4 – vedoucí oddělení externích sítí investiční společnosti

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	2	3
DPS	3	2	2
DIP	3	2	3

Tab. 5 Hodnotitel 5 – řídící pracovník oddělení externích sítí pojišťovací společnosti

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	3	3
DPS	3	2	1
DIP	3	2	2

Hodnotitel 5 doplnil své hodnocení o komentář: „I u IŽP je možné nalézt produkty s velmi nízkou poplatkovou zátěží za investiční složku. V případě DIP lze najít produkty s velmi rozdílnou poplatkovou strukturou. DPS je z tohoto pohledu asi nejvíce předvídatelný produkt.“

Tab. 6 Hodnotitel 6 – řídící pracovník distribuční společnosti

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	3	3
DPS	1	2	1
DIP	3	2	2

Hodnotitel 6 doplnil své hodnocení o komentář: „Dlouhodobě se domnívám, že IŽP bude v důsledku tlaku regulátora ukončeno, což je dobře, neboť spořit si na důchod s pojišťovnou nedává smysl. Na druhou stranu je potřeba rozšířit povědomí o DIP mezi zaměstnavatele, neboť vnímám, že zaměstnavatelé – zejména velké korporace – jsou poněkud rigidní vůči tomuto produktu. Může to být způsobeno náročností zavedení nového poskytovatele daňově zvýhodněného produktu do firemních systémů. Nicméně DIP, jako produkt na spoření na penzi, je krok správným směrem.“

Mezi hodnotiteli je možné vyzorovat mírné odchylky v hodnocení některých produktů. Tyto odlišnosti mohou být v případě zástupců finančních institucí ovlivněny vlastní praktickou zkušeností každého hodnotitele s konkrétními produkty podle toho, které konkrétní produkty daná instituce uvádí na trh či distribuuje. Instituce hodnotitele 3 poskytuje z produktů spoření na stáří produkt IŽP. Instituce hodnotitele 4 poskytuje produkt DIP a v rámci finanční skupiny ještě DPS. V případě instituce hodnotitele 5 se jedná o poskytovatele produktu IŽP a v rámci finanční skupiny i DPS. Hodnotitel 6 reprezentuje instituci, která distribuuje produkty IŽP a DPS. V tab. č. 7 uvádím souhrnné hodnocení všech šesti externích hodnotitelů vypočtené aritmetických průměrem poskytnutých hodnocení. Z tabulky č. 7 vyplývá největší shoda u produktu IŽP jakožto nejméně vhodného produktu pro spoření na penzi a zároveň produktu s nejvyšší úrovní provize za jeho zprostředkování. Zároveň se hodnotitelé absolutně shodli, že nejvíce vhodným produktem spoření na stáří je DIP. Vysoká úroveň shody je i u nízké úrovně provize v případě DPS.

Tab. 7 Souhrnné zprůměrované hodnocení všech šesti externích hodnotitelů

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1,00	2,67	2,83
DPS	2,50	1,83	1,33
DIP	3,00	2,00	2,17

V následující části porovnám hodnocení externích hodnotitelů s vlastním hodnocením produktů spoření na stáří.

2.1 IŽP

IŽP hodnotím rovněž jako externí hodnotitelé jako nejméně vhodný produkt spoření na penzi, a to především z důvodu malého výběru nabízených investičních nástrojů, nízké transparentnosti produktu pro klienta a nejvyšší úrovně klientských poplatků. Z pohledu regulace jsem názoru, že se jedná o nejvíce regulovaný produkt, neboť zprostředkovatel při prodeji produktu poskytuje klientovi radu, což obnáší náročnější administrativní proces nejen při prvotním prodeji produktu, ale i při jeho budoucí změně (tzv. podstatná změna produktu); navíc kontroly distribučních společností ze strany regulátora jsou často zaměřeny právě na produkty IŽP. Provize za zprostředkování IŽP jsou regulovány tzv. stornoobdobím v délce 5 let. I když samotná výše provize není omezena a dosahuje nejvyšší úrovně ze tří hodnocených produktů při srovnatelné délce trvání smlouvy a investované částce, pro výše uvedené důvody není produkt IŽP aktuálně obchodně využíván jako preferovaný produkt spoření na stáří.

2.2 DPS

Produkt DPS kombinuje výhody v podobě státního příspěvku a daňových úlev, je konstruován jako účelový produkt spoření na penzi nejen v období kumulace úspor, ale i v období výplaty renty díky definici výplatních schémat. Oproti DIP poskytuje produkt DPS omezenější nabídku investičních strategií (u jedné penzijní společnosti přibližně čtyři investiční strategie) a na konci spoření je produkt DPS zatížen daní z výnosu v případě jednorázové výplaty naspořených prostředků. Z pohledu regulace je produkt DPS srovnatelný s DIP – administrativní proces představuje vyplnění investičního dotazníku (test přiměřenosti, test vhodnosti a určení investičního profilu), záznamu z jednání a sjednání smlouvy o DPS. Oproti IŽP a DIP jsou u produktu DPS přísně regulované provize. Nejenže jsou regulované maximální výše poplatků za správu účastnických fondů, které si mohou účtovat penzijní společnosti, zároveň je omezená maximální výše provize za prodej produktu DPS, a to na relativně nízké úrovni. Maximální výše provize je zákonem č. 427/2011 Sb., o doplňkovém penzijním spoření stanovena na 7 % průměrné mzdy

v ekonomice za 1. – 3. čtvrtletí předcházejícího kalendářního roku. Penzijní společnosti se snaží motivovat k prodeji DPS tím, že vyplácí často maximální výši provize i pro nízké příspěvky účastníků, ale i tak považují omezení výše provize za hlavní faktor snížení prodeje penzijních produktů za posledních 10 let.

2.3 DIP

Oproti DPS nezískává klient v produktu DIP státní příspěvek, ale rovnou má nárok na daňový odpočet až do souhrnného limitu 48 000 Kč ročně. Nabídka investičních nástrojů, do kterých může klient investovat, je oproti IŽP a DPS velmi široká, zároveň DIP je z diskutovaných produktů nejvíce flexibilní. Administrativní náročnost při sjednání smlouvy je srovnatelná s produktem DPS. Provize za uzavření produktu není v tuto chvíli nijak regulována a je přímo ovlivněna výší vstupního poplatku, který přímo hradí klient při uzavření smlouvy. Jak uvádím v následujícím odstavci, za zprostředkování DIP je při srovnatelných parametrech smlouvy vyplácena provize přibližně poloviční ve srovnání s IŽP.

Z hodnocení externích hodnotitelů a mého vlastního hodnocení bych vnímal zásadní rozdíl pouze v hodnocení vhodnosti produktu DPS u hodnotitele 6, který považuje produkt DPS za stejně nevhodný pro spoření na penzi jako produkt IŽP. Produkt DPS z hlediska vhodnosti spoření na penzi považuji jako výrazně vhodnější než IŽP. Dále bych se v parametru výšky provize neshodoval s hodnocením hodnotitele 2 a hodnotitele 4. Výška provize v případě produktu DPS a IŽP se určuje z výše placeného měsíčního příspěvku, resp. ročního pojistného, u DIP je provize ovlivněna výškou vstupního poplatku, který sice transparentně platí klient při uzavření smlouvy, ale jeho výše se liší dle sazebníku jednotlivých poskytovatelů. Vyjdeme-li z modelové situace: výše investované částky 1 000 Kč, doba spoření 30 let, pak standardní výše zprostředkovatelské provize, která je určena obchodními kontrakty¹ mezi poskytovatelem produktu a distribuční společností (samostatným zprostředkovatelem), se pohybuje přibližně na těchto hodnotách: IŽP 24 000 Kč, DPS 2 500 Kč, DIP 12 000 Kč. Základnou pro určení provize je v případě IŽP roční pojistné, u DPS měsíční příspěvek účastníka a v případě DIP je to klientem placený vstupní poplatek. Výška provize je u srovnatelného nastavení smlouvy u produktů IŽP a DIP výrazně vyšší než u produktu DPS. Nicméně celkové zprůměrované hodnocení všech šesti hodnotitelů (tab. 7) se s mým vlastním hodnocením produktů téměř plně shoduje. S externími hodnotiteli se shodují i v hodnocení DIP, který dle mého názoru v současné podobě představuje jakýsi kompromis mezi potřebami klienta, regulačními požadavky a obchodním zájmem distribučních společností. Za současného stavu na trhu je výše provize za zprostředkování DIP dostatečná, aby

¹ Autorovi článku jsou z titulu jeho povolání známy aktuální verze obchodních kontraktů, které určují výše zprostředkovatelských provizí všech tří analyzovaných produktů. Tyto kontrakty jsou neveřejné, avšak výše provizí uvedené v této kapitole jsou v souladu s těmito smluvními ujednáními a odpovídají jejich parametrům.

motivovala k aktivnímu nabízení produktu ze strany zprostředkovatelů, a zároveň je charakter produktu vhodný pro vytváření úspor na stáří. Některé distribuční společnosti v prodeji DIP proto začaly spatřovat významný obchodní potenciál a nabízí DIP jako pravidelnou investici s jednorázově předpláceným vstupním poplatkem, který při době spoření několika desítek let může dosahovat výše i několika desítek tis. Kč². Na tuto skutečnost upozornila ČNB, která vydala 25.6.2024 na svých webových stránkách varování pro investory ohledně nákladů a poplatků v souvislosti s investováním. Nabízí se proto otázka, zda výška vstupních poplatků (a tedy i zároveň provizí) u investičních produktů distribuovaných v režimu DIP nevyžaduje regulační omezení.

3 Negativní dopady regulace provizí na prodej penzijních produktů v ČR

Autoři Šindelář a Erben (2017) a dále Musílek (2018) ve svých příspěvcích upozorňují na skutečnost, že regulace provizí za prodej produktu DPS způsobila velmi slabé prodeje tohoto produktu. Produkt DPS funguje od roku 2013, kdy vstoupila v platnost regulace nejen maximální výše poplatků za správu účastnických fondů, ale i maximální výše provizí za prodej produktu DPS.

Do konce roku 2012 fungoval produkt penzijního připojištění se státním příspěvkem (PPSP), který byl od r. 2013 převeden do tzv. transformovaných fondů (TF). Ke konci 4. kvartálu 2013 zhodnocovalo v PPSP své prostředky 5 150 415 účastníků. Ke konci 2. kvartálu 2024 zhodnocuje celkově v penzijních produktech (DPS + PPSP) již jen 4 122 895 účastníků, z toho 2 211 422 v produktu DPS a 1 911 473 v produktu TF (dříve PPSP). Během více než deseti let od důchodové reformy došlo k poklesu účastníků v penzijních produktech o 1 027 520 osob, což odpovídá poklesu o pětinu.

Cílem aktuálních změn ve státní podpoře penzijních produktů (zavedení režimu DIP, zvýšení daňových odpočtů a úprava výše státních příspěvků u produktu DPS) je jednoznačně zvýšení měsíčního příspěvku účastníků soukromých penzijních plánů. Zároveň by však měla být cílem i změna trendu v počtu uzavřených penzijních smluv. Zde by rozšíření nabídky o DIP mohlo pomoci. Na druhou stranu nedošlo ke zrušení či alespoň zmírnění zbytečného omezení maximální výše provizí u produktu DPS, a naopak se nyní začíná debatovat o možné regulaci vstupních poplatků u DIP. S ohledem na to, že výše vstupních poplatků přímo ovlivňuje pobídky zprostředkovatelů, je třeba mít na zřeteli praktickou zkušenost zásahu do provizí u produktu DPS. A pokud je tedy cílem státu zvýšit počet prodaných produktů spoření na stáří, je třeba dbát v tomto směru vysoké míry obezřetnosti.

² Např. zvýhodněný vstupní poplatek vybrané IS u investice 4 000 Kč měsíčně po dobu 30 let do dynamických investičních nástrojů dosahuje výše 3,6 % z celkové plánované investované částky, což představuje jednorázově placený vstupní poplatek ve výši 51 840 Kč.

4 Vliv předplácených vstupních poplatků na konečnou výši úspor

Klient si při pořizování investičních produktů na trhu vybírá ze dvou hlavních variant splacení vstupního poplatku:

- předplácený vstupní poplatek na začátku investování
- pravidelně placený vstupní poplatek z každého pravidelného vkladu

Předplácený vstupní poplatek je určen na začátku investování sazebníkem investiční společnosti jako procento z celkové plánované investované částky. Oproti pravidelně placenému vstupnímu poplatku je sazba předpláceného poplatku na začátku investování v sazebnících poskytovatelů investičních produktů nižší. Předplácený vstupní poplatek je vyjádřen jednorázovou částkou, která je splacena na začátku investování. Neboť se u dlouhodobé investice často jedná o relativně vysoký poplatek, poskytovatelé investičních produktů umožňují investorovi rozložit tento poplatek do prvních vkladů. Klient si tedy u předpláceného poplatku může vybrat variantu plného splacení poplatku na začátku investování (a to buď jednorázovým vkladem; nebo postupně, kdy jsou všechny vklady klienta nejprve použity na splacení vstupního poplatku a až následně dochází k investování) – nebo alternativně může investor zvolit i tzv. běžnou variantu úhrady vstupního poplatku, kdy se vstupní poplatek platí rovněž na začátku investování, nikoliv však jednorázovou úhradou, ale předem stanoveným procentuálním poměrem z prvních vkladů investora. Tato varianta umožňuje investorovi určité procento měsíčního vkladu (obvykle 20 – 30 % z měsíční úložky) investovat v době, kdy se ještě hradí vstupní poplatek. Procentuálně větší část měsíčního vkladu se používá na splacení poplatku. Cílem této varianty je nezatížit klienta na začátku investování jednorázovou úhradou vstupního poplatku a umožnit mu zároveň část vkládaných prostředků již investovat. Poskytovatelé investičních produktů nabízejí investorům různé procentuální poměry běžné varianty splacení vstupního poplatku.

V praxi je rovněž možné se setkat se situací, kdy se prodej investičního produktu realizuje bez vstupního poplatku, příp. se sníženým vstupním poplatkem. V takovém případě si buď klient vybírá investiční produkt sám a není mu poskytnuta služba investičního poradenství, anebo je produkt nabízen se službou investičního poradenství se slevou na vstupním poplatku, která může být i ve výši 100 %. V takovýchto případech investiční zprostředkovatelé pracují podle jednoho z následujících dvou modelů: (1) honorované investiční poradenství (bez výplaty provize za zprostředkování produktu, vstupní poplatek není uplatňován): investiční poradce uzavírá s klientem samostatnou smlouvu, kterou je upravena odměna pro investičního poradce, (2) investiční poradenství s výplatou provize – investiční poradce se vzdává části nebo celé provize při uzavření smlouvy, která se u investičních produktů určuje právě ze vstupního poplatku (na vstupní poplatek je poskytnuta sleva, která může být až 100 %); investiční poradce v tomto obchodním modelu staví svoji obchodní strategii spíše než na počáteční provizi na budoucím

příjmu z manažerských poplatků, které vyplácí poskytovatelé investičních produktů postupně podle objemu spravovaných prostředků.

Z nabízených modelů je jednoznačně nejméně nákladovou variantou pro klienta pořízení investičního produktu bez vstupního poplatku a s minimální výší manažerských poplatků (tedy obvykle s pasivní investiční strategií). V takovém případě ale produkt není investičním zprostředkovatelem aktivně nabízen a klient si konkrétní investiční strategii v DIP volí podle svého uvážení. Prodej produktu je v takovém případě zaměřen na užší okruh klientů, kteří si sami získají potřebné informace k finančnímu rozhodnutí a nevyužívají finančních a investičních poradců.

Předmětem tohoto článku je však diskutovat právě vliv vstupního poplatku jakožto klíčového faktoru ovlivňujícího úspěšnost prodeje DIP, a to především z následujících důvodů:

- Provizní obchodní model zůstává v českém prostředí stále četně se vyskytujícím obchodním modelem investičních zprostředkovatelů.
- Výše provize může být spojena s nekalým obchodním jednáním a bývá stále častěji předmětem regulace v různé podobě (jako v případě DPS, ale i v případě životního pojištění) – v případě DIP bylo zatím řešeno v podobě již zmíněného upozornění ze strany ČNB.
- Provize však zároveň motivuje k aktivnímu prodeji produktu, což v případě DIP pomáhá vytvářet soukromé penzijní úspory.
- Vstupní poplatek je přímo placený klientem (a přímo úměrně ovlivňuje výšku provize investičního poradce).
- Klient má při uzavírání DIP možnost volby buď jednorázově předpláceného vstupního poplatku, nebo poplatku placeného z každé měsíční úložky a v obou případech má možnost využít služby investičního poradenství.
- Rozhodnutí klienta o způsobu placení vstupního poplatku tedy ovlivňuje výšku a způsob vyplacení provize.

Neboť alternativní (tzv. běžná) varianta splácení předpláceného vstupního poplatku nemá jednotný procentuální poměr úhrady vstupního poplatku a zároveň se jedná o variantu, kdy je vstupní poplatek (stanovený stejným výpočtem) hrazený na začátku investice, budeme se v dalších kapitolách věnovat vlivu dvou hlavních výše popsaných variant placení vstupních poplatků na konečnou výši úspor (tedy jednorázově předplácený vstupní poplatek a pravidelně placený vstupní poplatek). Určíme ekvivalentní sazbu jednorázově předpláceného vstupního poplatku sazbě vstupního poplatku placeného z každé měsíční úložky a zároveň ekvivalentní sazbu pravidelně placeného poplatku sazbě poplatku placeného jednorázově.

Při analýze jsem vyšel z produktové nabídky konkrétní investiční společnosti (dále „IS“), která nabízí produkt DIP, prostřednictvím kterého je možné investovat do široké nabídky otevřených podílových fondů (aktuálně více než 1,2 tis.), poplatková struktura je transparentně uvedena na webových stránkách společnosti a zároveň

u této IS mám k dispozici konkrétní návrhy modelace vlivu vstupních poplatků na výnosnost portfolia klienta zpracované v kalkulátoru určeném pro vázané zástupce.

4.1 Příklad 1 – vstupní poplatek jednorázově předplácený

Vstupní data:

výše měsíčního vkladu: 4 000 Kč

dobu investování: 30 let

celková investovaná částka: 1 440 000 Kč

sazba poplatku dle sazebníku pro dynamické investiční strategie: 3,6 %

absolutní výše vstupního poplatku: 51 840 Kč (jednorázově)

celková vložená částka: 1 491 840 Kč

předpokládané průměrné roční zhodnocení: 7 % p.a.

Modelace vybrané IS uvádí pro daný příklad budoucí hodnotu portfolia na konci investování za uvedeného předpokládaného zhodnocení ve výši: 4 704 233 Kč.

Budoucí hodnotu jsem verifikoval pomocí vzorce střadatele:

$$FV = a \frac{(1 + i)^n - 1}{i}, \quad (1)$$

kde FV je budoucí hodnota investice, a je pravidelně investovaná částka, i označuje průměrné zhodnocení a n je doba investice.

Pro verifikaci jsem použil hodnotu střadatele jak při použití ročních hodnot, tak při úpravě na měsíční hodnoty.

Hodnota střadatele na roční bázi: 94,460786

Hodnota střadatele na měsíční bázi: 1219,970995

Verifikovaná budoucí hodnota pro hodnoty na roční bázi: 4 534 118 Kč

Verifikovaná budoucí hodnota pro hodnoty na měsíční bázi: 4 879 813 Kč

Střední hodnota verifikovaných budoucích hodnot: 4 706 966 Kč

Modelovaná hodnota portfolia dle IS se pohybuje přibližně na úrovni střední hodnoty obou verifikovaných budoucích hodnot.

4.2 Příklad 2 – vstupní poplatek pravidelně placený

Vstupní data:

výše měsíčního vkladu: 4 190 Kč (4 000 Kč investice + 190 Kč poplatek)

dobu investování: 30 let

celková investovaná částka: 1 440 000 Kč

sazba poplatku dle sazebníku pro dynamické investiční strategie: 5 %

absolutní výše vstupního poplatku: 190 Kč (měsíčně)

celková výše vstupních poplatků: 68 400 Kč

celková vložená částka: 1 508 400 Kč

předpokládané průměrné roční zhodnocení: 7 % p.a.

Modelovaná budoucí hodnota dle IS: 4 693 037 Kč

Verifikovaná budoucí hodnota je stejná jako v příkladě 1. Vzhledem k tomu, že modelované budoucí hodnoty dle IS jsou v obou případech rovněž srovnatelné, dají se modely budoucích hodnot považovat za spolehlivé.

Prvotní interpretace obou příkladů by mohla svádět k závěru, že jednorázově předplácený poplatek je výhodnější, neboť klient zaplatil pro dosažení srovnatelné budoucí hodnoty celkově menší částku (o 16 560 Kč). Hlavní argumenty proti jednorázově předpláceným poplatkům jsou především dva: (1) relativně vysoký jednorázový vklad na začátku investování a z toho vyplývající (2) omezení flexibility smlouvy v budoucnu. Dá se totiž předpokládat, že klient, který zaplatí jednorázově 51 840 Kč za třicetiletou smlouvu, bude mnohem méně ochotný tuto smlouvu rušit. Z obchodních podmínek investičních společností totiž vyplývá, že jednorázově zaplacený vstupní poplatek se při přerušení investování nevrací. Je však třeba zohlednit budoucí hodnotu obou forem placení vstupních poplatků.

Dá se předpokládat, že rozhodování klientů o volbě konkrétního produktu nebude v praxi postaveno pouze na konstrukci vstupního poplatku. Při rozhodování investora budou hrát svoji roli zcela jistě faktory jako jsou očekávaný výnos, riziko, likvidita. Oproti tradičním modelům rozhodování investorů (např. Moderní teorie portfolia, Model oceňování kapitálových aktiv), které jsou ze své podstaty spíše statické modely, se pro účely dlouhodobého pravidelného investování hodí spíše modely dynamické, a to především modely životního cyklu (Lifecycling investing). V rámci dynamických modelů rozhodování investorů poskytují zajímavé náměty k investičnímu rozhodování Ayress, Nalebuff (2008). Tradiční modely životního cyklu doporučují mladým investorům držet akcie a postupně snižovat riziko přesunem do dluhopisů, jak se blíží důchod. Autoři však argumentují, že mladí investoři nemají dostatečný kapitál na efektivní zhodnocení akciového trhu. Navrhují proto použití pákového efektu v mládí, aby investoři mohli využít dlouhodobého růstu akciového trhu. Kombinace pákového efektu v rané fázi života a konzervativnější strategie později může minimalizovat riziko tzv. špatného důchodu (retirement shortfall). Použitím pákového efektu v mládí lze lépe využít historicky vysoké výnosy akciových trhů, což snižuje pravděpodobnost, že investor nebude mít dostatečné prostředky v důchodu. Den Haan, Chan, van der Schans, Oosterlee (2020) ve svém článku navrhuje a testuje tzv. pravidlové strategie pro dynamické investování životního cyklu. Pravidla v jejich modelu představují klíčové faktory jako je věk investora, rizikový profil, investiční horizont a ekonomická situace. Strategie se přizpůsobuje změnám trhu (např. zvýšení volatility) nebo změnám v životní situaci investora, která má vliv na očekávané výnosy a riziko. Autoři při testování pravidlové strategie dokázali, že dokáží překonat tradiční metody v podobě např. lineárního snižování rizika. Černý, Melicherčík (2018) se zabývají optimalizací investičních strategií během životního cyklu investora, zejména v kontextu tzv. stochastického lifestyleingu. Autoři ve svém

článku vycházejí z optimalizačních modelů a stochastických výpočtů, které zahrnují nejistoty na finančních trzích i individuální potřeby investora.

Uvedené modely rozhodování investora by se daly vhodně aplikovat právě na investiční strategie pro zhodnocení úspor na období penze. Aktuálně je nabídka produktových strategií v rámci DIP postavena především na (1) modelech životního cyklu s lineárním snižováním rizika (obvykle deset let před koncem investování), (2) široké nabídce (aktivně řízených) otevřených podílových fondů, kde je volba konkrétních fondů ponechána na klientovi, (3) nabídce pasivních strategií (indexové fondy, ETF). Právě investiční nástroje využívané v rámci DIP by s těmito modely mohly pracovat mnohem flexibilněji než penzijní společnosti u produktu DPS, kde je stále nabídka nástrojů výrazně omezenější. Bude proto zajímavé sledovat, pokud budou prodeje DIP růst, další vývoj produktové nabídky využívané právě pro DIP. Z aktuální nabídky investičních nástrojů využívaných pro DIP vyplývá, že se investor rozhoduje především mezi nízkonákladovými nástroji (ETF, indexové fondy), anebo využije nabídky investičního poradce, který pracuje podle některého z výše uvedených modelů (provizně placené poradenství, nebo honorované poradenství). Předmětem další kapitoly proto bude bližší porovnání obou forem vstupních poplatků a určení porovnatelné sazby pro obě formy.

4.3 Porovnání obou forem placení vstupních poplatků – určení ekvivalentních sazeb vstupních poplatků

Vydeme ze skutečnosti, že se klient v Příkladu 1 může rozhodnout vstupní poplatek nepředplácet jednorázově a ušetřenou částku 51 840 Kč uložit se stejným předpokládaným výnosem (7 %) na 30 let. Budoucí hodnota jednorázově zaplaceného poplatku v tomto případě je 394 619 Kč.

Porovnejme nyní budoucí hodnotu jednorázově placeného poplatku z Příkladu 1 s budoucí hodnotou pravidelně placených poplatků z Příkladu 2. Zde můžeme použít opět hodnotu střadatele uvedeného výše (pro správnost porovnání budoucích hodnot využijeme hodnotu střadatele vypočteného z veličin určených na roční bázi) 94,460786. Budoucí hodnota pravidelně předpláceného poplatku tedy je 215 730 Kč.

Z porovnání budoucích hodnot obou forem vstupních poplatků vyplývá, že klientovi se vyplatí zvolit spíše pravidelně placený vstupní poplatek. Budoucí hodnotu jednorázově placeného poplatku vyjádříme nyní ekvivalentní sazbou pravidelně placeného poplatku po celou dobu spoření pomocí následujícího vzorce.

$$s_{j,e} = \frac{FV_p \frac{1}{(1+i)^N}}{\sum_{n=1}^N a} \quad (2)$$

kde $s_{j,e}$ označuje ekvivalentní sazbu jednorázově placeného poplatku, FV_p je budoucí hodnota pravidelně placených poplatků, i je úroková sazba (resp.

očekávané průměrné zhodnocení), N je doba pravidelné investice a a je výška pravidelné investice.

Výsledná hodnota ekvivalentní sazby jednorázově placeného poplatku budoucí hodnotě pravidelně placeného poplatku je 1,96 % (z celkové plánované investované částky).

A zároveň budoucí hodnotu pravidelně placeného poplatku vyjádříme ekvivalentní sazbou jednorázově placeného vstupního poplatku pomocí vzorce

$$s_{p,e} = \frac{FV_j \frac{i}{(1+i)^N - 1}}{a}, \quad (3)$$

kde $s_{p,e}$ označuje ekvivalentní sazbu pravidelně placeného poplatku, FV_j je budoucí hodnota jednorázově placeného poplatku, i je úroková sazba (resp. očekávané průměrné zhodnocení), N je doba pravidelné investice a a je výška pravidelné investice.

Ekvivalentní měsíční výše postupně spláceného poplatku v našem příkladě odpovídá částce 348 Kč, což představuje ekvivalentní sazbu 8,7 % z pravidelně investované částky.

5 Diskuze

Od r. 2013, kdy došlo k regulaci provizí u produktu DPS, celkový počet aktivních smluv penzijních produktů klesá. I když se zároveň od r. 2013 zcela zásadně změnil charakter penzijního produktu dobrovolného III. pilíře penzijního zabezpečení – oproti původnímu produktu penzijního připojištění (dnes transformovaný fond) v nově zavedeném produktu DPS došlo ke zrušení dvou zásadních výhod penzijního připojištění, tj. garance nezáporného zhodnocení a výsluhové penze – produkt DPS na rozdíl od penzijního připojištění přinesl klientům dlouhodobě výrazně vyšší zhodnocení ve vyvážených a dynamických účastnických fondech. Dle údajů Asociace penzijních společností ČR transformované fondy zhodnotily od r. 2013 prostředky klientů ve výši pouze 1,13 % p.a., vyvážené účastnické fondy za stejné období 3,35 % p.a. a dynamické účastnické fondy 5,61 % p.a. I přestože ve stejném období bylo možné nalézt ve srovnatelných investičních nástrojích (kolektivního investování) výkonnější produkty, souhlasím s autory Šindelář, Erben (2017) a Musílek (2018), že regulace provizí u produktu DPS vedla k výraznému propadu aktivních účastníků penzijních produktů. I samotný rozsah poklesu účastníků (o více než 20 % za 10 let) naznačuje na systémový problém, kterým může být právě výrazné omezení na straně distribuce produktu, což by potvrzoval i fakt diskutovaný v kapitole 2, že v porovnání s podobnými finančními produkty je provize za prodej produktu DPS nesrovnatelně nízká.

Zákon č. 170/2018 Sb. o distribuci pojištění a zajištění a stanovisko ČNB definovaly výrazně přísnější požadavky na zprostředkovatele při prodeji rezervotvorného životního pojištění na rozdíl od rizikového životního pojištění. Zpřísnění regulace prodeje IŽP a výrazně přísnější kontroly ze strany ČNB zaměřené právě na zprostředkování IŽP vedly k postupnému nahrazení IŽP produktem rizikového životního pojištění. Praxe ukazuje, že ani relativně vysoká provize nemusí vést k vyšším prodejům, pokud je zároveň prodej produktu spojen s vysokou mírou regulace a obavou z kontroly ze strany ČNB – jako je tomu v případě IŽP. I když bychom mohli považovat všechny tři produkty spoření na stáří za substituční, v důsledku přísné regulace je produkt IŽP stále méně nabízen pro účely zhodnocení úspor na postproduktivní období. Od poslední regulace trhu životního pojištění došlo k zásadním produktovým změnám právě u IŽP, kdy pojistitelé umožňují v rámci produktu IŽP mít „spořicí“ složku nulovou s možností jejího případného budoucího aktivování. Fakticky je tedy možné prostřednictvím rezervotvorného pojištění nevytvářet žádnou budoucí kapitálovou hodnotu, ale i tak využívat daňové odpočty na riziko úmrtí z jakékoliv příčiny. Je tedy otázkou, zda má i nadále být rezervotvorné životní pojištění (resp. soukromé životní pojištění dle §15 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů) součástí daňově zvýhodněných produktů (tedy produktů spoření na stáří).

Jednoznačně správným krokem byla úprava zákona o DPS spočívající v rozšíření investičních strategií v rámci DPS o alternativní účastnický fond (hlava VI, zákona č. 427/2011 Sb., o doplňkovém penzijním spoření), který nejenže umožňuje penzijním společnostem nabídnout klientům zajímavější investiční strategie s vyšším potenciálním zhodnocením, ale zároveň přináší penzijním společnostem příležitost získat výrazně vyšší úplatu jak za obhospodařování majetku, tak za zhodnocení majetku (konkrétně 2,5krát vyšší než v dynamických účastnických fondech). Dá se proto předpokládat, že této příležitosti penzijní společnosti využijí a rozšíří nabídku účastnických fondů. Překvapivé však je, že novela zákona o doplňkovém penzijním připojištění sice u alternativního účastnického fondu uděluje výjimku na úplatu dle § 60 zákona o DPS za obhospodařování, resp. zhodnocení majetku pro penzijní společnost, ale již neuděluje výjimku na úplatu dle § 63 stejného zákona za nabízení a zprostředkování DPS. Alternativní účastnický fond sice představuje zajímavější investiční příležitost pro účastníky DPS a zároveň přináší výrazné zvýšení poplatků za správu fondu pro penzijní společnost, přesto však zákon neumožňuje navýšení provizí pro zprostředkovatele za nabízení DPS s alokací prostředků právě do alternativního účastnického fondu.

Celkově se tedy na českém trhu s penzijními produkty potvrzují závěry uvedené ve zmíněných zahraničních publikacích, a sice, že úspěšnost prodeje penzijních produktů je ovlivněna faktory na straně distribuce penzijních produktů: vlivem provizních schémata (Reuter a Chalmers 2012), nebo samotným charakterem distribučního kanálu (Marotta 2019). Aktuální nastavení provizních schémata tří

hlavních produktů spoření na stáří jsou odlišná nejen z pohledu jejich výše (v případě DPS násobně nižší než u IŽP), ale i z hlediska způsobu jejího určení (z přímo placeného vstupního poplatku klientem u DIP, nebo naopak skrytého v poplatech penzijní společnosti u DPS). Vývoj regulace a distribuce produktů DPS a IŽP v posledních letech potvrzují závěry autorů Šindeláře a Erbeny (2017), že rozsah regulace má zásadní efekt na rozhodování distribučních firem (tedy na nabídkovou stranu penzijních produktů). V diskuzi o možné regulaci vstupních poplatků v případě DIP je proto třeba mít na paměti, že v konečném důsledku ovlivní počet prodaných produktů a celkovou výši penzijních úspor.

6 Závěr

Cílem článku bylo analyzovat důsledky omezení výše vstupních poplatků u finančních produktů v režimu DIP a zodpovědět otázku, zda je regulace výše vstupních poplatků u DIP potřebná.

Z výpočtů uvedených v kapitole 4 vyplývá, že jednorázově placený vstupní poplatek na celou dobu spoření je i s tzv. zvýhodněnou sazbou 3,6 % stále relativně vysoký. Při zohlednění časové hodnoty peněz totiž představuje ekvivalent sazby pravidelně placeného poplatku ve výši 8,7 % z pravidelné investice. Rizika a nevýhody spojené s předplácenými poplatky uvedené ve varování ČNB jsou zcela jistě pro klienty relevantní. Zároveň je třeba vzít v úvahu, že vstupní poplatek je transparentně uveden ve smlouvě a je klientem placen přímo na rozdíl od poplatků v rámci produktu DPS, či dokonce IŽP, kde jsou navíc výrazně vyšší. Tato vlastnost DIP je značnou klientskou výhodou. Klient je totiž již před samotným uzavřením smlouvy konfrontován s nákladovostí produktu, což ho navádí k otázkám, jakou službu za daný poplatek získává a jaké jsou možné alternativy.

Neboť provize poskytovateli DIP je přímo závislá na výši vstupního poplatku, měla by případná regulace výše vstupního poplatku přímý dopad na ochotu poskytovatelů DIP aktivně nabízet. Jak se potvrdilo v případě regulace provizí u produktu DPS, výrazné omezení provizí může mít za následek omezení prodeje finančního produktu, který je paradoxně zároveň státem podporován. Opakování této chyby v případě DIP by rovněž mohlo mít za následek nedostatečné vytváření soukromých úspor v penzijních produktech. Naopak se místo úvah nad omezováním poplatků nabízí opačná cesta v podobě posílení nabídky alternativního produktu. Rozšíření okruhu penzijních produktů k takovému kroku přímo svádí.

Dá se totiž předpokládat, že zrušení omezení provizí u produktu DPS by vyrovnalo aktuální tržní nerovnováhu s DIP a tržními silami by vedlo poskytovatele DIP k nastavení systému vstupních poplatků směrem výhodnějším pro klienta, a to buď snížením sazeb předplácených poplatků nebo zvýšenou tendencí volit postupně placené verze poplatků. I přestože spatřuji aktuální výši sazeb jednorázově placených vstupních poplatků jako relativně vysokou, domnívám se, že výrazně převažují důvody proti regulaci jejich výše.

Literatura

- AKAT [Asociace pro kapitálový trh ČR] (2024, 3. dubna). *Tisková zpráva AKAT – 3.4.2024*. <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/tiskov225-zpr225va-akat-zajisten205-na-duchod-cel221ch-42-cechu-ho-neres205>
- AKAT [Asociace pro kapitálový trh ČR] (2024, 15. října). *Tisková zpráva AKAT – 15.10.2024*. <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Tiskova-zprava-AKAT/tiskov225-zpr225va-do-dlouhodob201ho-investicn205ho-produktu-m193-za-prvn205ch-9-mes205cu-jeho-existence-zainvestov193no-uz-pres-78-tis205c-cechu-zust193vaj205-jeste-3-mes205ce-pro-vyuzit205-letosn205-danov201-v221hody>
- Akhtar, M. W. (2023). *Behavioral issues in retirement savings*. École Universitaire de Management – École Doctorale des Sciences Économiques, Juridiques, Politiques et de Gestion Clermont Recherche Management (CleRMa).
- APS ČR [Asociace penzijních společností ČR] (2013). *Čtvrtletní výsledky*. <https://www.apscr.cz/ctvrtletni-vysledky-2013/>
- APS ČR [Asociace penzijních společností ČR] (2024). *Čtvrtletní výsledky*. <https://www.apscr.cz/ctvrtletni-vysledky-2024/>
- Ayres, I., & Nalebuff, B. J. (2008). *Life-cycle investing and leverage: Buying stock on margin can reduce retirement risk*. Yale University.
- Černý, A., & Melicherčík, I. (2019). *Optimal life-cycle consumption and investment decisions under age-dependent risk preferences*. Cass Business School, City, University of London & Comenius University Bratislava.
- ČNB [Česká národní banka] (2024a). *Požadavky, cíle a potřeby zákazníka, rada podle ZDPZ*. <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-23/>
- ČNB [Česká národní banka] (2024b). *Varování České národní banky pro retailové investory ohledně nákladů a poplatků v souvislosti s investováním*. <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/upozorneni-pro-verejnost/Varovani-Ceske-narodni-banky-pro-retailove-investory-ohledne-nakladu-anbspoplatku-vnbspsouvislosti-snbspinvestovanim/>
- Den Haan, T. R. B., Chau, K. W., van der Schanz, M., & Oosterlee, C. W. (2020). *Rule-based strategies for dynamic life cycle investment*. Delft University of Technology, Centrum for Mathematics and Computer Science, University of Groningen & Ortec Finance.
- Fadejeva, L., & Tkacevs, O. (2022). The effectiveness of tax incentives to encourage private savings. *Baltic Journal of Economics*, 22(2), 110–125. <https://doi.org/10.1080/1406099X.2022.2109555>

Pecina, P.: *Potřebují investiční produkty v režimu dlouhodobého investičního produktu regulaci...*

Fang, B., Hope, O.-K., Huang, Z., & Moldovan, R. (2020). The effects of MiFID II on sell-side analysts, buy-side analysts, and firms. *Review of Accounting Studies*, 25, 855–902. <https://doi.org/10.1007/s11142-020-09545-w>

Fras, M., Pauch, D., Walczak, D., & Bera, A. (2024). Determinants of the behaviour of entities on the insurance market in the light of changes introduced by the IDD directive. *Journal of Consumer Policy*, 47, 533–566. <https://doi.org/10.1007/s10603-024-09572-z>

Hinz, R. (2019). *Voluntary retirement savings: Motivations, incentives and design*. World Bank.

Chorkowy, B., & Bobrowska, A. (2021). Influence of Pillar 3 of pension system on retirement pensions level in Poland: Will voluntary part of system enable decent life in old age? *European Research Studies Journal*, 24(1), 975–988. <https://doi.org/10.35808/ersj/2083>

Joenväärä, J., & Kosowski, R. (2020). The effect of regulatory constraints on fund performance: New evidence from UCITS hedge funds. *Review of Finance*, 25(1), 189–233. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa017>

Kult, A., & Skrabka, J. (2021). European protection of retail investors in insurance-based investment products: Product interventions under PRIIPs. *International Investment Law Journal*, 1(2).

Marotta, G. (2019). *Behind the success of dominated personal pension plans: Sales force and financial literacy factors*. Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3468241>

MF ČR [Ministerstvo financí ČR] (2012). *Základní ukazatele vývoje penzijního připojištění a doplňkového penzijního spoření – k 31. 12. 2012*. <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/soukrome-penzijni-systemy/iii-pilir-doplňkove-penzijni-sporeni-a-p/vyvoj-penzijniho-pri-10411>

MF ČR [Ministerstvo financí ČR] (2024). *Základní ukazatele vývoje penzijního připojištění a doplňkového penzijního spoření – k 30. 6. 2024*. <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/soukrome-penzijni-systemy/iii-pilir-doplňkove-penzijni-sporeni-a-p/vyvoj-penzijniho-pri-56841>

Musílek, P. (2012). Penzijní versus účastnické fondy. *Český finanční a účetní časopis*, 7(3), 6–17. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.14>

Musílek, P. (2018). Regulace a dohled distribuce finančních produktů. *Český finanční a účetní časopis*, 13(3), 79–88. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.518>

Papík, M. (2017). Composition of equity and mixed pension funds in Slovakia. *Oeconomia Copernicana*, 8(1), 51–64. <https://doi.org/10.24136/oc.v8i1.4>

Reuter, J., & Chalmers, J. (2012). *What is the impact of financial advisors on retirement portfolio choices and outcomes?* Boston College & NBER; University of Oregon. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1785833>

Sulka, T. (2022). *Planning and saving for retirement*. Heinrich Heine University Düsseldorf – Duesseldorf Institute for Competition Economics (DICE).

Šindelář, J. (2015). Trh životního pojištění: jaké dopady by přinesla regulace provizí za zprostředkování?. USF ČR. <http://www.usfcr.cz/wp-content/usf-publikace/brozura-dopad-regulace-11-2015.pdf>

Šindelář, J., & Erben, M. (2017). Problémy v distribuci finančních produktů: selhání trhu anebo regulace? *Český finanční a účetní časopis*, 12(3), 5–17. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.498>

Zákon č. 170/2018 Sb. o distribuci pojištění a zajištění.

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

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

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

Zákon č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů.

Do investment products under the tax regime of the long-term investment product need regulation of entry fees?

Petr Pecina

Abstract:

Significant changes in tax benefits starting in 2024 are driving shifts in the business strategies of companies distributing products under the tax regime of the long-term investment product. In the professional community, proposals are emerging for the potential regulation of entry fees for long-term investment products. This paper discusses the possible impact of regulating intermediary commissions on the overall sales volume of these state-supported products. The impact of pension product regulation on the functioning of the market for these products has been addressed in past publications by authors such as Šindelář and Erben (2017), as well as Musílek (2018). In this paper, I focus on the paradox of commission regulation for otherwise state-supported products and the self-regulating function of entry fees in determining commission levels. The introductory section compares retirement savings products from the perspective of the business strategies of distribution companies. This is followed by a comparison of the effects of two basic forms of entry fees. The final section explores additional implications of potential entry fee regulation.

Keywords: Active management; Passive management; ETF; Funds; Investments; Asset performance.

JEL Classification: G20, G510.