

Dôchodková reforma

Reforma dôchodkového systému v Slovenskej Republike Analýza nákladov Chile, Veľkej Británie, Švédska, Bolívie (Rešerš)

*Ministerstvo práce, sociálnych vecí a rodiny
Slovenská republika*

Ing. Dušan Lukášik, CSc

Dôchodková reforma

V Liptovskom Mikuláši 8. Novembra 2001

Úvod

Jednostranný názor Svetovej Banky pri presadzovaní privatizácie dôchodkových systémov má špecifickú príchut', keďže existuje rad dôkazov, do ktorých je možné zahrnúť aj údaje samotnej Svetovej Banky, ktoré poukazujú na to, že v zásade dobre bežiaci systém dôchodkového poistenia, prevádzkovaný ako verejno-právna inštitúcia Sociálneho zabezpečenia v USA je d'aleko efektívnejší ako privatizované systémy. Administratívne náklady v privatizovaných systémoch ako napríklad v Chile a Anglicku sú viac ako o 1500 percent vyššie oproti prevádzkovým nákladom v USA.

Zvýšené administratívne náklady u privatizovaných systémoch pochádzajú priamo z peňazí, ktoré by za iných okolností obdržali dôchodcovia, čoho dôsledkom je zníženie ich mesačných dôchodkov v extrémne až o jednu tretinu v zrovnaní s dobre bežiacim verejným systémom Sociálnej poisťovne. Administratívne náklady, ktoré sú jednoducho odobraté poisťovcom v súkromných penzijných systémoch sú poplatky a platby finančným ústavom, čo vyjadruje ich záujem propagovať privatizáciu dôchodkového systému v USA a v ďalších krajinách. Americké firmy ako napríklad Merrill Lynch boli jednou zo spoločností, ktorá finančne najviac získala pri privatizácii systému sociálneho poistenia napr. v Chile.

Dean Baker, Co-Director, Center for Economic and Policy Research

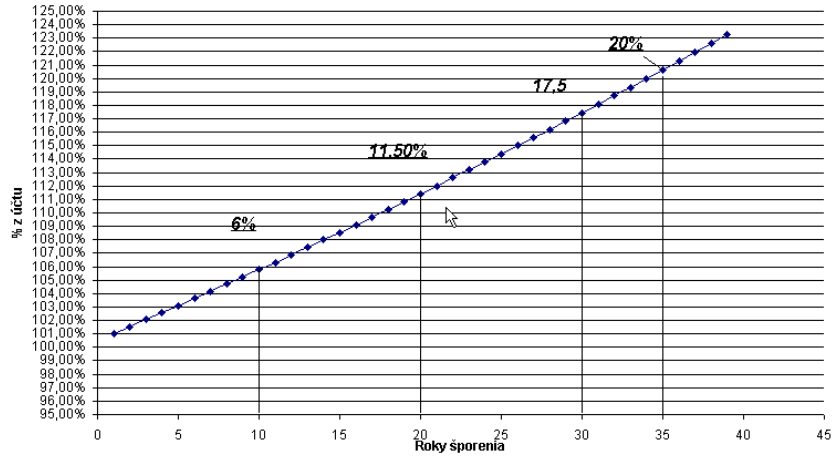
<http://www.cepr.net/>

Je skutočne pravdou, čo tvrdí v svojej analýze kolektív pracovníkov Svetovej Banky, že pri správe súkromných vzájomne si konkurujúcich podielových fondov už 1% ročných poplatkov spôsobuje zníženie hodnoty účtu poberateľa dávky starobného dôchodku až o 20%?

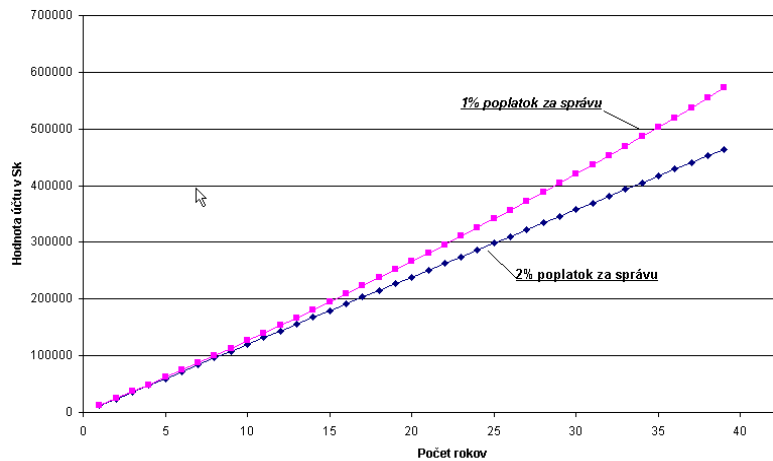
Model stálych cien pre priemerný odvod na účet 1000 Sk ročne počas 40 rokov pri priemernom zhodnotení 2% ročne pri 1%-tných ročných poplatkoch a 2%-tných ročných poplatkoch plne potvrdzuje toto tvrdenie. Na obrázku číslo 1 je uvedený graf, vyjadrený v percentách ako rozdiel hodnoty účtu medzi priemerným 1%-tným a 2%-tným ročným poplatkom z hodnoty účtu, pričom je evidentné, že 20%-tný rozdiel nastáva pri odkladaní zdrojov na účet po 35 rokoch. Z toho dôvodu je veľmi potrebné skúmať, z čoho sa tieto náklady skladajú, aby pri návrhu modelu bolo možné maximálne eliminovať negatívne ovplyvňujúce náklady na správu a docieľiť systém, ktorý na základe navrhnutých princípov bude obsahovať štruktúru, vyznačujúcu sa minimálnymi nákladmi.

Dôchodková reforma

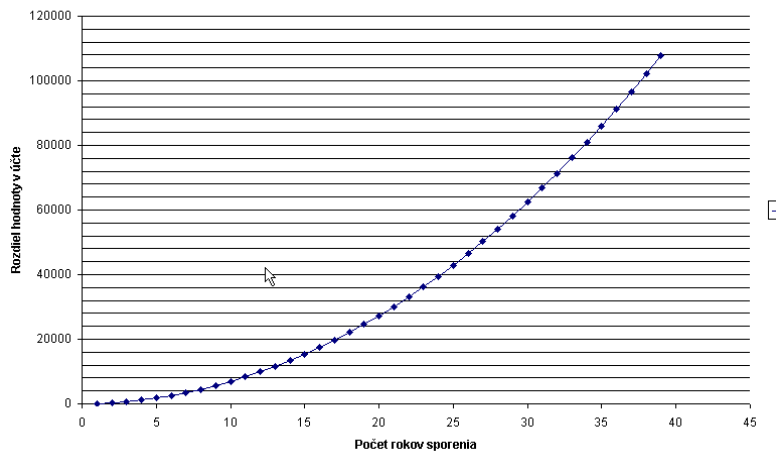
Rozdiel v kapitáli účtu medzi 1% poplatkov a 2% poplatkov vyjadrené v percentách
Účet s 1% tným poplatkom má o príslušné percento vyššiu hodnotu ako účet s 2% tným poplatkom



Hodnota účtu v modeli stálych cien s 2% zhodnotením a s 1% resp.2% tným poplatkom za správu



Rozdiel hodnoty účtov pri 1% a 2% ných poplatkoch



Dôchodková reforma

Sú to presne tieto dva navzájom odlišné prístupy, ktoré sú motiváciou vykonania aspoň **základnej rešerše** z dostupnej literatúry o dôchodkových systémoch, ktoré už boli zavedené, existujú po fáze transformácie a je možné získať z takéhoto systému štatisticky relevantné údaje, ktorých vyhodnotením sa získava reálny obraz o efektívnosti príslušného riešenia.

Keďže je potrebné posúdiť, či zdôrazňovanie, že temer univerzálnym riešením na krízy v dôchodkových systémoch sa javí systém privátnych individuálnych účtov, zvolili sme ako ilustratívny systém dôchodkových fondov zavedených v roku 1988 vo Veľkej Británii, pričom z literatúry je v stručnosti zosumarizovaná štruktúra fondov a následne analýza nákladov v dobe akumulácie, t.j. v čase, keď poistenec prispieva príspevkami do fondov a naopak analyzované sú aj náklady spojené s vyplácaním dávok na báze anuit z anuitných fondov.

V zásade je nutné analyzovať dve základné motivácie reformy:

1. *Posilnenie individuálnej zodpovednosti ako odraz privatizácie národného majetku a zavedenia systému odvodov do Sociálnej poisťovne vo forme percentuálnej položky zo mzdy, t.j. posun z úhrad štátneho rozpočtu (výnosov celej štruktúry daní) na individuálne zavedenú výšku odvodu, závislú od výšky mzdy jedinca*
2. *Ekonomická situácia v systéme dôchodkového zabezpečenia*

1. SITUÁCIA SLOVENSKA

Slovensko približne 10 rokov prechádza transformáciou svojej ekonomiky a v týchto súvislostiach je nutné mať na zreteli, že v čase socializmu existoval kapitál výlučne v štátnom vlastníctve a teda štát vždy každý rok vybilancoval štátny rozpočet ako rovnovážny, pričom súčasťou tohto rozpočtu bolo aj definovanie úrovne spotreby a táto v podobe miezd a dôchodkov, poprípade iných príjmov bola rozdelená medzi ekonomicky aktívne obyvateľstvo a dôchodcov. Je zrejmé, že príjmy štátneho rozpočtu, podobne ako je to v súčasnosti, pozostávali **z výnosov rôznych typov daní**, ale pre tento ilustratívny prípad sa budeme zaoberať hlavne daňou zo zisku. V prípade, že štát vlastnil celý kapitál, nielenže podniky odvádzali regulérne daň zo zisku, ale štát rozhodoval o tom, ako sa so ziskom naloží, inými slovami s cieľom udržať pomyselnú životnú úroveň štát často šiahal aj na zbytok zisku a miesto investícií lepil nimi diery v štátnom rozpočte, čím samozrejme dochádzalo k investičnému dlhu aj u pôvodne životaschopných podnikov. Akonáhle došlo k privatizácii, u časti týchto podnikov, ktoré sú sprivatizované, už nie je možné, aby štát *siahol na zdroje v podobe zisku po zdanení* a navyše známy jav zníženia dane z príjmu ukazuje, že nie je možné dosiahnuť ani regulérne odvody dane zo zisku. Systémový dopad tejto transformácie je, že kým za socializmu zdroje pre vyplácanie dávok dôchodcom poprípade iný typ sociálne orientovaných dávok bol generovaný všeobecnými daňami a rozdeľoval sa cez štátny rozpočet, *dnes sú to prednostne odvody do sociálnej poisťovne ako samostatná daň slúžiaca na financovanie dávok sociálneho zabezpečenia, čím sa systém z anonymného zdroja štátneho rozpočtu stáva adresným vo vzťahu k budúcemu dôchodcovi*. V súčasnosti je táto

Dôchodková reforma

adresnosť vyjadrená výškou platu počas 5 rokov s najvyšším príjmom vybratým z posledných 10 rokov pred dôchodkom, ktorá má vystihnúť zásluhovosť a vchádzať do kalkulačného vzorca pre výpočet dávky starobného dôchodku. ***Je to jeden z podstatných momentov motivujúcich reformu, že tento systém nie je dostatočne adresný a po prechode ekonomiky na princípy trhovej ekonomiky systém vyplácania dávok musí byť adresnejšie prepojený na históriu príslušného dôchodcu počas jeho ekonomicky aktívneho veku a zároveň systém nad'alej musí zabezpečovať požadovanú úroveň vzájomnej solidarity.***

Druhým motívom pre reformu ***je finančný deficit fondov sociálnej poisťovne***, ktorý je odrazom zmien v demografii, kombinovanej s vysokou úrovňou nezamestnanosti, kedy výrazne poklesol počet platiteľov, v súčasnosti až ***o 500 000 evidovaných potenciálnych platiteľov*** na úradoch práce a ***zatiaľ nezahájeného posunu hranice veku odchodu do dôchodku***. Je nutné povedať, že aj ***zásahy štátu*** v minulých rokoch, ktoré ***znížili odvody štátu do sociálnych fondov*** sa podpísali na tomto stave. Vyššie uvedený rad problémov vytvára dlh fondov sociálnej poisťovne a ukazuje sa, že práve tento ekonomický moment bol a je primárnym impulzom k pristúpeniu riešenia mnohých krokov. Vzhľadom na komplexnosť celej problematiky je možné postupovať len krok po kroku tak, ***aby sa postupne odhaľovali jednotlivé kritické body a aby sme pri identifikácii problému mali tento problém identifikovaný nielen kvalitatívne ale mali ho popísaný aj kvantitatívne a navyše aby sme vedeli presne, čo ktoré rozhodnutie, či už ekonomické, systémové, právne, ale nakoniec aj politické s daným systémom robí a či skutočne tieto rozhodnutia sú v rámci reálneho priestoru optimálnym riešením v záujme spoločnosti a budúceho dôchodcu ale aj súčasného zamestnanca.***

2. ZHODNOCUJE SA KAPITÁL NA INDIVIDUÁLNYCH ÚČTOCH VYŠŠIE AKO V SYSTÉME PAYG?

V priebehu roku 1999 na základe analýzy vedenej Svetovou bankou bol publikovaný rad materiálov, ktoré dávajú ucelený pohľad minimálne na nákladovú stránku zavedeného systému individuálnych účtov vedených súkromne spravovanými penzijnými fondmi. Účelom je v tejto časti sa v stručnosti venovať len publikovaným údajom súvisiacim s nákladovou časťou, pričom čitateľ sa o tejto problematike komplexne môže dočítať v materiáloch uvádzaných v prílohe.

V roku 1958 Paul Samuelson dokázal, že reálny výnos v systéme pay-as you-go sa rovná súčtu rastu pracovnej sily a rastu produktivity práce. Ak predpokladáme, že v najbližších dekádach bude fertilita relatívne nízka, a populácia bude starnúť, potom odhad do budúcnosti predpokladá, že rast pracovnej sily v celosvetovom merítku sa bude spomaľovať z 1,7% v 80 tých rokoch cez súčasné 1,3% na 0,8% v rokoch 2010 až 2050. Ak predpokladáme priemerný rast produktivity práce 2% ročne, potom hypotetický celosvetový pay as you go systém bude mať ročný výnos okolo 3%.

Častokrát poukazované na to, že individuálne účty vykazujú väčší výnos ako je to v prípade systému PAYG viedol poradcov pre sociálne zabezpečenie v rokoch 1994-1996 k nasledujúcemu výskumu. Vytvorili tri nasledovné scenáre :

- 1. Scenár č. 1 umožňoval kapitálovým prebytkom fondom sociálneho zabezpečenia investovať na kapitálovom trhu, pričom systém neobsahoval individuálne účty.***

Dôchodková reforma

2. Scenár č. 2 označený ako Individuálne účty zahrňoval jednak fondy sociálneho poistenia v stave ako boli a navyše voči príspevkom do sociálnej poisťovne v tomto scenári 1,6% zo mzdy bolo odvádzané do sociálnej poisťovne. V tomto scenári účty boli centrálné spravované a investície založené na báze štátnej regulácie vhodnej pre štátnych zamestnancov.
3. Scenár č. 3 označený ako Osobné poisťné účty. V tomto prípade individuálne účty sú financované rozčlenením odvodov do poisťovne na výšku 5% z miezd, pričom do fondov sociálnej poisťovne je odvádzaných redukovaných 7,4%. Tieto účty sú spravované privatným sektorom.

Výsledok tohto pokusu, ktorý bol publikovaný v správe poradcov uvádza pri očistení od inflácie nasledujúce:

1. *Výnos kapitálu podľa scenára 1 sa pohybuje od 2,2 do 2,7% za rok, pričom toto rozpätie je závislé od typu cenných papierov, do ktorých bola investícia vykonaná.*
2. *Investície podľa scenára 2 vykázali výnos 2,2% za rok.*
3. *Investície podľa scenára 3 dosiahli hodnotu 2,6% za rok.*

Tieto relatívne šokujúce výsledky vniesli do debaty o univerzálnosti riešenia problematiky cez súkromné individuálne účty jasno a to v tom zmysle, že napriek tomu, že vyššie uvedené tri scenáre sú vzájomne výrazne odlišné, dosahované výsledky sú si veľmi podobné a odlišujú sa len stupňom rizika, s akým boli investície vykonané. Jeden z veľmi vážnych záverov tohto experimentu je, že je úplne jedno, či investovaný kapitál je na individuálnych účtoch poistencov alebo je zozbieraný na jednom účte verejného fondu sociálnej poisťovne, pokiaľ sú podmienky pre investovanie v oboch prípadoch rovnaké. Naopak z princípov kolektívneho investovania je evidentné, že rozloženie rizika môže viesť k lepším výsledkom a zvyčajne aj štatisticky vedie u vyššieho objemu kapitálu ako je to v prípade kapitálu individuálneho účtu.

Ak teda existoval rad argumentov, že výnosy na individuálnych účtoch sú vyššie v prípade investícií na kapitálových trhoch ako je zhodnocovanie fondov kapitálu Sociálnej poisťovne, záver je, že pri odčlenení časti kapitálu na individuálne účty je odčlenená aj časť redistribučnej zložky kapitálu, ktorá v systéme PAYG vystihuje a plní úlohu solidarity a je to zrejme táto časť kapitálu, ktorá tvorí kapitálový nadbytok a jeho zhodnotenie na individuálnych účtoch sa javí ako výrazne vyššie oproti zhodnocovaniu kapitálu v systéme PAYG.

Z tohto pohľadu môžeme identifikovať, že je to práve redistribučná zložka kapitálu, ktorú docieľujeme pri posune hranice veku do dôchodku v systéme o 10 rokov oproti súčasnému stavu, ktorá tvorí nielen rýchlu sanáciu deficitu fondov sociálnej poisťovne, ale následne vytvára významné kapitálové prebytky, ktoré sú nesmierne cenné, dosahujúce v stálych cenách svoje maximum až 230 miliárd Sk a ktoré tvoria rozhodujúcu časť riešenia v dlhodobom časovom horizonte, čo pri jej kapitalizácii umožňuje nájsť riešenie, kedy výkyvy už len kopírujú vývoj demografie bez toho, aby dochádzalo k vyčerpaniu fondov.

Keďže k tomuto javu dochádza len raz za 150- 200 rokov, je potrebné s touto informáciou narábať zodpovedne, lebo má jednorázový charakter a javí sa ako neopakovateľná súčasť národného bohatstva.

Dôchodková reforma

1. Aké veľké sú administratívne náklady v Chile a akým spôsobom sú vynaložené?

V tejto časti analýzy sú skúmané poplatky, ktoré vyberajú systémy individuálnych účtov v Chile a ďalších krajinách Latinskej Ameriky. Tieto poplatky sú objektom veľkej kritiky oponentov systémov individuálnych účtov. Poplatky indikujú súkromné náklady, ktoré znižujú čisté zisky poistencov, pričom je možné vysloviť predpoklad, že v dlhom časovom období sa tieto poplatky priblížia administratívnym nákladom správy fondu. Z toho dôvodu pri sledovaní nákladov používame termín „poplatky“ či „náklady“, pričom oba termíny v tomto prípade majú rovnaký význam.

Je možné vysloviť názor, že ani v prípade penzijných fondoch v Chile (AFP) ani pri podielových fondoch poplatky v krátkom časovom období zvyčajne nereprezentujú nevyhnutne skutočné náklady vynaložené na správu fondu a taktiež nemajú charakter dlhodobého záväzku. Na druhej strane AFP v Chile dosiahli stratu v počiatočných rokoch fungovania nového systému, keď boli vynaložené počiatočné náklady, ktoré prevýšili výnosy, avšak postupom času je možné pozorovať v poslednom desaťročí ziskovosť systému. Na začiatku mal AFP prebytok kapacity kvôli vysokým fixným nákladom a znižujúcim sa priemerným nákladom, pričom niekoľko nových firiem vstúpilo do tohto priemyslu okolo roku 1990, čo situáciu ešte zhoršilo. Avšak v posledných rokoch systém dosiahol rovnovážnu úroveň spolu s tým, že fúzie zmenili štruktúru konkurencie, čím sa priemerný AFP zväčšil a tento priemysel sa stal viac oligopolistický. Počet AFP sa zredukoval z 21 na začiatku rokov 1990 na súčasných 8. Týchto 8 AFP spravuje aktíva vo výške 34 mld. USD a okolo 6 miliónov účtov s priemernou veľkosťou 5700 USD (Rodriguez 1999). V Argentíne sa počet AFP znížil z 25 na 16 a bude zrejme ďalej klesať. Táto situácia odráža fakt, že trh intenzívnejšie reaguje na výhody akumulácie kapitálu, tak ako je to pri podielových fondoch v USA. Taktiež alokácia aktív je viac diverzifikovaná v AFP vďaka zmenám v reguláciách a na trhu. Kvôli týmto a ďalším dôvodom je veľmi pravdepodobné, že sa poplatky a náklady zmenia ako aj vzťah medzi nimi, hoci v tejto časti sa nimi zaoberáme tak, ako sú definované v súčasnosti. Tabuľka 1 znázorňuje súčasné priemerné poplatky v AFP v krajinách Latinskej Ameriky.

Z tabuľky 1 je zrejmé, že väčšina krajín Latinskej Ameriky adoptovala Chilskú metódu poplatkov: poplatky sa platia, v prvý rok keď je príspevok vložený do systému. Ďalšie poplatky za správu sa už nevyberajú. V Chile poplatky predstavovali na začiatku okolo 20% z celkových ročných príspevkoch vyberaných prvý rok, avšak teraz sa znížili na priemernú úroveň 15,6%. Zaujímavý je fakt, že mnoho pracovníkov dostane zľavu z provízie z predaja pri zmene, takže pre nich predstavuje skutočný poplatok len 13% z príspevku alebo menej. (V ďalších krajinách Latinskej Ameriky, napr. v Argentíne, alebo Mexiku, kde priemerná veľkosť účtov je menšia ale náklady na účet sú veľmi podobné, poplatky predstavujú stále 20% z príspevkov alebo dokonca viac. V Bolívii sú nižšie kvôli dôvodom, ktoré uvedieme neskôr.) Vyberanie poplatkov na základe nových príspevkov predstavuje systém s extrémne vysokými nákladmi na správu v porovnaní so zaužívanými praktikami v podielových fondoch, kde sa vyberajú ročné poplatky na základe výšky aktív, niekedy doplnené s poplatkami za predaj pri nákupe podielových listov.

Poplatok vo výške 15,6% z príspevkov redukuje konečnú akumuláciu kapitálu a dôchodok v istine prvého roku o 15,6%. Je tento poplatok vysoký či nízky? Kvôli zodpovedaniu tejto otázky prevedieme tento poplatok na ekvivalentný ročný náklad odvodený ako percento z aktív (ktoré budú vynášať tú istú konečnú ročnú kapitalizáciu). To hneď napovie, v akej výške budú

Dôchodková reforma

znižené hrubé výnosy z investície, aby sa dosiahli čisté výnosy a umožní nám porovnanie s poplatkami v podielových fondoch a iných finančných inštitúciách v USA alebo inde. Táto konverzia závisí od času, ako dlho bude pracovník mať svoje peniaze v systéme, čo tiež závisí od veku a povolania zamestnanca.

Pri analýze bol nasimulovaný priemerný ročný poplatok, ktorý predstavuje ekvivalent vstupného poplatku 15,6% z príspevku pre zamestnancov rôzneho veku v období, keď vyplatili príspevok. (Tabuľka 2). Pri simulácii sa predpokladá, že schéma poplatkov zostane rovnaká počas života pracovníka, hoci samozrejme tento predpoklad nie je možné garantovať. Pre 25-ročného pracovníka, (ktorý prispieva v priebehu 1 roka avšak jeho peniaze zostanú v systéme 40 rokov) jednorazový poplatok vo výške 15,6% predstavuje ekvivalent 0,45% aktív ročne, pre 45-ročného pracovníka je to 0,91% a pre pracovníka, ktorý prispieva mesačne v jeho poslednom roku je to 32,4% (stĺpec 1). Pre poistenca, (iná schéma poplatkov pre porovnanie) ktorý prispieva každoročne počas 40 rokov a platí poplatok pri každom novom príspevku, ročný ekvivalent všetkých týchto poplatkov za nákup a predaj predstavuje 0,76% (stĺpec 3). (1)

Veľa pracovníkov bude prispievať len po dobu 20 rokov, čo predstavuje minimum potrebný na garanciu dôchodku. Pre týchto pracovníkov ekvivalent ročného poplatku závisí od toho, či príspevky platili na začiatku alebo na konci počas ich zamestnania, čo určuje, koľko rokov budú ich peniaze spravované. Ak pracovník prispieva len prvých 20 rokov, ekvivalentný priemerný ročný poplatok všetkých príspevkov je 0,57%, ak na druhej strane prispieva posledných 20 rokov, ekvivalentný priemerný ročný poplatok je 1,65% (stĺpec 2).

*Nemôžeme kalkulovať skutočný priemer všetkých pracovníkov bez znalosti distribúcie príspevkov počas nasledujúcich 50 rokov. Ale 20 rokov príspevkov predstavuje rozhodujúcu dobu, nakoľko toto predstavuje pre pracovníkov minimálnu garanciu dôchodkov. Predpokladajme, že polovica pracovníkov prispieva 40 rokov, štvrtina prispieva prvých 20 rokov a štvrtina posledných 20 rokov. **Ročné poplatky za správu systému ktoré je ekvivalentom poplatku vo výške 15,6% z príspevkov, je 0,94%, skoro 1% z aktív ročne.***

Ohľadom poplatku je možné dodať niekoľko ďalších poznámok. Poprvé, poplatky na vstupe znamenajú, že pracovníci ktorí prešli rôznymi zamestnaniami zaplatia rôzne ročné ekvivalenty ako odpočítanie z ich hrubých výnosov, aj v prípade, ak pre fond znamenajú ten istý náklad. Napr. priemerný ročný ekvivalent je oveľa nižší pre mladých ako pre starších pracovníkov, je vyšší pre pracovníkov, ktorí do systému vstúpia neskôr počas svojho života, dôvodom čoho môže byť fakt, že boli starší keď sa systém spustil, je nižší pre pracovníkov (napr. ženy), ktoré do systému vstúpia mladí a potom odídu z pracovného trhu. Poplatky na vstupe môžu spôsobovať odliv pracovníkov z trhu v neskorších rokoch, pretože sa môžu vyhnúť všetkým nákladom, ak jednoducho prestanú platiť ďalšie príspevky, z ktorých by museli platiť vysoký ročný ekvivalentný poplatok. Ak skutočné náklady čiastočne závisia od nákladov (kvôli funkcii správy investícií), AFP možno nebudú ochotné akceptovať prevody fondov od starších pracovníkov, ktorých príspevky budú malé v závislosti od ich aktív.

*Z hľadiska efektívnosti ako aj majetku, poplatky na vstupe zrejme nie sú vhodné v počiatkovej fáze budovania povinného systému a taktiež nemusia byť udržateľné v dlhom období, ak AFP majú povolené meniť štruktúru poplatkov. (ďalšie štruktúry poplatkov taktiež predstavujú problémy: rovnaké poplatky znižujú čisté výnosy viac pre tých, ktorí zarábajú menej ako pre tých, ktorí zarábajú viac, **tento jav nie je spravodlivý**; výstupné poplatky penalizujú tých, čo menia fondy a z toho dôvodu nepriaznivo vplyvajú na mobilitu kapitálu*

Dôchodková reforma

a na konkurenciu na trhu fondov; poplatky založené na aktívach nebudú postačovať v počiatočných rokoch nového systému a môže byť obtiažne obdržať ich od pracovníkov, ktorí opustia pracovný trh a prestanú prispievať; kombinácia týchto poplatkov, ktorá sa teoreticky javí ako odôvodnená znemožňuje pracovníkovi porovnávať ceny v rozličných fondoch.

Po druhé, tieto odhadované celoživotné poplatky sú veľmi podobné priemerným poplatkom v podielových fondoch v USA. (II. časť). Americké podielové fondy však ponúkajú oveľa vyššiu diverzifikáciu a služby ako Chilské AFP, a pokiaľ by to mali zaistiť, zvýšilo by to ich náklady. Americké fondy majú výhodu vyššej akumulácie kapitálu, čo znižuje ich náklady. Náklady AFP sú oveľa nižšie ako náklady v amerických podielových fondoch, ktoré pôsobia na rozvíjajúcich sa trhoch. Sú oveľa nižšie ako poplatky podielových fondov určených pre dobrovoľné sporenie v Chile, ktoré na začiatku rokov 1990 sa v priemere pohybovali okolo 6% ročne pri akciových fondoch a 2% pri dlhopisových fondoch plus vstupné a výstupné poplatky (Maturana and Walker 1999). Poplatky AFP sú taktiež nižšie ako poplatky podielových fondov vo väčšine iných krajín, kde kombinácia poplatkov za nákup a predaj podielových listov a ročných poplatkov prekročí hranice poplatkov v USA. Chilské AFP sú preto relatívne lacné, ak štandard porovnania predstavujú poplatky v iných diverzifikovaných podielových fondoch, ktoré investujú úspory jednotlivcov. Sú však drahšie ako vkladné knižky v komerčných bankách v Chile alebo v iných krajinách (Valdes 1999b).

*Po tretie, rozpis nákladov AFP indikuje, že viac ako 45% celkových výdajov bolo použitých na marketingové náklady, zvlášť na provízie z predaja. **Tento pomer je podobný výdajom na marketing na spotrebných finančných trhoch v USA a iných krajinách. V obidvoch krajinách výška presiahla 50%, ak sme zahrnuli platy zamestnancov marketingu. Ak by sa marketing značne obmedzil, ušetrilo by sa 0,4-0,5% aktív ročne a konečná akumulácia by sa zvýšila o 8-10%.** Tieto vzájomne podobné fakty indikujú, že výskum údajov podielových fondov USA umožní sledovať, ako sa vyvíjajú náklady v individuálnych účtovných systémoch a ako môžu byť tieto náklady znížené. (Časť II).*

Poplatky AFP sú oveľa vyššie ako poplatky, ktoré platia inštitucionálni investori (Časť III) a majú silný vplyv na konečnú výšku dôchodkov. Tento fakt nás núti zamýšľať, či je možné organizovať povinný systém takým spôsobom, aby zahŕňal nižšie náklady a dosahoval vyššie zisky na úrovni inštitucionálneho trhu, a ak áno, čo je cenou tohto riešenia?

Dôchodková reforma

Administratívne poplatky v systémoch individuálnych účtov v Latinskej Amerike, 1999

Krajina (a)	Hrubý poplatok ako % zo mzdy (b)	Čistý poplatok ako % zo mzdy	Čistý poplatok ako % z celkových príspevkov	Čistý poplatok ako % z ročných aktív (9)	% redukcie v konečnom kapitáli a dôchodku
Argentína (c) (10,0)	3,25	2,30	23,00	1,13	23,00
Bolívia (d) (10,5)	2,50	0,50	4,80	0,47	9,50
Colombia (c) (11,6)	3,50	1,64	14,10	0,69	14,10
Chile (e) (11,8)	2,47	1,84	15,60	0,76	15,60
El Salvador (12,1)	3,18	2,13	17,60	0,86	17,60
Peru (12,4)	3,74	2,36	19,00	0,93	19,00
Mexico (f) (8,7)	4,42	1,92	22,10	1,08	22,10
Uruguay (14,4)	2,68	2,06	14,30	0,70	14,30

Zdroj: Augusto Iglesias, Prim America Consultores

- Celková miera príspevkov- total contribution rate = príspevok do systému individuálnych účtov + čistý poplatok ako % miezd. Tento údaj je uvedený v zátvorkách za každou krajinou. V Argentíne, Mexiku a Uruguaji je poplatok odvedený z účtu pracovníka, v ďalších krajinách je poplatok pridaný – v týchto troch prípadoch celková miera príspevkov – total contribution rate = príspevok do systému individuálnych účtov – alokácia do poistenia (allocation to insurance)
- Hrubý poplatok zahŕňa invalidné príspevky a príspevky pre pozostalých (vdovské?) Čistý poplatok tieto príspevky nezahŕňa.
- Niektoré penzijné fondy v Argentíne taktiež vyberajú fixné poplatky. Rozdelenie medzi poistným poplatkom a administratívnym poplatkom je doplnkové, pretože poisťovne väčšinou predstavujú pobočky argentínskych penzijných fondov. Relatívne nízke čisté poplatky v Colombii sú taktiež výsledkom vysokej alokácie celkových poplatkov do poistenia.
- Vyberá sa doplnkových 0,23% z celkových aktív. V počiatočných rokoch systému je to nízka suma, ale v neskoršom období to predstavuje vysoký pomer vzhľadom ku platom a príspevkom. Naše simulácie indikujú, že počas života pracovníka, ktorý je po celú dobu zamestnaný, táto suma zvýši čistý poplatok, v prípade, ak sa rozvrh provízií nezmení. Stĺpce 4 a 5 zahŕňajú obidve časti poplatku. Kolónky 1, 2 a 3 sa zameriavajú na krátke obdobie a zahŕňajú len poplatok založený na príspevkoch. Penzijné fondy taktiež dostanú 0,23% z privatizovaných aktív, ktoré spravujú, čo v počiatočných rokoch skoro zdvojnásobí ich výnosy. Je možné, že dôjde ku krížovému podporovaniu-subvencovaniu – cross subsidization. Týmto spôsobom údaje uvedené v tejto tabuľke, zvlášť stĺpce 1, 2 a 3 pravdepodobne nedoceňujú administratívne poplatky v Bolívii.
- Väčšina chilských dôchodkových fondov takisto vyberá malé mesačné rovnaké poplatky, zvyšujúc čisté poplatky. Časť týchto poplatkov sa znižuje, keď pracovníci menia penzijné fondy, čím sa znižuje čistý poplatok.
- V Mexiku vláda prispieva na každý účet 5,5% z minimálnej mzdy, čo predstavuje asi 2,2% z priemernej mzdy. Toto je zahrnuté v pomere celkových príspevkov (total contribution rate) uvedenom vyššie.

Dôchodková reforma

Zdroj pre Mexico: CONSAR tabulationjs, 1997.

- g) Toto je založené na simulácii dlhodobu pracujúceho pracovníka, ktorý pracuje 40 rokov, s 2%-ným ročným prírastkom mzdy a ročnou úrokovou mierou 5%.

TABUĽKA 2

Ročný ekvivalent poplatkov založených na aktívach ku poplatku vo výške 15,6% z nových príspevkov (ako percento z aktív)

Počiatkový vek	Príspevky za 1 rok pri určenom veku	Príspevky za 20 rokov so začiatkom pri určenom veku	Príspevky uskutočnené každý rok do 65 rokov so začiatkom pri určenom veku
	1	2	3
25	0,45	0,57	0,76
35	0,60	0,85	1,05
45	0,91	1,65	1,65
55	1,86		3,50
64	33,37		33,37

Predpoklady:

Táto tabuľka zobrazuje ročné poplatky založené na aktívach, ktoré budú vynášať tú istú akumuláciu kapitálu vo veku 65 rokov ako 15% poplatok pri vstupe.

V prvom stĺpci sa predpokladá jediný rok príspevkov v počiatkovom veku. Ročný poplatok pre vek 64 predstavuje 32,09%, pretože sa predpokladá, že príspevky a poplatky sú vyplácané mesačne vrátane posledného mesiaca.

V druhom stĺpci pracovník pokračuje v prispievaní fixného percenta zo svojich príjmov počas 20 rokov.

V treťom stĺpci pracovník pokračuje v investovaní fixného percenta zo svojich príjmov od počiatkového veku do veku 65 rokov. Predpokladá sa 5% miera návratnosti – rate of return.

V stĺpcoch 2 a 3 je predpokladaný 2%-ný nárast ročnej mzdy. Výsledky nezohľadňujú mieru návratnosti – rate of return a nárast mzdy – wage growth.

Dôchodková reforma

2. ADMINISTRATÍVNE NÁKLADY DECENTRALIZOVANÉHO SYSTÉMU INDIVIDUÁLNYCH ÚČTOV KONKURUJÚCICH SI PRIVÁTNÝCH PENZIJNÝCH FONDOV VO VEĽKEJ BRITÁNII

V roku 1988 boli zavedené vo Veľkej Británii penzijné fondy, kde každý pracujúci si mohol otvoriť svoj vlastný súkromný účet a na základe zákonom vymedzených podmienok si mohol časť svojho dôchodku akumulovať v podobe príspevkov na tomto účte. Pracujúci vo Veľkej Británii sa mohol voľne rozhodnúť, v ktorom fonde si svoj účet otvorí. Z hľadiska analýzy a hlavne následne rozhodnutí pre potreby uvažovanej reformy na Slovensku nás v ďalšom zaujíma výlučne nákladová stránka tohto systému.

Svetová banka koncom 90. rokov inicializovala rozsiahlu štúdiu anglického trhu penzijných fondov a to hlavne identifikovať náklady spojené s vedením účtov počas akumuláčnej fázy, kedy pracujúci pravidelnými dávkami prispievajú na účet a takisto nákladmi spojenými s vyplácaním dávok v prípade anuit. Analytici identifikovali tri základné zložky nákladov:

- 1. Náklady akumuláčnej fázy**
- 2. Náklady spojené so zmenou poskytovateľa služieb**
- 3. Náklady počas poskytovania dávok v podobe anuit**

Analýza poukázala, že oproti ideálnemu stavu účtu akumuláčná fáza znižuje priemerne hodnotu tohto účtu o 25%, náklady spojené so zmenou poskytovateľa v priemere o 15% a náklady spojené s poskytovaním dávok v podobe anuit o 10%. Analýza zároveň poukázala na to, že celkové zníženie hodnoty účtu obsahuje aj malú zložku prieniku vyššie uvedených komponentov a že priemerná hodnota účtu je znížená v rozsahu od 40 do 45% hodnoty oproti ideálnemu stavu, pričom túto časť účtu tvoria rôzne poplatky a náklady.

Pre náš rozhodovací proces je potrebné identifikovať vecné zložky nákladov v jednotlivých fázach, pretože tieto vznikajú alebo sú apriori vylúčené práve systémovým rozhodnutím, či zaviesť systém súkromných penzijných fondov s povinným definovaným príspevkom ako jeden extrém alebo naopak snažiť sa reformovať systém PAYG ako druhý extrém v čierno-bielom videní.

3.1 NÁKLADY SPOJENÉ S AKUMULAČNOU FÁZOU

Tieto náklady pozostávajú z troch základných zložiek a to je:

- 1. Náklady spojené so získaním klienta. Tieto zahrňujú náklady na reklamu, poplatky pre predajnú sieť, poprípade ďalšie náklady spojené s marketingom.**
- 2. Prevádzkové náklady. Tieto zahrňujú vybudovanie infraštruktúry, oddelení styku s trhom, oddelení pre spracovanie agendy, príslušnú informačnú technológiu a administráciu samotného vedenia spoločnosti ako je zaistenie právnych služieb, služieb daňových poradcov, vedenia účtovníctva atď.**
- 3. Náklady spojené so správou aktív. Tieto náklady sú jednoznačne vyjadrené ako odmena za zhodnocovanie kapitálu poisťencov na kapitálovom trhu.**

Zo všetkých troch zdrojov týchto nákladov, náklady spojené so správou aktív predstavujú najmenšiu zložku. Analýza ukázala, že sa blíži k hodnote 0,1% zo spravovaného kapitálu. Z

Dôchodková reforma

celkových nákladov táto časť nákladov predstavuje 15%. Najväčšou zložkou, ktorá prispieva k nákladom je zložka spojená s predajom produktu, zvlášť sprostredkovateľské odmeny. Približne až 2/3 z nákladov ide na túto položku.

3.2 NÁKLADY SPOJENÉ SO ZMENOU PREVÁDZKOVATEĽA

Až donedávna analytici neuvažovali o nákladoch spojených so zmenou poskytovateľa služieb. Keďže vo Veľkej Británii bol zavedený súkromne spravovaný decentralizovaný systém účtov a anuit, občania majú možnosť viac-menej voľne prechádzať od jedného k druhému. Pri týchto zmenách platia rôzne druhy poplatkov, pričom analýza ukázala, že táto hodnota je typicky 15% z hodnoty štatisticky priemerného účtu. Do tejto časti sú zahrnuté aj situácie, kedy poistenec prestal odvádzať príspevky.

3.3 NÁKLADY SPOJENÉ S VYPLÁCANÍM DÁVOK V PODOBE ANUITY.

Zavedený systém poskytovania dávok v podobe anuit je relatívne zložitý, ale analytici poukázali na fakt, že napriek tomu, že bol zavedený voľný trh, poskytovatelia anuit sa chovajú veľmi podobne, čo za istých okolností je možné charakterizovať ako koluzívny typ trhu t.j. je to taký typ trhu, na ktorom poskytovatelia kolektívne udržiavajú monopol. Problematiku nákladov spojených s poskytovaním anuity je možné zhrnúť do nasledovných kategórií:

- 1. Nepriaznivý výber anuity*
- 2. Riziko mortality*
- 3. Konkurencia na trhu súkromných poskytovateľov anuit*
- 4. Výnos na trhu súkromných anuit*
- 5. Vysoké správne poplatky spojené s nevhodne predanou anuitou*
- 6. Administratívne náklady*

Analýza ukázala, že náklady spojené s poskytovaním dávok predstavujú 10-12% z hodnoty ideálneho stavu typického účtu. Zároveň rozhodujúca časť týchto nákladov je reprezentovaná nepriaznivým výberom spôsobu výpočtu anuity, v ktorej je zahrnuté aj riziko mortality. Tieto náklady tvoria až 2/3 z vyššie uvedených nákladov, pričom zbytok pochádza v zásade z administratívnej zložky.

Pod pojmom nepriaznivý výber anuity je nutné vidieť temer skrytú časť nákladov, ktorá pre poberateľa dávok znamená zníženie dávok a to je tým, že poskytovatelia anuit majú tendenciu pri výpočte dávky použiť parameter očakávanej doby dožitia optimistickejší, ako je realita, čo samozrejme vedie k tomu, že dávky sú nižšie z príslušnej hodnoty účtu ako v prípade, keby táto bola vypočítaná k reálnej dobe dožitia. Táto časť nákladov reprezentuje až 7%, o ktoré sa štatisticky znižujú typické účty. Ako príklad sa uvádza, že pri výpočtoch vôbec nie je vzatá do úvahy sociologicko-ekonomická charakteristika obyvateľstva, inými slovami stredný vek dožitia pre rôzne vrstvy obyvateľstva, líšiac sa príjmami počas ekonomicky aktívneho veku a zároveň príslušným zaradením v spoločnosti.

Ako bolo povedané vyššie, administratívne náklady spojené s marketingom, účtovníctvom a vedením anuit tvoria druhú časť rozhodujúcich nákladov a zatážujú účet približne 5%-ami. Tu zahrňame marketing, sprostredkovateľské provízie agentov, prevádzkovú réžiu, náklady spojené s investíciou pri založení spoločnosti, príslušný zisk a pod.

Dôchodková reforma

3. Bolívia

Metóda dražby práva spravovať aktíva centrálne administrovaného fondu

V roku 1997 Bolívia vydražila práva správy aktív vo svojom novom pilieri s definovaným príspevkom dvom investičným spoločnostiam na medzinárodnej dražbe, ktorá bola intenzívne publikovaná. Na začiatku nového systému bolo očakávaných 300 000 účastníkov prispievajúcich 10%-ami príjmov na dôchodkové účty a celkové množstvo príspevkov predstavujúce priemernú výšku 300 USD na jednom účte alebo cca 90 miliónov USD. V počiatočnej fáze väčšina aktív bola určená na investovanie do štátnych dlhopisov, čo predstavovalo stratégiu s nízkymi nákladmi, ale po určitom čase boli fondy určené na diverzifikáciu.

Dražba práv na spravovanie pozostávala z dvoch fáz, ktoré začali s uverejňovaním informácií v novinách *Wall Street Journal*, *Financial Times* a *Pensions and Investments*. Kritériá výberu zahŕňovali: skúsenosti so správou aktív (najmenej 10 rokov v spravovaní globálnych aktív, spravovanie majetku vo výške najmenej 10 mld. USD); skúsenosti s administráciou a účtovníctvom penzijných fondov (najmenej 100 000 účtov); a skúsenosti v zakladaní nových systémov. 73 správcov aktív vyjadrilo záujem, 12 sa prihlásilo a 9 bolo vybraných v prvej časti. V druhej časti manažéri súťažili na základe poplatkov správy aktív, k čomu sa pridali podmienky garancií a regulácií. V tejto časti len traja manažéri predložili ponuku a dvaja z nich boli vybraní. Zmluva s nimi je platná po dobu 5 rokov. Na začiatku bola pracovníkom pridelená spoločnosť a prechod do inej spoločnosti nebol umožnený. Začiatkom roku 2000 bude umožnený prechod pracovníkom do iných spoločností ako aj výber nových pracovníkov. Po 5-ročnom zmluvnom období bude umožnené vstúpiť ďalším spoločnostiam. (Viac detailov vid' von Gersdorff 1977).

Tento systém je určený na udržiavanie priemerných nákladov a poplatkov na nízkej úrovni prostredníctvom redukovania fixných nákladov a prebytku kapacity, nakoľko len dve spoločnosti v systéme pôsobia; prostredníctvom zníženia nákladov na marketing a účtovníctvo, nakoľko každá spoločnosť má počiatočný monopol na skupinu pracovníkov a transferovanie nie je povolené; prostredníctvom amortizovania nákladov na infraštruktúru v priebehu niekoľkých rokov, počas ktorých každá spoločnosť má zaistený podiel na trhu; a prostredníctvom informačnej a vyjednávacej sily, nakoľko vláda vyjednáva v mene celého systému, keď sú poplatky uvedené v kontrakte. Systém zabezpečuje inštitucionálne sadzby. Poplatky v Bolívii predstavujú len 0,5% z príjmov (5% z príspevkov) plus 0,23% z aktív. To stanovuje poplatok, ktorý je oveľa nižší ako počiatočné poplatky v Chile (5% skôr ako 20% z príspevkov v prvých rokoch), ale s rozdielom, že sa časom znižuje, kým komponenty na báze aktív vzrastajú. Počas celého života plne zamestnaného pracovníka predstavuje bolíviský poplatok ekvivalent vo výške 0,47% ročne v porovnaní 0,76% v Chile, za predpokladu, že sadzby zostanú nemenné. Tento rozdiel vo veľkej miere korešponduje s absenciou marketingových nákladov.

Tieto údaje je ale potrebné brať s rezervou, nakoľko tie isté spoločnosti, ktoré spravujú novo definovaný pilier príspevkov, taktiež spravujú výnosy z privatizačného programu vo výške 1,7 mld. USD. Dôchodková reforma a reforma štátnych podnikov sa v Bolívii uskutočnili v rovnakom čase a práva spravovania týchto dvoch skupín aktív boli vydražené spoločne. Spoločnosti budú popri poplatkoch od pracovníkov dostávať taktiež poplatok vo výške 0,23% z aktív privatizácie, ktoré v počiatočných rokoch zhruba zdvojnásobia výnosy. Za predpokladu, že 5% príspevkov predstavuje 15 USD za rok, čo sotva pokryje vysoké administratívne náklady (R&C) v počiatočnom období nového systému, podozrenie je, že

Dôchodková reforma

môžu byť zainteresované krížové dotácie zo spravovania aktív z privatizácie. Je pravdepodobné, že počiatočné náklady, ktoré platia pracovníci v systéme individuálnych účtov, by mohli byť vyššie bez účasti vysokých aktív z privatizácie. Avšak tie by boli pravdepodobne nižšie, ak by sa zopakoval ten istý scenár v krajine s lepšie vyvinutými finančnými trhmi a infraštruktúrou.

Tieto nízke poplatky neprichádzajú bez ďalších nákladov. Pri stanovení určitých služieb ich detailná špecifikácia v kontrakte nie je možná a je pravdepodobné, že spoločnosti zredukujú služby, ktoré nie sú špecifikované s cieľom maximalizovať zisky v rámci kontraktu. Napr. informácie nebudú distribuované, ani príspevky nebudú registrované v aktuálnom čase, miera návratnosti (rate of return) nebude maximalizovaná, zisky nebudú vyplatené v čase a pod. Skutočnosť, že pracovníci nemôžu prechádzať medzi spoločnosťami, v počiatočnej fáze odstraňuje konkurenčné tlaky vedúce k dobrému výkonu za okolností a pri službách, ktoré nie sú uvedené.

Samozrejme možnosť prechodu medzi spoločnosťami po troch rokoch ako aj vstup nových firiem po piatich rokoch znamená vznik konkurenčných tlakov, ktoré pravdepodobne zabránia zneužitiu monopolnej pozície. Na druhej strane konkurencia môže vyvolať tendenciu marketingových nákladov. Hoci počas trvania kontraktu sa poplatky nemôžu zvyšovať, poplatky a náklady môžu vzrásť v ďalšom kontrakte. Je tiež možné, že politické tlaky prvých dvoch spoločností môžu viesť k pokračovaniu reštrikcií týkajúcich sa vstupov nových spoločností na trh a výmeny medzi spoločnosťami. Takýmto spôsobom systém Bolívie udržiava v počiatočnej fáze nízke náklady, avšak vplyv na náklady a výkonnosť v dlhom časovom období je nejasný.

Obmedzený vstup spoločností má kladné i záporné stránky. Jednou výhodou dražby len s dvomi či tromi víťazmi, zvlášť v malých krajinách je fakt, že v určitom období poskytuje garantovaný podiel na trhu, čo pravdepodobne priláka zahraničné spoločnosti s finančnými odbornými znalosťami. Vysoký štandard a prax týchto firiem môže do určitej miery nahrádzať funkciu regulátora v krajinách, kde táto úroveň je nízka. Avšak extrémna koncentrácia otvára dvere korupcii pri udelení počiatočných kontraktov, môže spôsobiť nekalú kooperáciu medzi týmito dvomi firmami a kontrolu kontraktu firmami, namiesto predpokladanej regulácie. Firmy sa môžu dohodnúť na kúpu štátneho dlhu za nízku cenu namiesto investovania v širšom merítku, na oplátku za výhodnú reguláciu. Regulácie môžu mať slabý vplyv v závislosti od dvoch veľkých investičných spoločností, ktoré kontrolujú trh. Takýmto spôsobom systém nie je do takej miery izolovaný od politických vplyvov a monopolných deformácií, ako by to bolo v prípade menej koncentrovaného systému.

Kvôli týmto slabým stránkam je potrebné uvedený spôsob obmedzeného prístupu založeného na dražbe, seriózne zvážiť na začiatku nových systémov v malých krajinách, s nízkymi príjmami a nízkymi príspevkami, výsledkom čoho základňa aktív nie je dostatočne veľká, aby mohla efektívne podporovať veľa fondov alebo prilákať fondy s vysokou kvalitou na vstup do viac otvoreného prostredia.

Dôchodková reforma

4.Výber z ponúk investičných spoločností a ponuka pre individuálny výber konkrétneho portfólia jednotlivcom TSP (Plán hospodárnosti úspor), USA (TSP predstavuje formu tretieho, štátom podporovaného dobrovoľného piliera)

Výhodnejšiu možnosť tohto typu predstavuje realizácia výberu z ponúk investičných spoločností na konkurenčnom princípe, pričom je vybratý obmedzený počet portfólií a investičných spoločností. Takto selektovaná ponuka odborníkmi je postúpená individuálnym poistencom, ktorí realizujú konečný výber svojho investora. Tento model predstavuje proces pozostávajúci z dvoch fáz, kde prvá fáza predstavuje konkurenčnú ponuku, pričom náklady stanoví zmluvne vo fáze ponúk príslušná skupina expertov- komisia, ktorá uskutočňuje rozhodnutie a v druhej fáze sa uskutoční výber z vyselektovaného počtu investičných plánov samotnými poistencami. Tento systém zaviedol federálny Thrift Saving Plan (Plán hospodárnosti úspor) v USA, dobrovoľný plán pre štátnych zamestnancov, avšak tieto smernice sa môžu použiť aj na iné účely. Môže predstavovať jeden z modelov určených na reformu sociálneho systému USA pri zahrnutí individuálnych účtov. V TSP sú príspevky pracovníkov spojené s ich zamestnávateľom, federálou vládou, do výšky kombinovaného limitu 16%. Začínajúc so sotva miliónom účastníkov a 3 mld. USD v roku 1987 vzrástol TSP na 2,3 miliónov účastníkov a 65 mld. USD aktív v roku 1998, s priemernými ročnými príspevkami vo výške 2600 USD a priemernou výškou účtu 27,400 USD, ktorá ďaleko prevyšuje veľkosť ostatných plánov, ktoré sú analyzované v tomto materiáli. (10).

V modeli TSP je vybratých viacero kritérií a právo spravovať indexový fond na základe uvedeného kritéria je vydražené pravidelne v procese konkurenčne riadeného výberového konania. Riadiaci výbor TSP na začiatku určí peňažný fond, ktorý vlastní krátkodobé vládne cenné papiere, fond s fixnými príjmami, ktorý vlastní strednodobé a dlhodobé štátne a firemné dlhopisy a pasívny akciový fond, indexovaný S&P 500. Momentálne sa do portfólia fondov TSP pridáva fond s akciami s malou kapitalizáciou a medzinárodný akciový fond. Proces ponúk (bidding process) sa uskutočňuje každé 2-4 roky, kde sa ohodnocujú potenciálni manažéri na základe sledovania výkonnosti fondu, obchodných nákladov, obchodnej evidencie správcu aktív a poplatkov. Pracovníci si môžu medzi týmito selektovanými fondmi vybrať, a je taktiež povolený prechod medzi fondmi v obmedzenej miere.

TSP takto samostatne pôsobí ako inštitucionálny investor, ktorý úspory ďalej zveruje svojim investorom. Výsledkom jeho informačnej a vyjednávacej sily a využitia pasívneho manažmentu sú investičné náklady pre TSP (vrátane obchodných poplatkov), ktoré ročne predstavujú len niekoľko promile z aktív. Najväčšiu časť nákladov, cca 20USD na účet predstavujú náklady R&C, ktorú vykonáva samostatná verejno-právna spoločnosť. Keď boli náklady nízke na začiatku systému, hrubé administratívne a investičné náklady boli 0,7%, ale v roku 1998, kedy priemerná výška účtu bola viac ako 27 000 USD, boli náklady len 0,11%. (Tabuľka 13), v porovnaní s priemernými nákladmi vo výške 1,44 u podielových fondoch operujúcich na voľnom trhu.

Tieto náklady sú výnimočne nízke, pretože príspevky sú realizované jediným zamestnávateľom – vládou, ktorá takisto pokrýva niektoré prídavné komunikačné náklady, priemerná veľkosť účtu je vysoká a využívané sú len pasívne investície do likvidných domácich cenných papierov s vysokým objemom kapitalizácie (viď Shah 1999 – pre výhody využívania existujúcich finančných trhov a inštitúcií). Poplatok je asi polovica z toho, čo by zamestnanci museli platiť v podobných podielových fondoch na voľnom trhu v USA. Predstavuje menej ako 10% výšky, ktorú by zamestnanci museli platiť v priemere, ak by mali široký výber portfólií na spotrebnom trhu a vybrali by si ten istý mix ako investori

Dôchodková reforma

podielových fondov. Týmto spôsobom najväčšiu úsporu nákladov v TSP (úspora 1,2% aktív ročne) predstavuje obmedzenie výberu investičných stratégií; krajiny, ktoré nemali také rozsiahle finančné trhy, nemohli dosiahnuť takéto úspory uvedeným spôsobom. Je možné doceliť malé náklady spojené s prevádzkovaním TSP (0,1% z aktív ročne) pri využívaní štandardného procesu ponukového riadenia (competitive bidding process), čo vedie k zvýšeniu vyjednávacjej schopnosti, k zabezpečeniu lepších sadzieb a eliminácii výdajov na marketing.

Výhody uvedeného procesu:

Pracujúci majú stanovený výber investičného portfólia a spoločnosti – každá vybraná spoločnosť spĺňa najlepšie stanovené kritériá portfólia z hľadiska nákladov, rizika, volatility a potencionálnych výnosov popri prípade ďalších kritérií – avšak výber je obmedzený tak, aby náklady boli udržiavané na nízkej úrovni no bez negatívneho ovplyvnenia očakávaných výnosov.

Nevýhody:

výber portfólií je veľmi obmedzený, prispôbovanie sa zmenám je pomalé a neexistuje konkurencia pre žiadne portfólio. Proces neumožňuje rizikovejšie stratégie s očakávaním vyšších výnosov, ako sú stratégie schválené riadiacim výborom, ani aktívny manažment. Investície do rozšírených indexových fondov, vysoko ziskového ale rizikového kapitálu (venture capital), do súkromných cenných papierov, ktoré nie sú kótované na burze a do nových finančných inštrumentov sú úplne vylúčené. Pôvodne boli schválené len tri portfóliá, so zahrnutím len jedného akciového fondu a riadiaci výbor len pomaly zvyšoval tento počet. (Avšak tri portfóliá predstavujú vyšší výber ako je to vo väčšine systémov Latinskej Ameriky, kde regulácie a penále obmedzujú mix aktív, čo vyúsťuje k tomu, že všetky penzijné fondy v podstate ponúkajú to isté portfólio. Srinivas and Yermo 1999). Po výbere portfólia sú konkurenčné tlaky na dobrú výkonnosť a inovácie obmedzené, pretože pre žiadne portfólio neexistuje výber. Pracujúci, ktorí uprednostňujú akciový fond, si musia vybrať jedinú spoločnosť a kritérium, ktorý je autorizovaný pre akcie – indexovaný S&P500. Dokonca neexistuje konkurencia medzi portfóliami, nakoľko tá istá investičná spoločnosť bola určená na spravovanie akciových a dlhopisových fondov.

Je nevyhnutné dôkladne zvážiť uvedený model na začiatku nových systémov individuálnych účtov, kedy pracujúci nemajú skúsenosti s výberom. Zrejme je vhodná väčšia flexibilita, nakoľko pracujúci získavajú vedomosti priamo v praxi. V krajinách, kde nie sú zavedené silné vymáhateľné praktiky pri zodpovednosti správcov aktív (strong enforceable standards of fiduciary responsibility), je možné očakávať, že politické tlaky ovplyvnia výber prípustných portfólií a investičné spoločnosti budú poznačené korupciou (cronyism – crony = dobrý priateľ). *Tým súkromné alebo politické úplatky či výnosy určené pre výberovú skupinu zrejme nahradia nízke poplatky alebo vysokú výkonnosť, ako implicitné kritérium. (Private or political pay-offs to the selection group might replace low fees or high performance, as the implicit criterion.)* V krajinách, kde systém individuálnych účtov predstavuje hlavný zdroj dlhodobého kapitálu, takáto veľká koncentrácia ekonomickej sily sústredená v jednej alebo dvoch spoločnostiach nie je želateľná.

Nevýhody sa môžu zmierňovať zvýšením počtu benchmarks a vybratím dvoch alebo troch spoločností určených na správu fondov pre každé benchmark. Toto je o to viac možné

Dôchodková reforma

uskutočniť, čím je väčšia základňa aktív. V prípade TSP s veľkým rozsahom aktív, využitie 12-15 správcov aktív namiesto 3-5 by znamenalo na každého správu aktív v priemernej výške 5 mld. USD, čo zďaleka prevyšuje obyčajný mandát určený veľkými inštitucionálnymi investormi alebo priemernú veľkosť podielového fondu. Pri trvalom využití indexových fondov je nepravdepodobné, že poplatky vzrastú. Zvýšenie ponuky vedie k obmedzeniu príležitostí pre politický tlak a korupciu. Tento nízko-nákladový (low-cost) systém by bol realizovateľný v krajinách s dobre rozvinutými finančnými trhami.

Posuňme sa o krok ďalej: Zahnutie aktívnych manažérov a širšieho výberu aktív do súboru ponúk by viedlo k zvýšeniu úrovne poplatkov o 0,3-0,6% (Tabuľky 11-16). Avšak aj v tomto prípade cenová konkurencia v etape ponúk –bidding stage vedúca k zmluvnej maximálnej hodnote poplatkov, by sa odrazila vo vysokých marketingových a iných nákladoch. A limitovaný vstup by zabránil prebytku kapacity- excess capacity. Tento modifikovaný model TSP by mohol byť použitý v rozvojových krajinách, kde indexy neexistujú alebo nie sú stabilné a neefektívne trhy umožňujú aktívnym manažérom získať súkromné informácie.

5. Neobmedzený počet zúčastnených, stanovené maximálne vstupné poplatky a náklady

Švédsko

Je možné dosiahnuť ešte väčší výber produktov (myslí sa portfólií fondov) so zachovanými nízkymi nákladmi, umožnením otvoreného vstupu do procesu výberu na základe stanoveného maxima cien, ktoré sú určené centrálnym orgánom. V ideálnom prípade by maximum malo byť dostatočne vysoké, aby boli pokryté marginálne náklady plus malá časť fixných nákladov, no na druhej strane by minimálna hodnota by mala byť stanovená tak, aby nedošlo k nadmerným výdajom na marketing. Výška závisí od triedy aktív: portfóliách zameraných na akcie s malou kapitalizáciou alebo na akcie z rozvíjajúcich sa trhov sú vyššie ako pri akciách s domácou vysokou kapitalizáciou. Maximálna výška cien z hľadiska investičnej funkcie by mohla byť stanovená na základe údajov o poplatkoch za spravovanie aktív veľkými inštitucionálnymi investormi – za predpokladu, že sú realizované samostatné opatrenia na pokrytie oveľa vyšších administratívnych nákladov početných malých individuálnych účtov.

Švédsko nedávno vytvorilo systém individuálnych účtov založený na uvedenom princípe. Očakáva sa, že päť miliónov pracujúcich sa systému zúčastní, s príspevkami vo výške 2,5% z príjmov. (tento fondový systém dopĺňa veľký nefondový „nacionálny“ definovaný príspevkový pilier, do ktorého pracujúci prispievajú 16%). Pre trvalo zamestnaného pracujúceho ročné príspevky budú predstavovať do 600 USD za rok a do systému sa očakáva prísun cca 16 mld. krona (2 mld. USD) ročne. Peniaze sa začali akumulovať v nealokovanom spoločnom fonde v 1995, takže keď sa v roku 2000 uskutočnia alokácie pre jednotlivcov a fondy, celkové aktíva budú predstavovať cca 10 mld. USD.

Všetky podielové fondy, ktoré pôsobia na voľnom trhu (niekoľko stoviek fondov) sa môžu zúčastniť, za podmienky, že dohodnú špeciálny poplatok s verejnou spoločnosťou, ktorá systém administratívne spravuje (PPM). Podmienkou je, že pracujúci si môžu vybrať fond. Po skúmaní funkcie priemyselnej produkcie s cieľom určiť veľkosť fixných a variabilných poplatkov, verejná spoločnosť vyhlásila plán poplatkov, ktoré chce zaviesť. Je to komplexný plán, ktorý závisí od poplatkov za správu (expense ratio), ktoré vyberá fond od verejnosti na dobrovoľnom trhu (ako náhrada za príslušnú triedu aktív a kvalitu) a od veľkosti príspevkov v povinnom systéme (Tabuľka 14, figure 1). Bola použitá pohyblivá sadzba, takže cena by

Dôchodková reforma

mala sledovať variabilné a fixné náklady, ktoré sa znižujú ako dôsledok zvyšujúcej sa akumulácie aktív. Tým sa tlmí riziko účasti u fondov, kde nie je zaručené, že prilákajú veľký objem aktív a obmedzujú sa nadmerné zisky u úspešnejších fondov. (11)

Podielové fondy na dobrovoľnom trhu vo Švédsku vyberajú rôzne čiastky od 0,4% - nad 2%. V roku 1997 priemerný poplatok plus provízie za obchod predstavovali 1,5%, ako v USA (Dahlquist et al 1999). Fondy budú v povinnom systéme vyberať tie isté poplatky, avšak musia platiť rabat pre PPM, čo znášajú pracujúci. Rabat pre PPM je vyšší pri fondoch s vysokými poplatkami a pri populárnych fondoch. Fondy, ktoré získajú vysoké sumy z povinného systému, majú čistý variabilný poplatok nižší ako 20 základných bodov a čistý priemerný poplatok vo výške 20-30 základných bodov, bez ohľadu na poplatky, ktoré vyberajú na dobrovoľnom trhu – rozdiely v cenách u týchto fondov sa vo veľkej miere znížili. Intenzívny marketing je pri týchto poplatkoch vylúčený, pretože náklady by prekročili prírastkové čisté výnosy. Tieto čisté hodnoty sú podobné s poplatkami za správu domácich aktív veľkými inštitucionálnymi investormi v USA. Pre správu aktív sa chová povinný systém podobne ako inštitucionálny trh a nie ako trh spotrebný trh.

Táto metóda však môže byť použitá len za predpokladu, že sa zabezpečí pokrytie R&C nákladov, pretože tieto náklady prevýšia prípustné náklady v počiatočných rokoch nového systému. Veľa podielových fondov sa nebude chcieť zúčastniť kvôli dlhému zahrnutému obdobiu amortizácie, v prípade, že by museli pokryť R&C náklady z prípustných poplatkov.

Švédsky systém sa tomuto problému vyhol vďaka centralizácii výberov, vyberaniu doplnkových poplatkov na báze aktív za účtovné a administratívne náklady (R&C) (preto cross-subsidizing low earners) a vďaka amortizácii výdavkov počas 15 rokov (preto sa fixné náklady rozšírili na mnoho ročníkov). Aby sa vyhol nákladom na zriadenie nového systému na výber, príspevky vyberajú centrálné daňové orgány spolu s ďalšími daňami, ktoré ich zasielajú PPM. PPM vedie záznamy o týchto príspevkoch, agreguje príspevky mnohých jednotlivcov a prevádza ich na hromadné účty do podielových fondov podľa výberu pracujúcich. Je zrejmé, že fondom nebudú známe ani mená individuálnych členov. Všetky výmeny fondov uskutoční PPM. Týmto sa posilní schopnosť verejnej spoločnosti nakupovať vo veľkých množstvách, zabezpečí sa vyberanie len prípustných poplatkov a znemožnia sa provízie z predaja.

Rabat vybraný z fondov sa distribuuje späť pracujúcim podľa vzorca stanoveného PPM. Očakávalo by sa (fondy s vysokými poplatkami by tento spôsob uprednostňovali), že by bol rabat vrátený späť pracujúcim vo východnom fonde na základe toho, že by sa čistá cena vyplácaná pracujúcimi bola zhodovala s čistými poplatkami, ktoré fond dostáva a obe hodnoty by sa priblížili marginálnym nákladom. Avšak PPM navrhol (a fondy s nízkymi poplatkami, ktoré sú zvyčajne spojené s úniami tento spôsob uprednostňujú) dať každému pracujúcemu späť tú istú výšku (ako percento investovaných aktív) bez ohľadu na to, ktorý fond si pracujúci vybral. Toto by vrazilo klin medzi čistú cenu, ktorú platia pracujúci a tú, ktorú obdržia fondy. Pracovníci, ktorí sa rozhodnú pre fondy s nízkymi poplatkami by dostali späť oveľa viac ako rabat, ktorý platí ich fond, kým pracujúci vo fondoch z vysokými poplatkami by naďalej platili vysoké poplatky, ktoré by ich fondy nedržali.

Návrh PPM samozrejme kritizovali fondy s vysokými poplatkami a ich potenciálni klienti. Výsledok predstavoval politický kompromis: časť rabatu sa dáva na skupinovej báze a časť na individuálnej báze. Jednotlivec dostane späť sumu, ktorá by predstavovala celkový rabat, ak

Dôchodková reforma

by on bol jediným klientom fondu: 0,25 (hrubý poplatok – 0,4%). Zvyšok rabatu sa rozdeľuje rovnomerne (ako percento aktív) medzi všetkých členov systému (Tabuľka 15, Figure 1).

Takýmto spôsobom systém redistribuuje klientom spôsobom, ktorý nie je zreteľný alebo spravodlivý – aj keď nie až to takej miery, ako bolo pôvodne navrhované. Pri rozumných predpokladoch týkajúcich sa výberu fondov, fondy s vysokými a strednými poplatkami budú platiť viac ako 2/3 celkového rabatu ale ich klienti dostanú späť menej ako 1/3. Ďalej, ak sa čisté poplatky, ktoré fondy dostanú, priblížia ich marginálnym nákladom (čo je zámerom), čistá cena, ktorú klienti platia by sa odlišovala od marginálnych nákladov a, pri rozhodnutiach týkajúcich sa alokácie by klienti nebrali skutočné marginálne náklady do úvahy. Dalo by sa očakávať, že tento fakt posunie klientov viac ku fondom s nízkymi poplatkami za hranicu, ktorú určujú preferencie a marginálne náklady. (12). Táto polemika týkajúca sa distribúcie rabatu – úspor nákladov v novom systéme – je príklad názorov na rozhodovanie o nákladoch a/alebo politických tlakov, ktorým sú systémy s obmedzeným výberom vystavené a môže to byť na úkor efektívnosti. Takisto ide o základnú dvojzmyselnosť týkajúcu sa efektívnosti v situáciách, kedy klienti nie sú dobre informovaní: posun klientov ku fondom s nízkymi poplatkami môže zvýšiť ich čisté výnosy, pretože vo Švédsku a USA existuje nulový alebo negatívny vzťah medzi poplatkami a výnosmi (Dahlquist 1999).

Švédsky systém popri produkovani nižších poplatkov takisto demonštruje a poukazuje na niektoré pasce systému cenovej kontroly, ktoré pramenia z obtiažnosti vyhlásenia efektívneho a spravodlivého plánu poplatkov. Napríklad zostáva viditeľné, ktoré fondy chcú za týchto podmienok vstúpiť do systému. Ak bola cena stanovená príliš nízko, veľmi málo alebo žiadne fondy by nevstúpili do systému. (V Kazachstane bolo určené veľmi nízke maximum poplatkov a sčasti z tohto dôvodu sa na systéme zúčastňuje veľmi málo súkromných investičných spoločností). (13) A fondy, ktoré sa systému zúčastnia môžu poskytovať výkonnosť a účtovné a administratívne služby nižšej kvality.

Vo Švédsku je problém týkajúci sa služieb vyriešený oddelením funkcie účtovných a administratívnych služieb od správy aktív a ich prenesením na PPM. Priemerná cena sa javí dosť vysoká, aby podporila účasť fondov – avšak typ zúčastnených spoločností bude zrejme deformovaný štruktúrou poplatkov. Fondy dlhopisové, s veľkou kapitalizáciou a indexové alebo rozšírené indexové, ktoré investujú vo Švédsku alebo iných industrializovaných krajinách sa systému zúčastnia, kým aktívne spravované fondy s malou kapitalizáciou a pôsobiace na rozvíjajúcich sa trhoch, ktoré majú drahšiu produkciu do systému pravdepodobne nevstúpia. Využitie indexových fondov môže okrem priameho vplyvu na poplatky tiež redukovať volatilitu vzťahujúcu sa na fondy a tým klientom uľahčovať určenie výkonnejších fondov s nízkymi nákladmi ako aj nepriamo pôsobiť na znižovanie poplatkov. Cenové kontroly posúvajú systém k určitým aktívam a k pasívnemu investovaniu – obmedzený výber – hoci to na začiatku neboli stanovené ako jasné ciele.

Ďalší následok pramení z príležitostí, ktoré sú určené pre strategické správanie fondov, pretože sa usilujú maximalizovať zisky. Súčasná štruktúra poplatkov efektívne vypláca fondom z nízkymi poplatkami na účet viac, ako by získali na voľnom trhu z malých rabatov (v niektorých prípadoch by nezískali žiadne rabaty) a PPM vykonáva väčšinu účtovných a administratívnych služieb. Ak by tieto fondy kryli vlastné náklady na voľnom trhu, teraz by zarábali marginálny profit na individuálnych účtoch. Ďalej, ich klienti zrejme platia negatívnu cenu, kvôli zásadám týkajúcim sa rabatu, ktoré prijal PPM. Investičné spoločnosti sa možno budú snažiť založiť nové „inštitucionálne“ fondy s nízkymi poplatkami a obmedzenými službami s vysokými požiadavkami na minimálne investície účastníka z voľného trhu,

Dôchodková reforma

s cieľom získať aktíva a nadobudnúť zisky v povinnom systéme. Maximum cien na povinnom trhu by potom ovplyvňoval štruktúru cien a dostupnosť produktov na voľnom trhu, hoci toto nebol stanovený cieľ.

Aké veľké sú úspory v tomto komplexnom systéme? Pri súčasných predpisoch priemerné poplatky, ktoré budú klienti platiť a budú určené fondom, závisí od distribúcie aktív v povinnom systéme, ktorá zatiaľ nie je známa, nakoľko systém začne fungovať v roku 2000. Bude zrejme vhodné predpokladať, že účinky dopytu a ponuky opísané vyššie budú formovať voľbu klientov, takže 75% aktív sa naakumuluje do fondov z nízkymi poplatkami a 25% aktív sa rozdelí rovnomerne medzi ostatné fondy. Potom čistý priemerný poplatok, ktorý platia klienti a budú držať fondy, bude predstavovať 0,24% + 0,2 za provízie za obchod + 0,3 za účtovné a administratívne služby, celkom 0,74% aktív ročne, v porovnaní s 1,5% na dobrovoľnom trhu. Celkové úspory = 0,76%, z ktorých 0,56% sa pripisuje zmenám v portfóliu a 0,2% znižovaniu nákladov. (cost cuts) V dlhom časovom období celkové úspory vzrastú na 1,01%, čo zvyšuje dôchodok pracujúceho o 20%. (14)

Úspory nie sú tak vysoké ako pri TSP hlavne z dôvodu vysokých poplatkov vo Švédsku, ktoré zabezpečujú široký výber, vrátane aktívneho manažmentu. Širšie trhy v USA, vyššia veľkosť priemerných účtov a jediný zamestnávateľ predstavujú pre TSP významné faktory pri znižovaní nákladov. Keby sa vo Švédsku uskutočnil proces ponúk založených na konkurenčnej súťaži a keby boli vybrané indexové fondy, celkové poplatky by sa pravdepodobne znížili o ďalších 20-30 základných bodov, ale toto riešenie bolo vo Švédsku odmietnuté ako príliš obmedzujúce. Švédsky model by bol vhodný pre krajiny s dobre vyvinutými finančnými trhmi, ktoré chcú v systéme individuálnych účtov poskytovať široký výber avšak dosiahnu len mierne zníženia nákladov.

Obmedzený výber – je to dobrý výber?

Hlavnou črtou týchto metód je obmedzený investičný výber. Výber je obmedzený v každom povinnom systéme, aj keď inými cieľmi. V Chile a väčšine ďalších krajín Latinskej Ameriky s decentralizovanými systémami musia dôchodkové fondy dodržiavať kontrolovanie investičných portfólií cez detailné regulácie, ktoré sú zostavené tak, aby redukovali riziko finančného trhu a regulačný problém, namiesto minimalizácie nákladov. Výsledkom je, že marketingové náklady sú vysoké a výnosy nie sú maximalizované, avšak potenciálne značné problémy sú odvrátené. (Srinivas and Yermo 1999). Vládne garancie výhod sú potenciálne menej nákladné pri znížení problémov spojených s morálnym hazardom. (15)

Modely individuálnych účtov v Bolívií, Švédsku a TSP v USA zachovávajú súkromný konkurencieschopný manažment aktív a výber pre pracujúcich, avšak tento výber je obmedzený s cieľom znižovať náklady a tým v konečnom dôsledku zvyšovať dôchodky. Na základe predbežných údajov sa javí, že v dlhom období sa znížia náklady 0,4% ročne (Tabuľka 16). Ak zostanú hrubé výnosy nezmenené, znižovanie poplatkov môže zvýšiť dôchodok o 8-25%.

Pre ohodnotenie redukcie poplatkov je potrebné analyzovať ich pôvod. Definovali sme tri hlavné zdroje:

- **zmeny v investičných portfóliách a stratégiách,**
- **nižšie náklady spravovania portfólií a**
- **presun nákladov.**

Dôchodková reforma

Prvý zdroj má na poplatky najvyšší vplyv, zvlášť v krajinách s efektívnymi finančnými trhmi a pasívnymi investičnými príležitosťami. Druhý zdroj, ktorý pôsobí hlavne pri obmedzovaní nákladov na marketing, je prístupný aj v rozvojových krajinách. Presun nákladov predstavuje kompromis medzi krátkodobými a dlhodobými poplatkami. Potenciálne zisky sa tiež docielia centralizáciou účtovných a administratívnych služieb oddelene od investičnej funkcie.

1. Zmeny v portfóliách

Všetky tri zdroje vo veľkej miere obmedzujú výber portfólií pre pracujúcich, vylúčením „drahých“ portfólií s nelikvidnými aktívami ako sú akcie s malou kapitalizáciou a zahraničné vznikajúce trhy (emerging markets), a namiesto toho smerovaním pracujúcich do indexových fondov s likvidnými domácimi inštrumentami. TSP vykonáva túto funkciu intenzívne a priamo. Švédsko ju vykonáva priamo, stanovením cenového maxima, ktoré bude obmedzovať ponuku „drahých“ fondov a cross-subsidies, ktoré posunú dopyt smerom ku lacnejším fondom. (Pre iné dôvody ako sú náklady, Bolívia požaduje v počiatočných rokoch investovanie väčšiny aktív do vládnych dlhopisov a bankových depozitov. Podobné regulácie boli zavedené v ďalších krajinách Latinskej Ameriky v počiatočných rokoch systému).

*Účinok obmedzeného výberu zameraného na portfóliá s nízkymi nákladmi a stratégiami je pomerne jasne vyčíslený v prípade USA, kde cca 90% úspor nákladov dosiahnutých prostredníctvom TSP vo vzťahu k podielovým fondom sa pripisuje práve obmedzeniu alokácie aktív. Podobne je to vo Švédsku, kde 60-70% očakávaného zníženia poplatkov vo vzťahu k spotrebnému trhu sa dosiahne vďaka zmenám v portfóliách zavedených prostredníctvom PPM. Keďže TSP predstavuje zvláštny prípad, pretože ide o jediného zamestnávateľa, odhadujeme, že vo všeobecnosti tieto obmedzenia investičných stratégií môžu viesť k úsporám **0,6 – 1% z nákladov ročne, čo by znamenalo zvýšenie dôchodkov o 12-20%**. Rozvojové krajiny, v ktorých chýbajú funkčné indexové fondy a trhy s likvidnými cennými papiermi, majú značne obmedzený prístup k tomuto zdroju znižovania nákladov. Môže to byť ďalší dôvod na vývoj presnejších indexov, na zavedenie pravidiel vedúcich k zvýšeniu efektívnosti trhu a k efektívnejšiemu výkonu indexových fondov a na medzinárodnú diverzifikáciu využitím indexových fondov (Shah and Fernandes 1999).*

Uvedené obmedzenia tried aktív pre výber sú na základe predpokladu, že mnohí pracujúci nedokážu správne posúdiť vzťah medzi výkonom fondu a poplatkami a že úspora nákladov by mala byť prioritou pred očakávanými výnosmi, čo je však v povinnom systéme neisté. Vyššie uvedené potvrdzuje, že mnohí malí investori (dokonca aj veľkí investori) sú zle informovaní. Obmedzený investičný výber v počiatočnom období nového systému uľahčuje získanie vedomostí priamo v praxi, čo je zrejme najúčinnější forma vzdelávania, limitovaním chýb, ktorých sa ľudia môžu dopustiť. Tieto obmedzenia však pre informovaných pracujúcich znižujú adaptabilitu na individuálne preferencie „riziko-výnos“. Agenti, ktorí tieto obmedzenia určujú, musia zvážiť prospech informovaných a neinformovaných pracujúcich a správne odhadnúť, čo je pre neinformovaných pracujúcich najlepšie – nemôžeme sa však spoliehať na to, že nájdeme optimálne riešenie. Toto nebezpečenstvo môže byť zmiernené prostredníctvom širšieho výberu, a však na úkor zvýšenia priemernej ceny (napr. Švédsko versus TSP).

Dôchodková reforma

2. Znižovanie nákladov

Vo všetkých troch diskutovaných prípadoch je možné dosiahnuť ďalšie úspory investovaním aktív prostredníctvom inštitucionálneho trhu do limitovanej skupiny spoločností a negociáciou poplatkov pre veľké peňažné bloky. V Bolívii a TSP bola určená malá skupina investičných spoločností a práva spravovania boli vydražené pre najúspešnejšieho ponúkajúceho. V Švédsku bola zavedená štruktúra nízkych cien a je vybrané množstvo spoločností, ktoré akceptujú tieto podmienky, avšak len niekoľko z nich bude dominovať na trhu. Nízke poplatky a obmedzený vstup znižujú marketingové náklady a prebytok kapacity, ktoré by inak existovali v počiatočnej fáze. Existencia veľkých fixných nákladov a znižujúcich sa priemerných nákladov v priemysle bude stále lákať fondy vynaložiť viac prostriedkov na reklamu a provízie z predaja s cieľom zvýšiť podiel na trhu, pokiaľ sú dosiahnuteľné poplatky vyššie ako marginálne náklady. (16) Keď sa poplatky znížia, motivácia výdavkov na marketing sa podobne zníži, čo pomôže udržať nízke poplatky.

Z toho dôvodu analýza znižovania poplatkov z časti závisí od ohodnotenia nákladov a výhod plynúcich z marketingu. Ako sme už uviedli, marketing poskytuje pravdivé ako aj zavádzajúce informácie, stimuluje dobrý výkon a large element of zero-sum game competition. Redukcie v marketingových nákladoch sú účinné, ak zero sum game component je vyňatý avšak užitočné informácie vyňaté nie sú.

Je pravdepodobné, že spoločensky optimálny rozsah marketingu je nižší v povinnom systéme individuálnych účtov ako na dobrovoľnom trhu. Nakoľko je celková výška investícií zákonom predurčená, nie je potrebné využívať marketing na ovplyvňovanie ľudí, aby sporili alebo na vyberanie príspevkov určených na investovanie na finančnom trhu. Keďže sa informácie šíria prostredníctvom marketingu, investičné spoločnosti a brokeri majú záujem šíriť zavádzajúce informácie podporujúce ich záujmy a nie záujmy klientov. Napríklad, brokeri budú usmerňovať klientov do svojich fondov a nie do „najlepších“ či „nízko nákladových“ fondov. Môže to predstavovať značný problém v novom povinnom systéme s množstvom malých neskúsených investorov. V takom systéme je dôležité poskytovať menej zaujaté, lacnejšie zdroje informácií ako sú vládne publikácie a populárne médiá. Znižovanie marketingových nákladov v povinnom systéme môže byť viac problematické v krajinách s menším počtom alternatívnych zdrojov informácií a v krajinách, ktoré chcú využívať marketing ako nástroj na zvýšenie pokrytia a redukovanie uniku. Tam, kde je informačná funkcia realizovaná iným spôsobom, potenciálne úspory pri ovplyvňovaní investičných spoločností, aby znižovali náklady na marketing a s tým spojené náklady, predstavujú cca 0,4-0,5%, čo by zvýšilo dôchodky o 8-10%.

3. Presun nákladov

Posledný zdroj znižovania nákladov je presun nákladov, ktorý má v prevažnej miere krátkodobý efekt: zachovať fixné náklady v dobrovoľnom systéme a nie v povinnom systéme a presunúť časť počiatočných nákladov na kapitál a účtovných a administratívnych nákladov v novom systéme na neskoršie ročníky. Napríklad v Švédsku je vstup umožnený len pre firmy, ktoré pôsobia na voľnom trhu, plán poplatkov sa zameriava na účtovanie (charging) marginálnych nákladov a 15-ročná amortizačná doba sa využíva na účtovné a administratívne náklady vo verejno-právnej spoločnosti, kým súkromné spoločnosti zrejme očakávajú pozitívne výnosy v období 5 rokov. Nakoľko výhody systému individuálnych účtov plynú nepomerne viac pre mladšie generácie, ktoré majú väčšiu príležitosť na akumuláciu úspor,

Dôchodková reforma

zdá sa byť odôvodnené, že by sa veľká časť fixných nákladov presunula na nich – to však zahŕňa hodnotovú analýzu.

4. Centralizácia výberu poistného a účtovné a administratívne náklady (R&C)

TSP aj Švédsko oddeľujú úlohu výberu poistného, účtovníckych a administratívnych služieb od investičnej úlohy a presúvajú ju na centrálnu spoločnosť. V Bolívii, kde pôsobia len dvaja správcovia aktív, bola dosiahnutá virtuálna centralizácia cez súkromné spoločnosti. Je to žiaduce?

Centralizovaná administratíva uľahčuje úspory zo zvyšovania akumulácie kapitálu a štandardizácie a zabraňuje problémom kompatibility, ktoré by mohli vzniknúť, keď člen mení fondy a informačné systémy. Umožňuje poskytovanie základných služieb, zahrňujúce telefonické a internetové informácie, bez konkurenčných tlakov na poskytovanie vyššej a drahšej úrovne služieb. Centralizovaný výber a administratíva by taktiež mali posilniť flexibilitu a umožniť pracovníkom mať ich celoživotný dôchodkový účet na jednom mieste. Uľahčuje to cross-subsidy na malých účtoch nízko príjmových klientov, čo by mohlo byť považované v povinnom systéme ako spoločensky želateľné, bez toho, aby fondy požadovali subvencie alebo aby zneužili ziskové účty.

Využívanie existujúceho systému výberu poistného predchádza nákladom na zavedenie nových systémov výberu a redukuje prírastkové náklady na administratívu pre pracovníkov, avšak zahŕňa veľké časové náklady (time-cost) - vo Švédsku ubehne v priemere 9 mesiacov, kým sa vybrané príspevky pridelia jednotlivcom a umiestnia do fondov a počas tohto obdobia účastníci zarábajú len na bezrizikových vládnych cenných papieroch. Ak je vládna sadzba o 3 percentuálne body nižšia ako sadzba, ktorú by investori inak získali tieto príležitostné náklady sa zhodujú s vyberaním 2,25% z príspevkov alebo 0,11% ročne z aktív. Túto čiastku sme nepripočítali do celkových kalkulácií nákladov kvôli kompenzačným výhodám (offsetting advantages) , avšak je potrebné s nimi počítať – výhody nie sú zdarma.

*Tieto kritériá zrejme nepredstavujú možnosti pre krajiny, ktoré majú slabé mechanizmy výberu daní a ktoré nedôverujú verejným spoločnostiam. Napríklad, tento spôsob nebol prijateľný v Chile na začiatku reformy, hoci v súčasnosti môže byť reálny. Také krajiny môžu dosiahnuť niektoré z tých istých výhod cez sub-kontraktáciu výberu poistného a administratívnych úloh súkromným organizáciám alebo zúčtovacím spoločnostiam , ktoré sú zriadené pre tieto ciele; Chorvátsko sa pokúša o takýto spôsob. Kontraktovanie administratívnych úloh namiesto prevedenia ich na verejnú spoločnosť, má ďalšiu výhodu zavedenia konkurencie v cenách a kvalite. Vládou riadený proces ponúk (bidding process) pre R&C- administratívu a účtovníctvo zrejme nesie menšie politické riziko ako proces ponúk pri investičnej funkcii. Avšak proces ponúk nemusí byť riadený vládou a výsledkom môže byť nízky počet kontraktov namiesto jedného. **Väčšina podielových fondov v USA (okrem najväčších fondových komplexov) prevádza R&C funkcie – administratívu a účtovníctvo na externého „transferového agenta“ pričom dvaja transferoví agenti dominujú celému finančnému odvetviu – čo je dôkazom adaptácie prirodzeného trhu na úspory z kapacity.** Mnoho austrálskych fondov kontraktuje úlohu administrácie účtov na nové R&C spoločnosti (Bateman 1999). Očakávame rozvoj týchto metód aj v ďalších povinných penzijných systémoch, v prípade, že budú povolené.*