

FIAD

Pensionifondiinvesteeringud Kesk- ja Ida-Euroopa riikides

Uurimustöö aruanne

*Käesoleva uurimuse viis läbi FI-AD Financial Advisory Ltd.
EWMI abiga.*

*Käesolevas aruandes esitatud teave pärineb küll usaldusväärseks peetavatest
allikatest, kuid me ei saa siiski tagada selle täpsust ega täielikkust.
Kõik väljendatud seisukohad on üksnes FI-AD hetkeseisukohad.*

**Budapest
detsember 2003**

Kokkuvõte

Käesolevas aruandes on esitatud FI-AD, EWMI, INPRSi ja OECD poolt kaheksas 2004. aastal Euroopa Liiduga ühinevas Kesk- ja Ida-Euroopa riigis teostatud pensionifondide investeerimisstrateegiatega ja -tavade ühisuurimuse tulemused.

Uurimus puudutas nii vabatahtlikke kui ka kohustuslikke, eraldiseisvaid kogumispensionifonde. Uurimus keskendus olukorrale 2002. a detsembril lõpus, kuid hõlmab ka hiljem toimunud muutusi.

Enamikus riikides algas pensionisüsteem “kolmanda samba” vabatahtlike, määratud sissemaksega pensionifondide kasutuselevõtmisega. Ehkki nende sammaste juurutamises on erinevusi, asutati paljud pensionifondid kõikides riikides peale Leedu juba möödunud kümnendil. Seejärel viidi mõnedes riikides sisse kohustuslik “teine sammas”, luues pensionifondid, milles osalemine on teatavale osale elanikkonnast kohustuslik. Eestis, Ungaris ja Poolas olid täielikult toimivad teise samba fondid 2002. aasta lõpus olemas; Lätis ja Sloveenias oli olemas üks riiklikult juhitud kohustuslik pensionifond.

Kõikide Kesk- ja Ida-Euroopa riikide õiguslik regulatsioon toetab peamiselt kvantitatiivseid, usaldatavusnormatiivide elementidega piiranguid. Enamikus kahe sambaga riikides on teise samba reeglid rangemad (välja arvatud Sloveenias, kus mõlemale sambale kehtivad võrdsed piirangud). Mitte üheski riigis ei ole õiguslik regulatsioon on täielikult piirav või liberaalne, kuid on liberaalsema suunitlusega riike. Need on Balti riigid, eelkõige Eesti. Ilma teise sambata (või piiratud variandiga) riigid, nt Tšehhi, Slovakkia ja Sloveenia reguleerivad oma kolmandat sammast tugevamalt kui teised Kesk- ja Ida-Euroopa riigid.

Üldiselt on Kesk- ja Ida-Euroopa piirkonna pensionifondid konservatiivsed investeerijad. Pensionifondi päritoluriik on tegelike investeeringute üle otsustamisel määravam kui pensionifondi sammas. Teisisõnu järgivad teise ja kolmanda samba pensionifondid kõikides riikides sarnaseid investeerimisstrateegiaid. Pensionifondid kasutavad kolme põhistrateegiat – Poola pensionifondidel on rohkem kapitaliinvesteeringuid, kuid välisinvesteeringuid praktiliselt ei olegi (kodumaise riski strateegia); Eesti ja teataval määral ka Läti fondid investeerivad välismaistesse väärtpaberitesse üle Kesk- ja Ida-Euroopa keskmise taseme (välismaise riski strateegia); Tšehhis, Sloveenias, Slovakkias ja Ungaris väldivad pensionifondid erineval määral tururiski (riskikartlik strateegia).

Sisukord

Kokkuvõte	2
Sisukord	3
Sissejuhatus	5
Taust	6
Tšehhi	7
Eesti	7
Ungari	9
Läti	10
Leedu	10
Poola	11
Slovakkia	12
Sloveenia	12
Kokkuvõte	13
Pensionifondinvesteeringute õiguslik raamistik	19
Teise samba pensioniüksused	20
Välisinvesteeringud	20
Investeeringud kapitaliväärtpaberitesse	21
Tuletisväärtpaberid	22
Kinnisvara	22
Investeeringufondid	22
Muud investeerimiseeskirjad	23
Kokkuvõte	26
Kolmanda samba pensioniüksused	26
Välisinvesteeringud	26
Investeeringud kapitaliväärtpaberitesse	27
Tuletisväärtpaberid	28
Kinnisvara	28
Investeeringufondid	29
Muud investeerimiseeskirjad	29
Kokkuvõte	31
Pensionifondide tegelik investeerimisportfell	37
Teise samba pensioniüksused	38
Eesti	41
Ungari	41
Läti	42
Poola	42
Sloveenia	43
Raha ja hoiused	43
Kodumaised valitsuse võlakirjad	44
Kodumaised püsitudinstrumendid	45
Kodumaised kapitaliväärtpaberid	45
Välismaised püsitudinstrumendid	46
Välismaised kapitaliväärtpaberid	47
Kolmanda samba pensioniüksused	48
Tšehhi	49
Eesti	49
Ungari	50
Läti	50

Poola	51
Slovakkia	51
Sloveenia	52
Raha ja hoiused	52
Kodumaised valitsuse võlakirjad ja muud püsituduinstrumentid	53
Kodumaised kapitaliväärtpaberid	54
Välismaised püsituduinstrumentid	55
Välismaised kapitaliväärtpaberid	55
Kinnisvarainvesteeringud	56
Kokkuvõte	56
Järeldused	60
Lisa	62

Sissejuhatus

East-West Management Institute Inc. (EMWI) on oma käimasoleva finantsstabiilsus-partnerlusprogrammi (*Partners for Financial Stability, PFS*) raames heaks kiitnud stipendiumi FI-AD Financial Advisory Ltd.-le, katmaks osaliselt hiljutise uurimuse kulusid, mis käsitles kaheksa Kesk- ja Ida-Euroopa riigi pensionifondide investeerimisstrateegiaid (need riigid on: Eesti, Läti, Leedu, Poola, Slovakkia, Sloveenia, Tšehhi ja Ungari).

Uuringu eesmärk oli võtta kokku nende riikide pensionifondide investeerimistegevuse regulatiivne raamistik, pensionifondide investeerimisstiilid ja -strateegiad ning tegelike investeringute liigid. Võrdlusuuring analüüsis pensionifondide varade suurust seoses kohalike kapitaliturgude ja vastavate SKP-dega.

Uuring viidi läbi 2003. aasta maist detsembrini.

Uurimuse jaoks võimalikult laia teabebaasi saamiseks lähtusime järgmistest meetoditest.

- Andmete kogumine: objektiivne võrdlus eeldab homogeenset andmesisendit. Selle tagamiseks koostasime nende riikide jaoks küsimustiku. Küsimustikku arutati ja viimistleti EMWI ja OPECD-ga ning see saadeti laiali koos OECD pensioniküsimustikuga.
- Kirjanduse ülevaade: ülevaatliku pildi saamiseks kogusime ja töötasime läbi kaheksa riigi asjakohased õigusmaterjalid ja olemasolevad kirjutised (aruanded, uuringud jms).
- Internetiotsing: külastasime enamikku asjakohaseid veebilehti (st järelevalve, pensionifondide, teenusepakkujate ja rahvusvahelisi veebilehti), et saada ajakohast teavet.
- Selgitused, konsultatsioonid: küsimuste ja ebakindlate andmete korral toimusid täiendavad konsultatsioonid telefonikõnede, telefonikonverentside ja e-kirjavahetuse teel.
- Kohapealsed külastused: külastasime Eestit ja Poolat ning loomulikult pidasime spetsiaalseid kohtumisi Ungaris, et saada paremat ülevaadet praktilistest küsimustest ning tegelikust olukorrast.
- Kontroll, esitlused: esialgseid tulemusi esitleti aeg-ajalt riikide esindajatele, teraviklik esitus toimus Prahast INPRS-i 5. piirkondlikul seminaril.

Soovime siinkohal eriti tänada kõiki organisatsioone ja isikuid, kes meid käesoleva aruande koostamisel aitasid.

Erilised tänud OECD-le ja INPS-ile nende abi eest Kesk- ja Ida-Euroopa riikide küsitluse läbiviimisel ning kõikidele riikide esindajatele, kes meile andmeid saatsid.

Taust

Enamikus riikides tekkis riikliku pensionisüsteemi ebapiisavuse probleem peagi pärast vabaturu demokraatiale üleminekut. Oma erineva ajaloo tõttu jõudsid kaheksa riiki reformideni eri aegadel, kuid kõik nad on pensionireformi vajadust mõistnud viimase kümnendi jooksul.

Kõikides riikides oli pensionireformi peamine eesmärk luua erasektori juhitavad pensionifondid, mis investeerivad inimeste sääste, et neile hiljem pensionit maksta. See erines varasemast riiklikust maksude kogumise ja saadud raha pensionäridele jaotamise süsteemist.

Uus süsteem mitte ei asendanud vana süsteemi, vaid muutis seda. Erinevuseks oli, kas muuta uutes pensionifondides osalemine kohustuslikuks — riigid, mis valisid kohustuslikud pensionifondid, otsustasid kolmesambalise süsteemi kasuks. Esimene samm on siiani olemasolev riikliku pensioni süsteem, mida on teataval määral reformitud, kuid mis siiski on kõikide pensionite põhiallikas. Teine samm on kohustuslik pensionifond või -skeem, millega ühinemine on teatavate inimeste seaduslik kohustus (kõik uued tööjõuturule sisenejad või teatavast vanusest nooremad inimesed). Kolmas samm koosneb teise sambaga sarnaselt tegutsevatest pensionifondidest, kuid sellega ühinemine on iga kodaniku vaba valik.

Arvestades eraldiseisva kolmanda samba loomise suhtelist lihtsust, tehti vähemalt kõikides meie analüüsitud kaheksas Kesk- ja Ida-Euroopa riigis otsus kolmas samm kehtestada. Mõned riigid otsustasid aga teise samba vahele jätta ja enamik riike võttis kolmanda samba kasutusele enne teist sammast. Mõned riigid, kus teise samba pensionifondid otsustati luua, et ole neid veel tegelikult loonud.

Kokkuvõtteks on Kesk- ja Ida-Euroopa riikide üldine pensionisüsteem kolmesambaline:

	1. samm	2. samm	3. samm
Ungari	Riiklik pension	Kohustuslik MS*	Vabatahtlik MS
Eesti	Riiklik pension	Kohustuslik MS	Vabatahtlik MS
Läti	Riiklik pension	Kohustuslik MS	Vabatahtlik MS
Poola	Riiklik pension	Kohustuslik MS, tagatud	Vabatahtlik MS
Sloveenia	Riiklik pension	Kohustuslik MS teatavatele elukutsetele, tagatud	Vabatahtlik MS, tagatud
Slovakkia	Riiklik pension	Kehtestatakse hiljem (2005)	Vabatahtlik MS
Tšehhi	Riiklik pension	Ei kehtestata	Vabatahtlik MS
Leedu	Riiklik pension	Ei kehtestata	Kehtestatakse hiljem (2004)

* - määratud sissemaks

Käesolevas uurimuses otsustasime käsitleda üksnes eraldiseisvaid kogumispensionifonde ja esimese samba reformi seetõttu ei käsitletud. Uurimusest jäävad välja ka täiendavad säästud, millega inimesed võivad oma pensionit täiendada kas nn neljanda samba või mõnikord ka kolmanda samba raames, nt pangakontod või

pensionikindlustus. Kui täiendavad pensionisäästud on mõne riigi õigusaktidega ettenähtud, siis märgime selle ära, kuid üksikasjalik analüüs puudutab ainult pensionifonde.

Tšehhi

Tšehhi lisas oma pensionisüsteemile kolmanda samba esimesena Kesk- ja Ida-Euroopas (koos Ungariga) — 1994. aastal. Kuid erinevatel poliitilistel põhjustel ei ole teist sammast siiani kehtestatud ja puuduvad ka plaanid selle kasutuselevõtuks lähemas tulevikus.

Vabatahtlikel pensionifondidel oli suhteliselt pikk ajalugu, mis viis turu konsolideerumiseni — fondide arv langes 2001. aastal 44-lt 14-le ja 2002. aasta lõpuks 13-le (kusjuures oodatakse edasist vähenemist), pensionifondide koguvarad kasvasid aga 1 miljardilt Tšehhi kroonilt 1994. aastal 69 miljardini 2002. aastal (2001. aastal 54 miljardit Tšehhi krooni). Kolmanda samba pensionifondides osalejate arv on kasvanud 2,5 miljoni aktiivse liikmeni (lisaks 1,5 miljonit passiivset liiget), kokku 3,4 miljonit võrreldes aasta varasema 3,2 miljoniga. Sarnane konsolideerumisprotsess toimus ka Ungaris — teises riigis, kus uue pensionisüsteemi ajalugu on küllaltki pikk.

Kontsentratsiooni taset süsteemis kirjeldab kõige paremini asjaolu, et suurimale üksikfondile (Credit Suisse Life & Pension) kuulub 27% kõikide 13 fondi koguvaradest ning viis suurimat fondi (Komerčni banky, České pojišťovny, České spořitelny Českomoravský koos CSLP-ga) kasutavad 73% fondide koguvaradest.

Eesti

Eesti võttis uue pensionisüsteemi kasutusele 1997. aastal, võttes vastu pensionireformi kontseptuaalse raamistiku, mille alusel kolmanda taseme pensionifondid hakkasid tegutsema 1998. aasta augustis. Teise samba pensionifondid loodi kolm aastat hiljem, 2001. aasta septembris vastuvõetud seaduse alusel. Need uued teise samba pensionifondid hakkasid tegutsema 2002. aastal.

Kolmanda samba pensionifonde on kahte liiki — pensionikindlustuspoliise pakuvad kindlustusseltsid ja investeerimisfondide tüüpi pensionifondid. Kolmanda samba pensionifondide liikmed on kas pensionikindlustuspoliisi või pensionifondi osakute omanikud. Viis kindlustusseltsi (ERGO Elukindlustus, Hansapanga kindlustus, Sampo Elukindlustus, Seesam Elukindlustus, Eesti Ühispanga Elukindlustus) pakuvad kolmanda samba raames 11 kindlustuspoliisi. Need kindlustuspoliisid on kas riskivabad või investeerimisriskiga. Oma uurimuses keskendume aga pensionifondidele.

Kolmanda samba pensionifonde on neli ja neid pakuvad neli varahaldusühingut: Hansa Investeerimisfondid pakub Hansa V2 pensionifondi, LHV Varahaldus LHV täiendavat pensionifondi, Ühispanga Varahaldus täiendavat pensionifondi ning Sampo Varahaldus Sampo pensionifondi. Nende nelja pensionifondi koguvarad suurenesid 2001. detsembris 34 miljoni kroonilt 2002. aasta lõpuks 63 miljoni kroonini. Nende fondide liikmete arv on kasvanud 2001. aasta lõpus 1300 liikmelt 2002. lõpuks 2300 liikmeni. Sel aastal sai Hansapank loa asutada (15. novembril 2003) veel kaks

vabatahtlikku pensionifondi, mille kapitaliväärtpaberite osakaal on esimesest fondist erinev. Nii on 2004. aastal Eestis kuus kolmanda samba pensionifondi.

Teise samba pensionifondides osalemine on alates 2001. aastast kohustuslik tööjõuturule uutele sisenejatele ning kõikidele teistele vabatahtlik. 2002. aasta lõpuks oli loodud kuus pensionifondi, mis pakkusid kokku 15 pensioniskeemi. Kolm peamist pensioniskeemi tüüpi on 100% püsitud või hoiusega, kuni 25% kapitaliväärtpaberiosalusega ja kuni 50% kapitaliväärtpaberiosalusega. Seadus nõuab kõikidele pensionifondide valitsejalt, kes soovivad pakkuda teise samba pensionifonde, ühe 100% püsitudfondi käivitamist, kusjuures teised fondid peavad esimesest oluliselt erinema. See tähendas, et fondide kapitaliväärtpaberite osakaalu erinevus pidi olema 25% võrra erinev, millest tulenesid ka eespool mainitud kolm peamist fondiliiki. Kuuest fondivalitsejast pakuvad kolm kõiki kolme liiki fonde ning kolm ainult esimest ja viimast tüüpi. Pakutavate pensionifondide põhiliikide ja arvu osas ei ole tulevikus muudatusi ette näha ja selles suhtes on Eesti pensionifondide süsteem stabiilne.

Fondivalitsejad võivad aga välja osta teisi fondivalitsejaid, mis võib fondivalitsejate arvu lähitulevikus viieni vähendada. Tõenäoliselt jääb aga pensionifondide arv samaks.

2002. aasta lõpus oli valitsetavate varade kogusumma 173 miljonit krooni. Teise samba pensionifondides osalejate arv jõudis 207 tuhandeni. 2003. aastaks osales pensionifondides juba 350 tuhat inimest. Kohustuslike pensionifondide koguvarad on sel aastal kasvanud keskmiselt 18% kuus, ületades 2003. aasta kolmanda kvartali lõpuks 700 miljonit krooni.

Kõige madalama riskitasemega pensionifonde valis neljandik osakuomanikest, mis näitab selgelt Eestis valitsevat riskialdist suhtumist. Kui üks fondivalitseja välja arvata, on seda liiki fond kõikide fondivalitsejate klientide hulgas kõige vähem populaarne. Teist liiki fondidesse kuulub viiendik fondide varasid, samas kui üle poole teise samba pensionifondide varadest kuulub kõige riskantsematesse fondidesse, mis võivad investeerida kuni 50% kapitaliväärtpaberitesse.

Turu kontsentratsioon on oluline — turul domineerivad kolm Hansa pensionifondi rohkem kui poolega teise samba pensionifondide varadest. Suuruselt teise fondivalitseja Eesti Ühispinga Varahalduse kahte pensionifondi kuulub rohkem kui neljandik kõikide fondide varadest. Kaks peamist turuosalist kontrollivad rohkem kui kolmveerandit turust. Suurimale üksikfondile kuulub umbes neljandik kõikidest varadest, neljale suurimale fondile aja üle 70% kogu turust.

Hansa kolmanda samba fondil on ka rohkem kui kaks viiendikku koguturust ja peaaegu sama palju osakuomanikke. Ühispingal on umbes kaks viiendikku koguvaradest ja üle kolmandiku kõikidest pensioniosakute omanikest. Kokku on neil kahel fondivalitsejal üle 80% kolmanda samba pensioniturust. Kõikide investeerimisfondide lõikes (sh nii kohustuslikud kui ka vabatahtlikud pensionifondid ja muud pensionifondid) kuulub neile kahele fondivalitsejale 86% turust.

Ungari

Ungaris algas pensionireform 1993. aastal, kui võeti vastu kolmandat sammast käsitlev vabatahtlike pensionifondide seadus. Teise samba pensionifondid, mida nimetatakse erapensionifondideks, alustasid tegevust 1998. aastal. Nii teise kui ka kolmanda samba pensionifondid tegutsevad Ungaris nende liikmetele kuuluvate mittetulundusühingutena ja on iseseisvad juriidilised isikud. Vastupidiselt enamiku Kesk- ja Ida-Euroopa riikide pensionifondidele, kus fonde loovad ja juhivad fondivalitsejad, palkavad Ungari pensionifondid tavaliselt eraldiseisvaid, fondiväliseid varahaldureid, ehkki seadus lubab ka pensionifondidel varahaldusega tegeleda (ja mõned fondid haldavadki oma varasid ise).

Kõik teise samba pensionifondid on avatud fondid, st igaüks võib ühineda mis tahes fondiga; kolmanda samba pensionifondid võivad olla nii avatud kui ka kinnised. Üldiselt loovad ja juhivad (kuid ei oma) pensionifonde kas finantskontsernid (pangad, kindlustusseltsid) või äriühingud ja nende kontsernid (sellisel juhul nimetatakse neid fonde töötajate pensionifondideks). Esimest liiki pensionifondid on alati avatud, paljud teist liiki kolmanda samba fondid on aga kinnised ning neis võivad osaleda ainult korraldavate äriühingute töötajad.

Vabatahtlike pensionifondide (VPF) arv on alates 1995. aastast — esimesest tegutsemisaastast — 2002. aasta lõpuks langenud 217-lt 82-le (1998. aastal tegutses korraga kõige rohkem pensionifonde — 315). Fondide varad on aga kasvanud 6,8 miljardilt Ungari forintilt 358 miljardi forintini (2001. aasta lõpus 291,5 miljardit forintit). Ka VPF-ide liikmete arv kasvas 195 tuhandelt 1180 tuhande inimeseni. Kontsentratsioon ilmselt jätkub, nagu näitab juba praegu langev pensionifondide arv (80 VPF-i 2003. aasta teise kvartali lõpus) ja kasvav osalus pensionifondides (esimese kvartali lõpus oli fondides osalejate arv kasvanud 9000 inimese võrra).

Ungari vabatahtlike pensionifondide teine huvitav joon on üha kasvav arv suuri pensionifonde, mis on kasutusele võtnud “valikulise portfelli süsteemi”. Kui alguses pakkusid pensionifondid oma liikmetele ainult üht komplekti investeerimisstrateegiaid, siis uus süsteem näeb oma liikmetele ette põhimõtteliselt erinevad pensioniskeemid (“portfellid”). Valikulise portfelli süsteemi olid 2002. aasta lõpuks rakendanud kolm VPF-i, 2003. aastal on seda skeemi pakkuma hakanud veel kaks fondi ja üks fond on teatanud oma kavatsusest sedasama teha.

Teise samba pensionifondid ehk erapensionifondid (EPF) on sama kontsentratsiooni astmega kui kolmanda samba fondid. Kui EPF-ide arv on langenud 32-lt 1998. aastal 18-le 2002. aasta lõpus (1999. aastal 39 fondi), siis erapensionifondide koguarvad on kasvanud 29 miljardilt 413,1 miljardi forintini (aasta varem 283,1 miljardit forintit). EPF-ide liikmete arv jõudis 2002. aasta lõpuks 2,23 miljonini võrreldes 1998. aasta 1,35 miljoniga. Seda turgu võib nüüd enam-vähem konsolideeritaks pidada, ehkki väiksemad pensionifondid võivad ka edaspidi suurematega ühineda.

Kontsentratsiooni teiseks näitajaks on suurimate pensionifondide ja ka viie suurima käsutuses olevate koguarvade proportsioon. EPF-ide puhul langeb suurimale pensionifondile (OTP) peaaegu neljandik kõigi pensionifondide varadest, viiele suurimale (OTP, ING; Aegon, Allianz ja Credit Suisse) aga ligi 79% kogu teise samba pensioniturust.

VPF-ide osas oli 2002. aasta lõpul suurim vabatahtlik pensionifond Allianz, mille käsutuses oli rohkem kui kümnendik koguvaradest. Viis suurimat pensionifondi (Allianz, OTP, MKB, VIT, Aegon) koondavad rohkem kui 45% teise samba pensioniturust ning kõik nad on avatud fondid; neli fondi põhineb finantsasutustel (pangad või kindlustusseltsid). Kaheksakümne kahest VPF-st kümnele kuulub rohkem kui kaks kolmandikku turust, 60 väikseimat fondi hõlmavad aga kõigest 10%.

Läti

Lätis kiitis parlament uue pensionisüsteemi heaks 1995. aastal ning kolmas samm loodi erapensionfondide seadusega 1997. aastal. Teine samm loodi 2001. aasta juulis ning esimese pooleteist aasta jooksul haldas teise samba fonde ainult riigikassa. Seega oli 2002. aasta lõpuks olemas ainult üks teise samba pensionifond (investeeringisplaan), mida osalised võisid valida. Alates 2003. aasta jaanuarist on loodud mitu teise samba pensionifondi ning neid juhivad investeerimisühingud. Nii loodi sisuliselt eraldiseisvad teise samba pensionifondid, kuid meie keskendumine 2002. aasta lõpule võimaldab meil sellisele arengule ainult vihjata.

Kolmanda samba pensionifondid alustasid tegevust 1998. aasta juulis. Kolmanda samba pensionifonde oli 2002. aasta lõpuks kokku neli ja see arv oli võrreldes 2001. aastaga püsitud muutumatuna (1998. aastaga võrreldes oli lisandunud vaid üks fond) — üks neist on kinnine pensionifond (Pirmais Slegtais), ülejäänud kolm avatud (Baltikums, Parekss atklatais ja Unipensija). Need pensionifondid pakuvad üheksat pensioniskeemi; aasta varem on erinevaid pensioniskeeme 14 (ja 2000. aastal 16, kuid 1998. aastal ainult kolm). Kolmanda samba pensionifondide koguvarad olid aga kasvanud 9,5 miljonilt Läti latilt 14 miljoni latini (1999. aasta lõpus alla 4 miljoni lati). Pensioniskeemides osalejate arv kasvas aasta varasemalt 17 tuhandelt 20 tuhandele, võrreldes 1998. aasta lõpu 167 ja 2000. aasta 7000-ga.

Uue süsteemi kohaselt ühinevad kõik alla 30-aastased isikud teise sambaga kohustuslikus korras, kuni 49-aastased võivad ühineda vabatahtlikult. Teise samba pensionifondidel oli 2002. aasta lõpus 335 tuhat liiget, aasta varem 275 tuhat. Hallatavate varade kogusumma kavas 2,85 miljonilt 12,29 miljoni latini. Ehkki 2002. aasta lõpus oli ainsaks kohustusliku pensionifondi fondijuhiks riigikassa, sai 2003. aastal teise samba pensionifondide varade haldamiseks loa viis investeerimisühingut (Optimus, Hansa, Parekss, Baltikums ja Latvijas Vadoso Apdrosinataju). Nad pakuvad teise sambaga liitunuile 10 pensioniskeemi. Aastal 2003 sai loa veel üks ühing (Suprema).

Leedu

Uue pensionireformi eelnõu võeti Leedus vastu 1995. aastal. Siiski lubas pensionisüsteemi reform uusi kolmanda samba pensionifonde asutada alles 2000. aasta aprillist alates. Siiani ei ole mitte ükski pensionifond tööle hakanud, sest maksusüsteem annab eelise elukindlustusele. 2001. aasta novembris võttis parlament vastu uue pensionireformi seaduse, milles nähakse ette vabatahtlike kolmanda samba pensionifondide loomine alates 2004. aasta algusest. Vahemikus 15. september kuni 1. detsember 2003 võisid inimesed sõlmida lepinguid pensionifondidega, millel oli tegutsemiseks luba olemas. Siiani on pensionifondide juhtimiseks loa saanud 10 äriühingut ning nad pakuvad alates 2004. aastast rohkem kui 22 pensioniskeemi.

Detsembriks oli üle 439 tuhande inimese pensionifondidega lepingu sõlminud (tugevaimaks fondijuhtideks kujunevad ilmselt VB, Hansa, Commercial Union ja Lituvos draudimo).

Kohustuslik teine samm oli päevakorras kuni 2001. aasta lõpuni, kuid suure eelarvepuudujäägi võimalus sundis valitsust loobuma plaanist luua teine samm 2004. aastal. Nüüd nähakse seda tulevikuvõimalusena.

Poola

Pensionireformi eelnõu võeti vastu 1997. aasta augustis ning jõustus 1999. aastal, kehtestades nii teise kui ka kolmanda samba pensionifondid. Teine samm koosneb kohustuslikest pensionifondidest, mida nimetatakse avatud pensionifondideks (APF). Kolmanda samba pensionifonde nimetatakse töötajate pensionifondideks ja need on vabatahtlikud ametipensionifondid.

Poolas on kolmanda samba pension koondatud tööandja ümber — tööandjatel on õigus luua töötajate pensioniprogramme, mida on igal tööandjal üks, ja töötajatel on nendes osalemine vabatahtlik. Kolmanda samba töötajate pensioniprogrammid (TPP) võivad olla kas kollektiivse investeeringu töötajate elukindlustuslepingud, investeerimisfondi või töötajate pensionifondi sissemaksete tegemise lepingud. Teisisõnu võivad tööandjad kas kehtestada programmi, tehes oma töötajate nimel kindlustusseltsile või investeerimisfondile sissemakseid (ka töötajad ise saavad sama kindlustusplaani või investeerimisfondi raames täiendavaid sissemakseid teha), või luua oma töötajate pensionifond.

2002. aasta lõpus asutas 197 tööandjat teatavat liiki töötajate pensioniprogrammi. Umbes viiendik neist otsustas luua elukindlustuspõhise programmi, kaks viiendikku investeerimisfondi ja kaks viiendikku töötajate pensionifondi. Üldiselt on väiksemad tööandjad kasutanud kahte esimest varianti, töötajate pensionifonde (TPF) on asutanud suured tööandjad ja mõnikord suured tööandjad ühiselt. Kuna ainult TPF-id on eraldiseisvad pensionifondid, keskendutakse käesolevas uurimuses nendele.

TPF-ide kasuks otsustanud tööandjad peavad kõigepealt asutama töötajate pensioniühingu — programmis osalevatele tööandjatele kuuluva äriühingu. Ühing tegeleb töötajate pensionifondi juhtimisega. Ühel ühingul võib olla ainult üks fond ning fondi investeringuid juhib pensioniühing. 2002. aasta lõpuks oli loodud neli pensioniühingut (üks ühing oli tegevuse lõpetanud ja loodi üks uus ühing).

TPP-des osales 2002. aasta lõpu seisuga 81 tuhat inimest võrreldes 2001. aasta lõpu 55 tuhandega. 81 tuhandest 49 tuhat (ehk 61%) osales töötajate pensionifondides — aasta varem oli TPF-ides osalejaid 30 tuhat. TPF-e oli 2002. aasta lõpus neli, kuid üks neist (Nestle) alustas tegutsemist novembri lõpus ja seetõttu on andmed esitatud ainult kolme pensionifondi kohta (Telekomunikacjji Polskiej, Pekao ja Diament). Pensionifondide koguvarad ulatusid 2002. aasta lõpus 143 miljoni Poola zlotini (aasta varem ainult 16 miljonit ja 2000. aastal 3 miljonit zloti). Kolmest fondist suurimale kuulus 2002. aasta lõpus peaaegu kolmveerand fondide koguvarast. Aastal 2003 registreeriti veel üks pensionifond (Unilever) ja töötajate pensionifonde on seega nüüd kokku viis.

Poolas on teine sammas kohustuslik kõigile 1969. aastal või hiljem sündinule ning vabatahtlik aastatel 1949–1969 sündinule. Avatud pensionifondid tegutsevad TPF-idega sarnastel alustel — fonde juhivad pensioniühingud ning üks ühing tohib juhtida vaid ühte fondi. Peamine erinevus on minimaalne tagatud tulusus. Igas kvartalis arvutab järelevalvekomisjon kõikide APF-ide varadega kaalutud keskmise tulususe ning iga fond, mille tulusus on väiksem kui pool sellest keskmisest või keskmine miinus 4% (lähtutakse väiksemast), peab selle summa ise ühingu omakapitali arvelt juurde lisama. Juhuks, kui pensioniühingul piisavat summat ei ole, on olemas tagatisfond.

Teine erinevus vabatahtlikest pensioni sisse maksetest on see, et teise samba sisse makseid kogub sotsiaalkindlustusamet (ZUS), mis edastab sisse makse pensioniühingutele ja pensionifondidele.

APF-ide arv on vähenenud 1999. aasta 21-ilt 2002. aasta lõpuks 17-le (2002. aastal muutusi ei toimunud). Aastal 2003 lisandus üks fond ning täiendavaid fonde on oodata järgmisel aastal pärast seda, kui parlament võtab vastu eeskirjade muudatused. Osalejate arv tõusis 2001. aasta 11 miljonilt 2002. aasta lõpuks 11,47 miljonini (1999. aasta lõpus oli registreeritud 10,4 miljonit inimest). Teise samba pensionifondide koguvarad ulatusid 2002. aasta lõpus 31 miljardi zlotini võrreldes 19 miljardi zlotiga aasta varem ja ainult 2 miljardi zlotiga 1999. aasta lõpus.

Pensionituru kontsentratsiooni näitab ka asjaolu, et suurimas pensionifondis (Commercial Union) osaleb üle 22% teise samba pensionifondidega ühinenutest ja sellele fondile langeb üle 28% sektori koguvaradest. Neljas suurimas fondis (lisaks ING, PZU “Złota Jesień” ja AIG) osaleb peaaegu kaks kolmandikku teise samba fondidega liitunuist. Neli suurimat fondi kontrollib rohkem kui 73,5% koguvaradest (kaks suurimat fondi üle poole).

Slovakkia

Slovakkias kavatakse teise samba pensionifondid kasutusele võtta 2005. aastaks, kuid kolmanda samba fondid ehk täiendava pensioni fondid (TäPF) on kasutusel alates 1996. aastast. Kolmanda samba pensionifonde oli 2002. aasta lõpus kokku neli (Tatry-Sympatia, Stabilita, CSLP, Pokoj). See arv on püsinud juba aastaid põhimõtteliselt muutumatuna — korruga on eksisteerinud kõige rohkem viis pensionifondi. Nelja pensionifondi koguvarad ulatusid 2002. aasta lõpus 7,6 miljardi Slovaki kroonini võrreldes aasta varasema 4,6 miljardi ja umbes 3 miljardi krooniga 2000. aasta lõpus. Pensionifondides osaleb 457 tuhat inimest; 2001. aasta lõpus oli osalejaid 282 tuhat ja 2000. aasta lõpus kõigest 183 tuhat.

Sloveenia

Sloveenia kehtiva pensionisüsteemi reformi käsitlev seadus võeti vastu 1999. aasta lõpus ning see võimaldas erapensionühingute asutamist alates aastast 2000. Sellega loodi sisuliselt süsteemi kolmas sammas — eraisikutele pensioniskeeme pakkuvad erafirmad.

Sloveenias leitakse pensioniskeemide arv kõikide selliseid teenuseid pakkuvate äriühingute lõikes kokku. Nendeks võivad olla kindlustusseltsid, pensioniühingud või

pensionifondid, kuid pensionikindlustust pakkuvad kindlustusseltsid jäetakse käesolevast uurimusest välja. Vaatleme ainult pensioniühinguid ja pensioni investeerimisfonde. Viimased sarnanevad üldiselt selle piirkonna teiste pensionifondidega — pensioni investeerimisfondi juhivad fondijuht. Kaheks peamiseks erinevuseks on tagatud tulusmäära kasutamine (nagu ka Poolas) ja pensionifondide pakutavate pensioniskeemide arv. Kõik fondid pakuvad kahte pensioniskeemi, millest üks on individuaalne skeem ja teine ametipensioni skeem. Need kaks skeemi on igas suhtes sarnased, ainus erinevus seisneb ühinemise viisis — nagu fondide nimetusedki viitavad, on ametipensioni skeemiga tegemist juhul, kui töötaja ühineb fondiga oma töökoha kaudu, ning eraldi ühinedes on tegemist individuaalse skeemiga. Seaduse kohaselt peavad sama pensionifondi kaks pensioniskeemi kasutama täpselt üht ja sama investeerimisstrateegiat, kulude taset ja tagatud tulusust.

2002. aasta lõpus oli Sloveenias viis pensioni investeerimisfondi (Kapitalski vzajemni, Banke Koper, LEON, DELTA ja Abanke), mille koguvarad ulatusid 5,8 miljardi Sloveeni tolarini (aasta varem 1,1 miljardit tolarit) ning fondides osales 32 tuhat inimest (see arv on 2001. aasta lõpuga võrreldes kahekordistunud).

Pensionühingud võivad aga pakkuda mitmeid erinevaid pensioniskeeme. Pensioniühingud on eraüühingud, mille ainus kohustus on pensionisäästude kogumine ja investeerimine. Investeerimis- ja tagatisreeglid on ühingutel ja fondidel ühesugused. 2002. aasta lõpus oli Sloveenias kuus pensioniühingut (Skupna, A, Prva, Moja nalozba, Druga pensija ja SKB), mis pakkusid 14 pensioniskeemi. Nende pensioniühingute koguinvesteeringud ulatusid 2002. aasta detsembri lõpus 13 miljardi Sloveeni tolarini ning 2001. aasta lõpus umbes 4 miljardi tolarini. Nende pensioniühingute pensioniskeemides osales 31. detsembri 2002. a seisuga 104 tuhat inimest; osalejate arv on ühe aastaga kahekordistunud.

Sloveenias on olemas ka teine samm, erapensionifondides osalemine on teataval ohtlikel töökohtadel töötajatele kohustuslik. Teine samm koosneb aga ainult ühest fondist, mida juhivad riik. Hetkel ühtegi erasektori teise samba fondi ei ole ja nende loomist ei toetata. Sisuliselt on tegemist ainsa selle piirkonna riigiga, kus on olemas osaliselt kohustuslik kogumispensioni teine samm, mis ei ole aga erasektori valduses. Selle fondi investeerimisreeglid on samad nagu kolmanda samba fondidel (teine huvitav erinevus sama piirkonna riikidest).

Teise samba fondi koguvarad ulatusid 2002. aasta lõpus 9,3 miljardi tolarini ja fondis osales üle 25 tuhande inimese.

Kokkuvõte

Kaheksas uuritud Kesk- ja Ida-Euroopa riigis läbiviidud pensionireformid on teataval määral sarnased. Kõik reformid algasid 20. sajandi viimasel kümnendil ning üldjuhul loodi esimesena vabatahtlikud pensioniskeemid.

	2. samm	3. samm
Tšehhi		1994
Eesti	2002	1998
Ungari	1998	1994
Läti	2001	1998

Leedu		2000
Poola	1999	1999
Slovakkia	2005	1996
Sloveenia	2000	2000

Järgmistes tabelites on püütud kujutada Kesk- ja Ida-Euroopa riikide pensioniturgude arengut. Esiteks on näidatud loodud ja 2002. aasta lõpu seisuga veel tegutsevate pensionifondide arv:

	pensionifondide arv		pensioniskeemide arv	
	2. sammas	3. sammas	2. sammas	3. sammas
Ungari	18	82	18	90
Poola	17	4	17	4
Eesti	6	4	15	4
Sloveenia	1	11	1	19
Läti	1	4	1	9
Tšehhi	0	13	0	13
Slovakkia	0	4	0	4
Leedu	0	0	0	0

(allikas: OECD küsimustik, FI-AD kogumik)

Pensionifonde, nagu ka pensioniskeeme tuleb eri riikides mõista erinevalt. Näiteks Ungaris on pensionifondid juriidilised isikud ja eraldiseisvad üksused. Kolmanda samba fondide valikulisi portfelle arvestatakse eraldi pensioniskeemidena. Poolas on kõik pensionifondid pensioniüksused, ja ehkki tööandjad käsitlevad kolmanda samba töötajate fonde eraldi kui eraldiseisvaid töötajate pensioniskeeme (kokku 79), vastab igale fondile ainult üks pensioniskeem. Eestis on pensioniüksusteks fondivalitsejad, mis pakuvad ühte, kahte või kolme pensioniskeemi. Sloveenias ei ole teise samba pensionifond isegi päris pensionifond, kolmanda samba puhul kasutasime oma arvutustes aga pensioni investeerimisfonde ja pensioniühinguid. Lätis oli 2002. aasta lõpus ainult üks teise samba fond, kuid nende arv suureneb alates 2003. aastast. Süsteem on aga sarnane Eesti süsteemile. Tšehhis ja Slovakkias on süsteem sarnane ja kõik pensionifondid on samas pensioniüksused ja pakuvad ühte pensioniskeemi. Leedus alustavad pensionifondid tegevust 2003. aasta detsembris.

Üks võimalus näidata pensionisüsteemi arengutaset on vaadelda pensioniskeemide (ja pensioniüksuste) hallatavate varade suurust. Järgmise tabeli keskmises kolmes tulbas on näidatud teise ja kolmanda samba pensionifondide investeeritud varad ja nende kogusumma. Kuna koguvarad ei väljenda ainult arengutaset vaid ka turu suurust (st suuremal turul nagu Poolas elab rohkem inimesi ja nende sissemaksete osakaal varas on suurem). Seetõttu pole üllatus, et kolme suurima turu (nii elanikkonna kui ka SKP järgi) pensionifondid haldavad ka kõige suuremaid varasid.

	SKP elaniku kohta	SKP	2. sammas	3. sammas	pensionifonde	2. sammas	3. sammas	pensionifonde
			hallatavad varad			hallatavad varad/SKP		
Tšehhi	6 507	66 368	0	2181	2181	0,00	3,29	3,29
Eesti	4 359	6 103	11	4	15	0,18	0,07	0,25

Ungari	6 151	62 744	1753	1521	3274	2,79	2,42	5,22
Läti	3 483	8 010	20	23	43	0,25	0,29	0,54
Leedu	3 760	13 159	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Poola	4 637	178 984	7704	36	7 740	4,30	0,02	4,32
Slovakkia	4 185	22 599	0	183	183	0,00	0,81	0,81
Sloveenia	10 060	20 120	40	83	83	0,20	0,41	0,61
	(eurot inimese kohta)	(miljonites eurodes)				(%)		

(allikas: OECD küsimustik, Maailmapank)

Näeme, et küpsusaste on ainult üks näitaja, mis puudutab koguvarade suhet SKP-sse (vanemates pensionsüsteemides on tehtud rohkem sissemaksid ja investeeringutelt on pikemat aega tulu teenitud — seetõttu on nad suuremad kui uued süsteemid); oluline on eristada ka teise sambaga ja ilma teise sambata süsteeme (või Sloveenia puhul ainult osalise teise sambaga süsteemi). Tavaliselt kaasatakse kohustuslikku teise sambasse lühikese ajaga rohkem inimesi (ja tehakse rohkem sissemaksid) kui kolmandasse sambasse. Seega koguvad teise samba fondid sama aja jooksul tavaliselt rohkem varasid kui kolmanda samba fondid (nagu näha Eestis, Poolas ja isegi Ungaris). Läti puhul kehtis see 2003. aasta esimese kvartali seisuga. Järgmises tabelis on näidatud fondides osalejate arv.

	osalus		tööjõud	2. sammas	3. sammas
	2. sammas	3. sammas			
Tšehhi		2 597 364	5 200 000		49,95
Eesti	207 200	2 309	646 000	32,07	0,36
Ungari	2 225 400	1 180 000	4 109 400	54,15	28,71
Läti	335 037	20 064	1 425 100	23,51	1,41
Leedu		0	2 000 000		0,00
Poola	11 468 446	49 298	17 097 000	67,08	0,29
Slovakkia		457 432	2 628 300		17,40
Sloveenia	25 645	136 129	781 932	3,28	17,41
	(inimesi)				(%)

(allikas: OECD ja FI-AD küsimustik, "Punane raamat")

Tabel näitab nn osalusmäära: kas teise või kolmanda samba liitunute arv esitatuna protsendina tööjõust. Üldjoontes on teise (kohustusliku) samba osalusmäär kõrgem kui kolmanda samba osalusmäär. Eestis ja Lätis on see näitaja sel aastal oluliselt tõusnud, sest seal alustati teise samba skeemidega alles 2001. ja 2002. aastal. Eestis ületas teise samba osalusmäär 2003. aastal 50%. Sloveenias, kus kohustuslikud pensionifondid on kättesaadavad vaid väikesele osale elanikkonnast, on ka osalusmäär väiksem.

Ainus riik, kus vabatahtliku pensionisamba osalusmäär on märkimisväärselt kõrge, on Tšehhi, kus peaaegu pool tööealisest elanikkonnast on mõne pensionifondiga liitunud — kuid tegemist on ka ühe vanima pensionisambaga Kesk- ja Ida-Euroopa riikides (koos Ungariga, kus osalusmäär on samuti suhteliselt kõrge). Huvitav on märkida, et tugeva teise samba riikides on vabatahtlike pensionifondide osalusmäär suhteliselt madal (välja arvatud Ungaris).

Teine nende süsteemide oluline joon on konkureerivate pensionisäästuskeemide olemasolu, nt maksusoodustusega pensionikindlustus (nt Eestis või Poolas). Selline konkurents mõjutab kolmanda samba fondide suurust nii liitunute arvu kui ka varade osas.

Oleme püüdnud kirjeldada ka Kesk- ja Ida-Euroopa piirkonna pensioniturgude kontsentratsiooni. Turgude kontsentratsiooni mõõtmisi iseloomustavad järgmised tabelid.

2. sammas	Pensionisüsteemide arv	Hallatavad varad	Suurima üksuse osakaal	25% suurimate üksuste osakaal
Eesti	15	11	25,1%	71,9%
Ungari	18	1753	24,4%	78,9%
Läti	1	20	100,0%	100,0%
Poola	17	7704	28,6%	73,5%
Sloveenia	1	40	100,0%	100,0%
3. sammas				
Tšehhi	13	2181	26,5%	51,6%
Eesti	4	4	42,7%	42,7%

Ungari	82	1521	11,3%	88,3%
Läti	4*	23	73,4%	73,4%
Poola	4	36	73,7%	73,7%
Slovakkia	4	183	55,0%	55,0%
Sloveenia	11	83	24,8%	69,8%

Tabelis oleme püüdnud pensioniüksusi omavahel võimalikult palju eristada, kasutades alusena eraldiseisvaid pensionifonde. Lätis on meil aga andmed ainult fondivalitsejate kohta ning sellepärast näitab see kontsentratsioon ainult nende pensioniüksuste kontsentratsiooni. Sloveenias kasutasime pensionifondide ja pensioniüksuste kontseptuaalset võrdlust. Teadsime ainult kuue pensioniühingu hallatavate varade kogusuurust ning kasutasime üksikute ühingute varade hindamisel alusena iga ühingu liikmete arvu ja sissemaksete osakaalu. Seda kasutasime me koos viie pensionifondi varade tegeliku osakaaluga, et mõõta kõigi 11 pensioniüksuse kontsentratsiooni. Huvi võib pakkuda ka see, et pensionifondide sisene kontsentratsioon on väga kõrge, suurimale fondile vastab üle 80% koguvaradest. Pensioniühingute puhul on suurima ühingu hinnanguline osakaal 35%.

Suurima pensioniüksuse osakaal koguvarades näitab, mil määral süsteemis domineerib üks üksus. 25% suurimate üksuste osakaal (kui süsteemis on neli üksust, siis üks üksus; kui süsteemis on 16 üksust, siis 4 üksust jne) võtab juba arvesse osaliste arvu poolest suuremat pensionituru suurust. Kontsentratsioon on üsna kõrge, kuna isegi üle 10 pensioniüksusega süsteemides on suurimal fondil umbes veerand koguvaradest (kui Ungari kolmanda samba turu suur osalejate arv välja arvatud), samas kui 25% suurimatele üksustele vastab enamasti üle 70% koguvaradest. Erandiks on Tšehhi ning Slovakkia väiksemad süsteemid ja Eesti kolmas samm.

2. samm	Pensioniüksuste arv	50% varadest X% fondides	Herfindahli indeks
Eesti	15	20%	0,15
Ungari	18	16%	0,14
Läti	1	–	1,00
Poola	17	12%	0,17
Sloveenia	1	–	1,00
3. samm			
Tšehhi	13	23%	0,14
Eesti	4	50%	0,36
Ungari	82	7%	0,06
Läti	4*	25%	0,57
Poola	4	25%	0,58
Slovakkia	4	25%	0,38
Sloveenia	11	27%	0,19

Arvutasime turu kontsentratsiooni veel kahel meetodil. Esiteks küsiti, kui mitu protsenti pensioniüksuste arvust haldab 50% kõikidest pensionivaradest. See näitab, kui palju on turul tõeliselt väikesi pensioniüksusi — mida lähemal on see protsent 50-le, seda rohkem võime rääkida pluralistlikest süsteemidest. Tugeva oligopoolia korral oleks see näitaja tunduvalt väiksem. Arvud näitavad, et mida rohkem pensioniüksusi süsteemis tegutseb, seda oligopoolsema süsteemiga on tegemist (st suurem osa varadest langeb väikesele arvule üksustele).

Herfindahli indeks (HI) kirjeldab aga turu kontsentratsiooni — siin on peamiseks erinevuseks see, et väiksema osaliste arvuga turg on kontsentreeritum isegi juhul, kui osalised on peaaegu võrdselt tugevad. Selle indeksi põhjal on Ungari kolmanda samba turg kõige vähem kontsentreerunud (arvestades pensioniüksuste suurt arvu) ning ühe teise samba fondiga riikide (Läti ja Sloveenia) turg on kõige kontsentreeritum. Sloveenia pensionifondide HI on 0,66, mis on mitme osalejaga süsteemidest kõige kõrgem näitaja; järgnevad Poola ja Läti kolmanda samba süsteemid. Teise samba turud on samamoodi kontsentreerunud. Kokkuvõtteks on Ungari kolmanda samba süsteemis suur arv osalejaid, kuid domineerivad üksikud suured pensioniüksused; Eestis on aga väga vähe pensioniüksusi, kuid nad on suuruselt sarnasemad.

Pensionifondinvesteeringute õiguslik raamistik

Enamik Kesk- ja Ida-Euroopa riike on vastu võtnud seadused, mis sätestavad pensionifondide tegutsemise õigusliku raamistiku. Neid seadusi võib liigitada järgmiselt:

- pensionifondide süsteemi kirjeldavad seadused;
- fondide tegutsemisele kohustuslikke kriteeriume (miinimumkapital, kasutatavad teenusepakkujad jms) sätestavad seadused;
- kohustuslikke investeerimispiire sätestavad seadused.

Eelmises osas püüdsime anda ülevaadet üldisest pensionisüsteemist ja kokkuvõtet selle toimimisest. Selles osas käsitleme pensionifondide investeeringutele seadusega seatud piiranguid. Esiteks kehtivad kõikide Kesk- ja Ida-Euroopa pensionifondide suhtes seadused, mis kas piiravad või keelavad üht või teist liiki investeeringute tegemise. Sellele lisaks on enamasti kehtestatud usaldatavusnormatiivid või muud sarnased kohalikud eeskirjad.

Kesk- ja Ida-Euroopa pensionifondide investeeringute osas valitseb üldine reegel, et riske tuleb võimalikult palju vältida, sest inimeste pensionid ei ole asi, millega mängida. Osaliselt on tegemist puhtalt poliitikaga: valijad peavad (igal juhul) saada oma pensioni, ja see toob kaasa riskide õigusliku reguleerimise. Teiseks on praktiline majanduslik mõtlemine — alles arenevatel kapitaliturgudel nagu Kesk- ja Ida-Euroopa turud ei tohiks lubada pensionifondidel investeerida suuremat osa oma portfelist sellisesse ebakindlasse keskkonda. Küsimus on ka koduturgude piiratuses — börs on enamikus nendest riikidest suhteliselt väike ja diversifitseerimisruum puudub. Mõnes riigis mängib rolli ka kohaliku turu kaitsmine ning välisinvesteeringuid ei lubata või piiratakse tugevalt, et pensionifondide varad jääksid kodumaale.

Investeeringupiirangute üldine reegel on riskide minimeerimine ning seda põhjendavad pensionifondide juhtide ja liikmete vaheline informatsiooniline asümmeetria, kahjude minimeerimise ja tulevaste pensionite maksimeerimise tähtsus ning turgude ja turgudel tegutsejate kogemuste puudumine.

Üks kiiresti silmatorkav asjaolu on, et riikides, kus on olemas nii kohustuslikud kui ka vabatahtlikud pensionifondid, on kohustuslikele fondidele seatud palju rangemad õiguslikud piirangud kui vabatahtlikele fondidele. Selle põhjuseks on kas teise samba roll pensionisüsteemis või osaluse kohustuslikkus — osalejatel on õigus eeldada, et riik kaitseb nende investeeringuid, sest riik ise otsustas nende osalemise.

Kesk- ja Ida-Euroopa piirkonna kaheksast riigist viis väitis, et teise samba pensionifondid on olemas, ehkki Sloveenias oli tegemist vaid osaliselt kohustusliku sambaga. Lätis valmib teine samm 2003. aastal ning õiguslike piirangute tabelis viidatakse uusi pensionifonde käsitlevas seaduses kehtestatud piirangutele, ehkki kuni 2002. aasta lõpuni varasid valitsenud riigikassa kohta kehtivad omaette reeglid. Teise ja kolmanda samba pensionifondide õiguslikust raamistikust tegime järelduse liberaalsemate kolmanda samba pensionifondide (Poola, Läti ja Eesti) ning veidi liberaalsemate kolmanda samba fondide (Ungari) kohta. Sloveenias kehtib teise ja kolmanda samba suhtes üks ja sama reeglistik.

Iga jaotise lõpus oleme püüdnud paigutada Kesk- ja Ida-Euroopa regulatsiooni piiravuse–liberaalsuse skaalale. See on muidugi subjektiivne ja vaieldav, kui meie arvates on liberaalne reeglistik selline, mis võimaldab pensionifondile oma investeerimistegevuses palju valikuid. Seetõttu analüüsiti mitte ainult kvantitatiivseid, vaid ka muid tüüpi piiranguid.

Teise samba pensioniüksused

Nagu eespool mainitud, on teise samba pensionifondid rangemalt reguleeritud kui kolmanda samba fondid. Käesolevas jaotises analüüsitakse lähemalt mõningaid nendest regulatsioonidest, nimelt välisinvesteeringutele, kapitaliväärtpaberisse, tuletisväärtpaberitesse, investeerimisfondidesse ja kinnisvarasse tehtavatele investeeringutele +seatud piiranguid. Muid küsimusi nagu omainvesteeringud, usaldatavusnormatiivid, diversifitseerimise küsimused ja muud investeerimiseeskirjad käsitletakse eraldi jaotises. Lõpuks koondatakse andmed, et määratleda kindlaks eri riikide regulatsioonide liberaalsus või rangus.

Välisinvesteeringud

Välisinvesteeringuid saab piirata kolmel viisil:

1. piirates välisturge, millesse pensionifondid võivad investeerida;
2. piirates välisinstrumente, millesse pensionifondid võivad investeerida;
3. piirates pensionifondide varade hulka, millega nad võivad välisinvesteeringuid teha.

Kesk- ja Ida-Euroopa riikides tähendab esimene variant üldjuhul seda, et keelatakse investeeringute tegemine riikidesse, mis ei kuulu OECD-sse, Euroopa Liitu või Euroopa Majanduspiirkonda. Sloveenia ja Läti on kaks riiki, kus välisturge sel moel piiratakse (Sloveenias on lubatud investeeringud ainult EL-i ja OECD riikidesse, Lätis ainult EL-i, EFTA, OECD ja Balti riikidesse).

Teise variandi kohta teise samba pensionifondides näide puudub, kui üldised piirangud välja arvata.

Kolmandat varianti kasutatakse kõige laialdasemalt. Kohustuslikes pensionifondides ei kasuta ainult Sloveenia ühtegi piirangut varade osakaalule, mida tohib välisinvesteeringuteks kasutada. Kaks Balti riiki otsustasid kehtestada vääringute vastavuse alusel, mitte varade osakaalul alusel. Eestis, kus kroon on seotud euroga, ei vaadelda vääringu vastavust euro suhtes. Teiste vääringute puhul on mittevastavate vääringute piir 30%. Lätis on vääringute vastavuse piir 70% (sama mis Eestis), kuid igale mittevastavale vääringule kehtib lisaks veel 10% piirang. Poolas ja Ungaris on välisinvesteeringutele seatud otsene piirang (vastavalt 5% ja 30%). Neid eeskirju muudetakse Ungaris alates 2004. aastast ja võetakse samuti kasutusele vääringute vastavuse alusel kehtestatud piirang. Piirangu tasemeks jääb 30%.

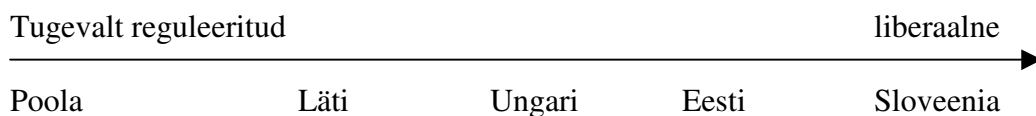
Kõige tavalisem õiguslik piirang Kesk- ja Ida-Euroopa teise samba pensionifondide välisinvesteeringutele on esimese ja kolmanda variandi kombinatsioon. Ungaris täiendab välisinvesteeringute otsest piirangut täiendav piirang mitte-OECD riikidesse tehtavatele investeeringutele (20% kõikidest välisinvesteeringutest). Eestis on otsene piirang investeeringutele riikidesse, mis ei kuulu EMP-sse ja OECD-sse — nendes

riikides registreeritud äriühingute väärtpaberitesse tohib investeerida 30% pensionifondi varadest ja üksnes nendes riikides kaubeldavatesse instrumentidesse tohib investeerida 20% pensionifondi varadest. Lätis kehtib nii väärtingute vastavuse piirang kui ka välisturgude piirang.

Üldiselt on välisinvesteeringutele kõige rangem piir seatud Poolas, kus selleks võib kasutada ainult 5% pensionifondi varadest. Poola reguleerijad põhjendavad seda sellega, et teise samba pensionifondid on sotsiaalkindlustussüsteemi ja riigi rahanduse osa. Välisinvesteeringute piiramise otsust mõjutasid ka Poola Lääne-Euroopa riikidega võrreldes kõrgemad tulukuse määrad.

Sloveenia reguleerijad on teise ja kolmanda samba pensionifonde ühesugusteks pidanud ja seega on Sloveenias teise samba fondid üldiselt liberaalsemalt reguleeritud kui teistes riikides. Selle üheks põhjuseks võib olla asjaolu, et teise samba fondid on Sloveenias kohustuslikud ainult väikesele osale elanikkonnast ning nii fondidega liitunute arv kui fondide varad on väikesed. Lisaks haldab praegu ainsat Sloveenia teise samba fondi riik ja teise samba fondid on konservatiivsed investorid isegi ilma rangemate reegliteta.

Kesk- ja Ida-Euroopa riikide pensionifondid tegutsevad täna peaaegu ainult oma riigi piires. Sisuliselt tähendab see, et kõik kohustused tekivad kodumaises vääringus. Selles suhtes võib öelda, et vääringute vastavuse piirang on sarnane välisinvesteeringute otsepiiranguga. See muutub euro kasutuselevõtuga pärast EL-iga ühinemist, kui vääringute vastavus omandab tegeliku tähenduse ning otsesed piirangud arvatavasti leevenevad. Kuid 2002. aasta lõpu seisuga võib öelda, et Poola pensioniturg on kõige vähem liberaalne. Ungaris, Eestis ja Lätis on välisinvesteeringutele 30% piirang, kuid Eesti on neist kolmest kõige liberaalsem, sest eurodes tehtavaid investeeringuid ei piirata üldse; Läti on aga neist kolmest kõige vähem liberaalne, sest teatavad välisinvesteeringud on seal täiesti keelatud.



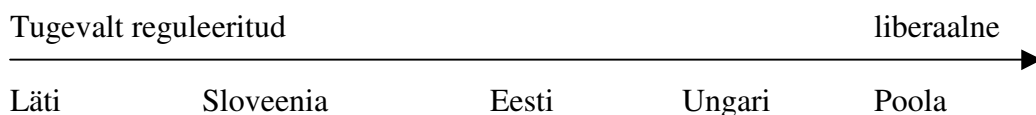
Investeeringud kapitaliväärtpaberitesse

Kõigis viies Kesk- ja Ida-Euroopa riigis, kus teise samba pensionifondid on kohustuslikud, piiratakse võimalikku aktsiakursiriski — vahe on ainult otsese piirangu määras. Sloveenias ja Lätis on piiriks 30%, Poolas 40%, Ungaris ja Eestis lubatakse pensionfondidel aktsiatesse investeerida kuni 50% varadest. Enamik investeeringuid kapitaliväärtpaberitesse peab toimuma asjakohastel väärtpaberiturgudel (kaasa arvatud välisriikide turgudel, nagu eelmises jaotises osutatud), börsivälistel aktsiatel on aga eraldi piirangud alates 5%-st Sloveenias kuni 10%-ni Ungaris ja Poolas. Lätis tohib investeerimiseks kasutada ainult börsil noteeritud aktsiaid, Eestis on lubatud investeerida reguleeritud turgudel kaubeldavatesse aktsiatesse, mis on sisuliselt sama nagu börsiväliste aktsiate piirang (läbipaistev kauplemine, hinnakujundus ja teave kaubeldavate väärtpaberite kohta).

Kapitaliväärtpaberite teine aspekt on investeerimisfondide piirang. Sloveenias, Ungaris ja Eestis sisalduvad kapitaliväärtpaberitesse investeerivad

investeeringufondid juba kapitaliväärtpaberi piirangus. Lätis hõlmavad kapitaliväärtpaberid kõiki kapitaliga seotud investeeringuid, seega katab 30% piirang ka investeeringufonde. Poolas kehtib kõikidele kapitaliväärtpaberitele ja investeeringufondide osakutele summeeritud piirang 60%.

Kapitaliväärtpaberitesse investeerimisele seatud muude piirangute hulgas on piirangud teatavatele emitentidele (Poolas 20% piirang pangaaktsiatele) ja teatavatele aktsiate liikidele (Lätis 20% piirang esmastele erapakkumistele) või usaldatavusnormatiivid ja omainvesteeringute eeskirjad (mida käsitletakse edaspidi).



Tuletisväärtpaberid

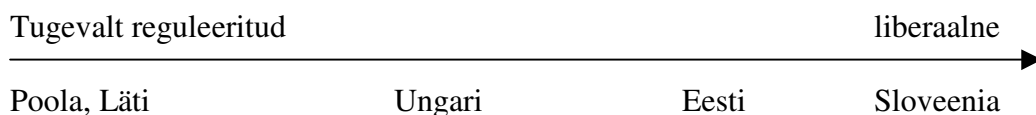
Kapitaliväärtpaberitega on tihedalt seotud ka tuletisväärtpaberitele seatud piirangud. Neid käsitletakse eraldi jaotises sellepärast, et reguleerimatuse korral võivad tuletisväärtpaberid kätkeada pensionifondide jaoks lisariski, mis on tunduvalt suurem kui nendega seonduvate väärtpaberite risk. Kesk- ja Ida-Euroopa üldine seisukoht tuletisväärtpaberite kasutamisele pensionifondides on eitav. See on kas konkreetselt keelatud (Poolas ja Sloveenias) või lubatud üksnes riskide maandamise eesmärgil (Eestis, Lätis ja Ungaris).

Ungaris mainitakse eraldi repotehinguid — lubatud on ainult valitsuse võlakirjadel põhinevad passiivsed repotehingud kuni 20% ulatuses koguvaradest.

Kinnisvara

Kahes riigis, Poolas ja Lätis, on teise samba pensionifondidel keelatud investeerida kinnisvarasse. Ungaris on juba aastaid olnud kinnisvarasse investeerimine lubatud, kuid selleks tohib pensionifond kasutada ainult kuni 10% oma varadest. Võib huvi pakkuda, et alates 2003. aastast on lubatud ka otseinvesteeringud kinnisvarasse.

Otseinvesteeringuid kinnisvarasse lubavad vaid kaks riiki, Eesti ja Sloveenia. Mõlemad riigid on aga piiranud kinnisvarainvesteeringuteks lubatud summat — Eestis 10% ja Sloveenias 30%. Eraldi piirang on ühele kinnisvaraobjektile lubatud summa kohta pensionifondi koguinvesteeringutest — Eestis on see 2% ja Sloveenias 10%.



Investeeringufondid

Vaadeldavate Kesk- ja Ida-Euroopa riikide hulgas on viis (teise sama pensionifondidega) riiki, mis piiravad investeerimisfondidesse investeeringuid üksnes juhul, kui tegemist on aktsiatesse investeerivate investeerimisfondidega. Teised riigid

kasutavad kõikide investeerimisfondide osakutesse tehtud investeeringute üldist piiramist. Lisaks on riike, kus eristatakse avatud ja suletud investeerimisfonde — suletud fondidele kehtib rangem piirang. Teiseks eristatakse investeerimisfonde nende portfelli struktuuride alusel lähtuvalt aktsiate ja püsitudu proportsioonist.

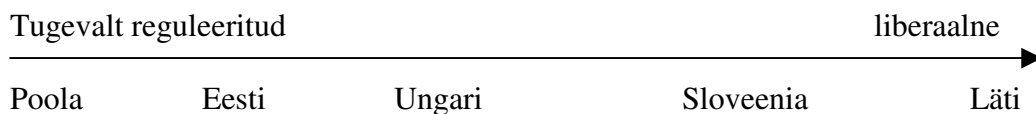
Seda silmas pidades reguleeritakse viies Kesk- ja Ida-Euroopa riigis pensionifondide poolt investeerimisfondide osakutesse tehtavaid investeeringuid erinevalt. Lätis puudub üldine piirang investeerimisfondidele, kuid kapitaliväärtpaberite piirang mõjutab investeeringuid kõikidesse investeerimisfondidesse, mille portfellis leidub aktsiaid. Ühte investeerimisfondi tehtava investeeringu lubatud piir on 5%.

Sloveenias kehtib investeerimisfondide osakutesse investeerimisele 40% piirang, kui investeerimisfondi portfellis on üle 50% püsituduinstrumente ja 30% piirang, kui portfellis on üle 50% aktsiaid. Ühte investeerimisfondi lubatakse investeerida 5% pensionifondi koguvaradest.

Ungaris kehtib investeerimisfondidesse tehtavatele investeeringutele üks üldine piir 50%, kuid täiendav reegel ei luba pensionifondidel ületada muid kvantitatiivseid piiranguid investeerimisfondide osakute ostmisel. See reegel tähendab sisuliselt, et kõikidele investeerimisfondi portfellis leiduvatele väärtpaberitele, mille osakuid pensionifond ostab, kehtivad samad reeglid — kui fond investeerib peamiselt välisvaradesse, kuuluvad pensionifondi poolt omandatud fondiosakud välisinstrumentide alla, ja kui fond investeerib kodumaistesse kapitaliväärtpaberitesse, tuleb fondiosakuid arvesse võtta pensionifondi kapitaliväärtpaberite kogusumma arvutamisel. Eraldi reegel piirab kinnisvarasse investeerivate investeerimisfondide osakute ostmist 10%-ga. Lisaks sellele tohib pensionifond investeerida ainult 30% ühe ja sama fondijuhi juhitud fondide osakutesse (ja 10% ühe ja sama investeerimisfondi osakutesse).

Eestis kehtib üldine piirang 30% ja kinnisvara-investeerimisfondidele piirang 10% nagu Ungariski. Samuti Ungariga sarnaselt tuleb kapitaliväärtpaberitesse ja välismaistesse väärtpaberitesse investeerivate investeerimisfondide puhul arvestada neid väärtpabereid pensionifondi enda koguriski arvutamisel.

Poolas kehtib investeerimisfondidele kaks piirangut — 15% avatud pensionifondidele ja 10% suletud pensionifondidele. Ühte fondi lubatakse investeerida vastavalt kuni 5% ja 2%.



Muud investeerimiseeskirjad

Käesolevas jaotises vaadeldakse esmalt kvantitatiivseid piiranguid hoiustele ja püsituduinvesteeringutele. Analüüsitakse ka usaldatavusnormatiive ja diversifitseerimisreegleid.

Pensionifondidel on lubatud raha, hoiuseid ja muid rahaturuinstrumente investeeringutena kasutada erineval määral. Ungari ja Läti on ainsad riigid, kus

hoiused ei ole piiratud (ainult ühes pangas hoiustatud summale on piirang vastavalt 20% ja 15%), ehkki Ungaris ei tohi sularaha igapäevane lõpusaldo ületada 500 000 forinti. Kõikides teistes riikides kehtivad hoiustele erinevad limiidid: Poolas 20%, Sloveenias 30% ja Eestis 35%. Piirangud kehtivad ka ühes pangas või pangakontsernis hoitava hoiuse osakaalule (Poolas 7,5% ja 5%, Sloveenias 10%, Eestis 5% ja Lätis 10%). Sloveenia piirab ka rahasse või nõudehoiustesse investeeritud summat 3%-ni koguvaradest, Eestis tohib rahaturuinstrumente kasutada kuni 25% ulatuses.

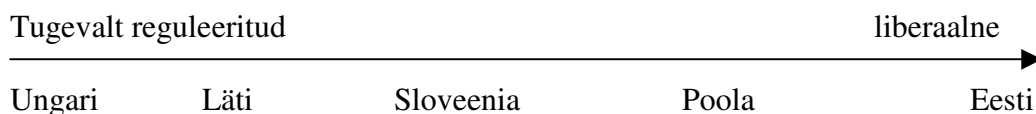
Kesk- ja Ida-Euroopa riikides üldiselt püsitud instrumentidele maksimumi kehtestatud ei ole, kuid teatavate püsitud instrumentide kasutamine on reguleeritud. Üldiselt eristatakse püsitud instrumente emitendi järgi, kuid mõnes riigis ka investeerimisreitingu järgi (Eestis on piiratud investeerimine väärtpaberitesse, mille reiting on allpool investeerimisjärku taset või ilma reitinguta, 30%-le koguvaradest).

Eesti teise samba pensionifondid tohivad riigi poolt emiteeritud või tagatud väärtpaberitesse investeerida kuni 35% oma varadest ja Eesti on ka ainus riik, kus riigi püsitud instrumentidesse investeerimist piiratakse. Sarnaselt on Poolas reguleeritud riigikassa või riigipanga tagatisega väärtpaberid — ükski võlakiri, laen, hoius ega krediit ei tohi ületada 10% pensionifondi varadest. Poolas ja Ungaris on piiratud kohalike omavalitsuste võlakirjad (vastavalt 30% ja 10%). Ungaris ei tohi ettevõtete võlakirjad ületada 10% (pankade poolt emiteeritud võlakirjaväärtpabereid ei võeta arvesse).

Siinkohal tuleb märkida, et Ungaris kehtivad kõik näitajad eraldi Ungari ja välismaistele väärtpaberitele (nii et ettevõtete või kohalike omavalitsuste võlakirjadesse tohib investeerida 20%, kuid ainult 10% Ungari kohalike omavalitsuste või ettevõtete võlakirjadesse). Ka hüpoteekvõlakirjadesse investeerimine on Ungaris keelatud — nendesse tohib investeerida kuni 25% koguvaradest.

Investeeringutele kehtib veel teisigi kvantitatiivseid reegleid, näiteks Ungaris ei tohi börsivälised aktsiad ning ettevõtete ja kohalike omavalitsuste võlakirjad (nii välismaised kui kodumaised) ületada igaüks eraldi 10% ja kokku 30% pensionifondi varadest. Poolas kehtib riikliku investeerimisfondi aktsiatele piirang 10%.

Kui varasemates jaotistes vaatlesime liberaalsuse taset regulatsiooni puudumise või riskantsematesse instrumentidesse lubatud suuremate investeeringute kaudu, siis selles jaotises keskendume püsitud- ja muudele madala riskitasemega instrumentidele (hoiused ja raha). Riigid, kus madala riskiga instrumentid on rohkem piiratud, suunavad pensionifonde rohkem kapitaliturul riske võtma ja seetõttu võime neid teataval määral õigustatult lugeda liberaalsemateks.



Teine küsimus on Kesk- ja Ida-Euroopa riikides pensionifondide diversifitseerimiseks kehtestatud reeglid. Need reeglid seisnevad piirangutes pensionifondi varadele, mida tohib investeerida ühte väärtpaberisse või instrumenti. Selliseid reegleid kehtestatakse üldjuhul kahel viisil, kuigi kõikides Kesk- ja Ida-Euroopa riikides on need reeglid

kasutusel. Esiteks võidakse seada üldine piirang kõikidele väärtpaberitele. Teiseks võib reguleerija otsustada eri väärtpaberitele erinevad piirangud olenevalt väärtpaberite suhtelisest riskitasemest või seda liiki väärtpaberitele juba kehtestatud piirangutest.

Ungaris, Eestis, Poolas ja Sloveenias kehtib esimene üldreegel: kõikidele ühe juriidilise isiku poolt emiteeritud väärtpaberitele on üks limiit (Ungaris 10% ja ülejäänud kolmes riigis 5% pensionifondi koguvaradest), millest keskvalitsuse emiteeritud väärtpaberid jäävad tavaliselt välja. Ungaris lubab täiendav reegel investeerida sama juriidilise isiku kõikidesse väärtpaberitesse (välja arvatud valitsuse võlakirjad) kuni 10%.

Lätis kehtib teine reegel: eri emitentidele on erinevad piirangud. Kõrgema riskitasemega emitentidele nagu kohalikud omavalitsused kehtib madalam limiit (5%), teistele kõrgem — ettevõtete väärtpaberitele 10%, pankadele 15% ja valitsuse või rahvusvaheliste organisatsioonide väärtpaberitele 35%. Läti süsteem on nende kahe diversifitseerimisreegli kombinatsioon ning piirab investeringuid nii emitentide kui ka väärtpaberite liikide lõikes. Ühe emitendi kapitaliväärtpaberitesse tohib investeerida kuni 5%, sama kehtib ka investeerimisfondide osakute kohta. Kahe piirangu vastuolu korral (näiteks panga kapitaliväärtpaberid) rakendatakse madalamat limiiti (vaadeldaval juhul võib pensionifond paigutada 15% X panga väärtpaberitesse, kuid ainult 5% selle panga aktsiatesse). Eespool nimetatud reeglid hoiuste kohta moodustavad samuti osa üldisest diversifitseerimispiirist, seega tähendab 10% investeerimine ühe panga hoiustesse ja 5% investeerimine sama panga aktsiatesse, et selle panga võlakirjadesse ei tohi pensionifond enam raha paigutada.

Sloveenias kehtib üldine piirang 5% ühe emitendi kohta, kuid teatavatele varade klassidele kehtib madalam limiit. Organiseeritud turgudel mittekaubeldavatele väärtpaberitele, nt börsivälistele aktsiatele on limiit 1%, laenu ühele laenuvõtjale tohivad moodustada 2%.

Usaldatavusnormatiivid kehtestati pensionireformi käigus kõikides Kesk- ja Ida-Euroopa riikides. Nende hulka kuuluvad üldised viited ettevaatuspõhimõtetele või sarnased kohalikud regulatsioonid (peamiselt kõikide fondijuhtide kohustus investeerida teiste inimeste raha nii, nagu nad investeeriksid enda raha). Kuid usaldatavusnormatiivide teine külg on rida kvantitatiivseid piiranguid, mis sätestavad, mida pensionifondid oma rahaga teha ei tohi. Siin on üldiseks reegliks investeringute piiramine äriühingutesse, mis on kuidagi seotud fondijuhiga või tema teenusepakkujatega.

Need reeglid on muidugi väga erinevad, arvestades pensionifondide erinevat õiguslikku staatust eri riikides. Näiteks Ungaris kuuluvad pensionifondid fondi liikmetele, kuid fondi nimi laenatakse sageli “sponsoritelt”, ning sel juhul on varahaldurid sponsoriga samasse kontserni kuuluvad äriühingud.

Eestis on reeglid üsna lihtsad: pensionifonde juhib fondivalitseja ja fondi varade hulka võib kuuluda kuni 5% sama fondivalitseja osakuid ja aktsiaid ning 30% fondivalitsejaga ühte kontserni kuuluva äriühingu osakuid ja aktsiaid.

Poolas on pensionifondidel keelatud investeerida fondivalitsejaga samasse kontserni kuuluva äriühingu väärtpaberitesse.

Kokkuvõte

Selles peatükis püüdsime anda ülevaate varade klasside regulatsioonist kõikides Kesk- ja Ida-Euroopa riikides, kus on otsustatud teise samba pensioniüksused luua. Ehkki reeglid muutuvad pidevalt, on enamikus riikides pensionifondide investeringute reguleerimisel suund peamiselt kvantitatiivsetele piirangutele, mida muudavad ka usaldusnormatiivid. Üldiselt on kõigis viies riigis teatavale varade liikidele kehtestatud piirangud sarnased. Teatavad piirangud on seatud välisinvesteringutele, kapitaliväärtpaberitele, kinnisvarale ja tuletisväärtpaberitele. Mõnedes riikides on regulatsioon rangem ja kui Sloveenia välja arvata, kehtivad teise samba pensioniüksustele (võrreldes kolmanda samba pensioniüksustega) eraldi rangemad reeglid.

↑	Välisinvesteringud	Kapitaliväärtpaberid	Tuletisväärtpaberid	Investeeringufondid	Kinnisvara	Muu
Liberaalsus	Sloveenia	Poola	Eesti,	Läti	Sloveenia	Eesti
	Eesti	Ungari	Läti	Sloveenia	Eesti	Poola
	Ungari	Eesti	Ungari	Ungari	Ungari	Sloveenia
	Läti	Sloveenia	Poola,	Eesti	Poola,	Läti
	Poola	Läti	Sloveenia	Poola	Läti	Ungari

Ehkki me ei leidnud täielikult liberaalseid või mitteliberaalseid riike, näib, et erinevaid varade liike reguleeritakse eri riikides erinevalt — Poolas on suhteliselt liberaalselt reguleeritud investeringud kapitaliväärtpaberitesse, välisinvesteringud aga rangelt piiratud. Sloveenias ei ole aga välisinvesteringutele üldse kvantitatiivseid piire, kuid kapitaliväärtpaberite osas on reguleerijad ranged.

Kolmanda samba pensioniüksused

Nagu eelmises jaotises teise samba pensionifondide puhul analüüsitaks selles jaotises kolmanda samba pensionifondide välisinvesteringutele, kapitaliväärtpaberitesse ja tuletisväärtpaberitesse, investeeringufondide osakutesse ja kinnisvarasse tehtavatele investeringutele seatud õiguslikke piiranguid ja muid küsimusi. Riike vaadeldakse samamoodi reguleerituse ja liberaalsuse skaalal.

Välisinvesteeringud

Kolmanda samba pensionifondide puhul saab välisinvesteeringuid piirata samal kolmel viisil nagu teise samba puhul:

1. piirates välisturge, millesse pensionifondid võivad investeerida;
2. piirates välisinstrumente, millesse pensionifondid võivad investeerida;
3. piirates pensionifondide varade hulka, millega nad võivad välisinvesteeringuid teha.

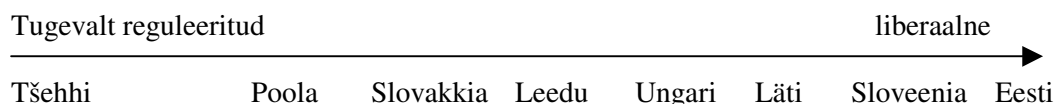
Esimest varianti kasutavad Tšehhi, Eesti, Läti, Leedu ja Sloveenia. Nendes riikides võib investeringuid teha järgmistel välisturgudel: OECD riigid (Tšehhi), euroriigid (Leedu), Euroopa Liidu riigid (Sloveenia), ELi, EMP ja Balti riigid (Läti) ning EMP ja IOSCO liikmesriigid (Eesti).

Teist varianti kasutab ainult Tšehhi, lubades investeerida ainult välisriikide valitsuste ja keskpankade võlakirjadesse. See reegel koos eelmise piiranguga, mille kohaselt tohib investeerida ainult OECD liimesriikides, vähendab välisriigi riski ja välismaiste väärtpaberite riski miinimumini. Ehkki kvantitatiivsed piirangud puuduvad, muudab välisinvesteeringute vähene võimalus Tšehhi eeskirjad kõige vähem liberaalseks.

Kolmandat varianti kasutatakse paljudes riikides (kuid erinevalt teise samba pensionifondidest mitte kõigis). Selles suhtes on Poola kõige rangem, lubades välismaal investeerida vaid 5% pensionifondi varadest. Slovakkia seadis piiri 15%-le koguvaradest, Ungari ja Leedu otsustasid 30%-lise piiri kasuks. Lätis kehtib sarnaselt teise samba regulatsioonile 30%-line vääringute vastavuse piirang. Eestis, Sloveenias ja Tšehhis ei ole välisinvesteeringutele üldse kvantitatiivset piirangut seatud. Eespool kirjeldasime nendes riikides kohaldatavaid riigispetsiifilisi piiranguid.

Ungaris kehtivad kolmanda samba puhul sarnased reeglid nagu kirjeldatud eelmises osas teise samba kohta. Mitte-OECD riikidesse ei tohi investeerida rohkem kui 20% koguvälisinvesteeringutest. Poola kohta on oluline märkida, et 2003. aastal tõsteti välisinvesteeringute piiri ELi riikide osas 5%-lt 30%-ni. Seega otsustas ka Poola kombineerida esimese ja kolmanda variandi piiranguid.

Kokkuvõtteks on kõikides Kesk- ja Ida-Euroopa riikides välisinvesteeringutele mingi piirang kehtestatud. Kõige liberaalsem riik (Eesti) lubab peaaegu kõiki välisinvesteeringuid (Rahvusvahelisel Väärtpaberijärelevalve Organisatsioonil ehk IOSCO-l on 102 liiget). Kõige vähem liberaalne riik (Tšehhi) lubab investeerida ainult OECD riikide valitsuste või keskpankade võlakirjadesse.



Investeeringud kapitaliväärtpaberitesse

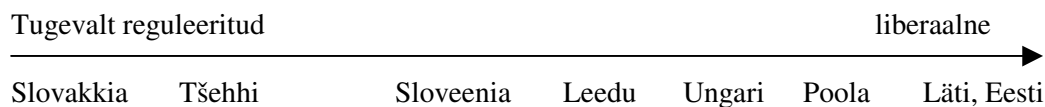
Mõned Kesk- ja Ida-Euroopa riigid on otsustanud kolmanda samba vabatahtlike pensionifondide investeeringuid kapitaliväärtpaberitesse mitte piirata. Nendes riikides (Eesti, Läti, Poola) võivad kodumaised kapitaliväärtpaberid moodustada kogu pensionifondi portfelli. Järgmises peatükis vaatleme, kuidas pensionifondid neile õigusaktidega antud vabadust kasutavad.

Ülejäänud viies riigis on asjaomaste seaduste ja eeskirjadega kehtestatud kvantitatiivne maksimumpiir. See piir on üsna erinev — alates Slovakkia 20%-st kuni Ungari 60%-ni (Tšehhis 25%, Sloveenias 30%, Leedus 40%).

Investeeringufondide küsimus puudutab ka kolmanda samba regulatsiooni. Slovakkias ja Tšehhis reguleeritakse aktsiaid ja investeeringufondide osakuid ühtselt, st maksimumpiir kehtib aktsiatele ja investeeringufondide osakutele kokku. Tegelikult

on see veelgi piiravam lähenemine. Sloveenia reguleerijad asusid sarnasele seisukohale. Ungaris kehtib kolmanda samba pensionifondidele sama reegel nagu teise samba fondidele (investeerimisfondide investeringuid kapitaliväärtpaberitesse käsitletakse pensionifondi kapitaliväärtpaberi-investeeringute osana, kuid investeerimisfondide püsitudinvesteeringuid mitte).

Balti riikides ja Poolas investeerimisfonde kapitaliväärtpaberitega seonduva riski suhtes kolmanda samba pensionifondide puhul ei reguleerita.

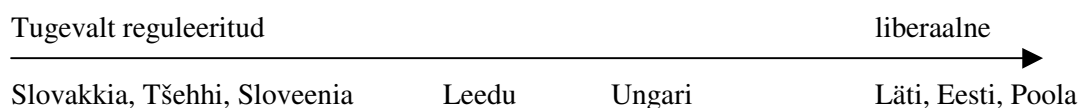


Tuletisväärtpaberid

Kesk- ja Ida-Euroopas on riike, kus tuletisväärtpaberid on selgesõnaliselt keelatud, näiteks Sloveenia, ja kus neid võimalike investeerimisinstrumentide hulgas ei mainita, nagu Tšehhi ja Slovakkia.

Mõnes riigis on tuletisväärtpaberitega lubatud ainult riskide maandamine tingimusel, et pensionifond omab vastava tuletisväärtpaberiga seonduvat instrumenti (enamasti aktsiad). Nende riikide hulka kuuluvad Poola, Ungari, Läti ja Eesti. Leedus kehtib tuletisinstrumentidele täiendav piirang 10%.

Lätis ei tohi repo- ja pöördreotehingute tulemusena tekkida kohustusi, mille suurus ületab 50% pensionifondi varadest. Ungari eeskirjades on loetletud rida muid tuletisväärtpaberitehinguid (nagu repotehingud ja vahetuslepingud), millele kehtivad teistsugused kvantitatiivsed piirangud (20% ja 10%). Üldine reegel on, et tuletisväärtpaberitesse tohib investeerida üksnes tegelikult fondile kuuluvate väärtpaberitega — passiivne repo, väärtpaberivahetus, börsifutuurid ja optsioonid, millega ei võeta “lühikest” positsiooni.



Kinnisvara

Kinnisvarainvesteeringud on keelatud Poolas ja Leedus. Kõikides teistes Kesk- ja Ida-Euroopa riikides lubatakse kolmanda samba pensionifondidel kinnisvarasse investeerida, kuid kõikjal välja arvatud Tšehhis kehtivad kinnisvarainvesteeringutele piirangud, mis on sätestatud protsendina fondi koguvaradest.

Need piirangud varieeruvad Slovakkia 10%-st kuni Ungari 30%-ni. Eestis on lubatud piir 20% ja Lätis 15%. Piirangud on ka ühte kinnisvaraobjekti maksimaalselt investeeritavale summale. Tšehhis ja Eestis on see piir 5%, Sloveenias ja Lätis 10%. Slovakkias ja Ungaris on kogu lubatud piir 10% ning ühe kinnisvaraobjekti piirangut ei peetud seetõttu otstarbekaks kehtestada.

Lisaks sellele loetakse Ungaris kinnisvarainvesteeringuteks ka investeeringuid investeerimisfondide osakutesse, kui investeerimisfond investeerib peamiselt kinnisvarasse. See tähendab, et 10% sisse peavad ära mahtuma pensionifondi enda kinnisvarainvesteeringud ja kinnisvaraga tegelevate investeerimisfondide osakutesse tehtud investeeringud.



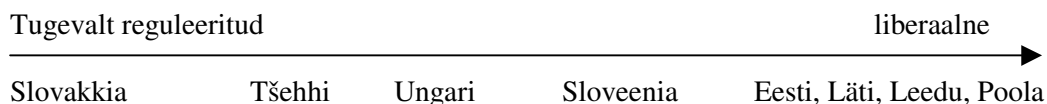
Investeerimisfondid

Balti riikides ja Poolas ei ole sätestatud piiri pensionifondi varadele, mida tohib investeerimisfondidesse investeerida. See regulatsiooni puudumine on kolmes riigis paralleelne kapitaliväärtpaberite piiranguga.

Ungaris ja Sloveenias kehtivad teise ja kolmanda samba pensionifondidele investeerimisfondidesse investeerimisel sarnased piirangud ning kõike, mida eelmises peatükis nende kohta kirjutati, võiks siinkohal korrata. Tšehhis ja Slovakkias on piirangud kapitaliväärtpaberitele seatud kombinatsioonina investeerimisfondide osakutega, seega on vastavad 20% ja 25% limiidid ühtlasi investeerimisfondide limiidid.

Kokkuvõtteks ei kehti kaheksast neljas Kesk- ja Ida-Euroopa riigis piiranguid investeerimisele investeerimisfondidesse, ülejäänud neljas on sellised piirangud olemas: Slovakkias 20%, Tšehhis 25%, Ungaris 50% ja Sloveenias 40+30%.

Piirangud on seatud ka varade osakaalule, mida pensionifond tohib investeerida ühte investeerimisfondi. Eestis on see piir 5%, Ungaris 10% ja Poolas suletud fondide puhul 2% (avatud fondidele piirangut kehtestatud ei ole).



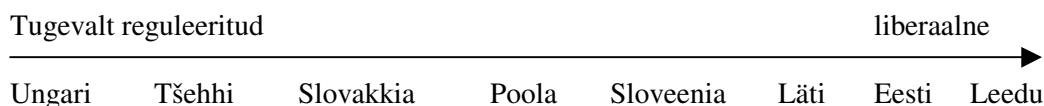
Muud investeerimiseeskirjad

Enamikus riikides piiratakse püsituluväärtpabereid ja hoiuseid samuti nagu teise samba puhul. Näiteks Eesti — sama 35% piirang valitsuse võlakirjadele, Sloveenia — 30% piirang hoiustele nagu ka teise samba puhul, Ungari — samuti sarnaselt teise samba eeskirjadega, mis puudutavad kohalike omavalitsuste, ettevõtete ja hüpoteekvõlakirju, Poola — samuti 10% piirang valitsuse või keskpanga tagatud võlakirjadele, ja Leedu, kus hoiusesertifikaatide piir on 10% ja mitteedasiantavatele hoiustele 25%. Leedu piirab ka valitsuse ja kohalike omavalitsuste võlakirjadesse investeerimist 30%-le ja ettevõtete võlakirjadesse investeerimist 15%-le. Slovakkias kehtib 20% piirang võlateadetele.

Mõnes Kesk- ja Ida-Euroopa riigis kehtivad piirangud väärtpaberitele, millega ei kaubelda organiseeritud turgudel (nt börsivälised aktsiad). Ungaris on börsiväliste aktsiatele kehtestatud 10% piirang (samuti nagu teise samba puhul), Slovakkias

(jällegi sarnaselt teise samba reegluga) kehtib kõikidele börsivälistele väärtpaberitele 10% piirang.

Nagu ka teise samba pensioniüksuste puhul, on muid investeringuid käsitlevaid eeskirju kõige raskem liigitada. Leiame, et riskantsemate investeringute piiramine ja “riskivabadeks” peetavate investeringute (nt valitsuse võlakirjad) reguleerimata jätmine tähendab konservatiivsemat lähenemist.



Kõikide Kesk- ja Ida-Euroopa pensionifondide suhtes kehtivad diversifitseerimisreeglid. Enamik riike on kehtestanud üldreeglid kõikide väärtpaberite kohta; teatavatele instrumentide liikidele kehtivad madalamad limiidid. Ühe emitendi üldine piirang on Leedus ja Sloveenias 5% ning Tšehhis, Slovakkias, Poolas, Ungaris, Lätis ja Eestis 10%.

Lisaks sellele on piiratud investeringud ühte emitenti protsendina emissiooni suuruselt. See piir on Leedus ja Lätis (kapitaliväärtpaberite osas) 10%, Tšehhis 20% ja Lätis 25%.

Sloveenias kasutatakse eripiirangut 1% börsivälistele väärtpaberitele ja 2% sama emitendi või laenuvõtja laenudele. Eespool käsitleti Eestis ja Tšehhis kehtivaid erinevaid, rangemaid reegleid investeringutele ühte kinnisvaraobjekti. Erinevad eeskirjad kehtivad ka sama panga hoiustele Eestis (10%), Sloveenias (10%), Slovakkias (25% ja 40% panga omakapitalist — välja arvatud hoiupankade puhul) ja Ungaris (20% koos kõikide panga väärtpaberitega, raha välja arvatud).

Usaldatavusnormatiivid olenevad väga paljus pensioniüksuse õiguslikust staatusest — nagu eespool mainitud ka teise samba pensionifondide kohta. Kui pensionifondid on *de facto* investeerimisfondid, mida juhib fondivalitseja, on reeglid rangemad (nagu Eestis). Kui pensionifond on fondi enda liikmetele kuuluv mittetulundusorganisatsioon, on reeglid leebemad (nagu Ungaris).

Eestis ei tohi pensionifondi juhtiva fondivalitseja äriühingu enda poolt emiteeritud investeerimisfondi osakud ületada 50% pensionifondi varadest. See reegel on selgelt palju leebem kui Eesti teise samba fondide kohta kehtiv reegel. Leedus ei tohi pensionifondi kontrollivate isikute poolt emiteeritud väärtpaberid ületada 25%. Lätis ei tohi investeringud pensionifondiga samasse kontserni ületada 5%. Poolas ei tohi töötajate ühingu või tema sidusettevõtja aktsiad (st fondi omainvesteering) ületada 5% fondi koguvaradest, kui nende aktsiatega ei kaubelda organiseeritud turgudel. Vastupidisel juhul on limiit 12,5%.

Kokkuvõte

	Välisinvesteeringud	Kapitaliväärtpaberid	Tuletisväärtpaberid	Investeerimisfondid	Kinnisvara	Muu
	Eesti	Eesti, Läti	Eesti, Poola, Läti	Eesti, Läti, Leedu, Poola	Tšehhi	Leedu
	Sloveenia				Sloveenia	Eesti

Läti	Poola			Eesti	Läti
Ungari	Ungari	Ungari		Läti	Sloveenia
Leedu	Leedu	Leedu	Sloveenia	Slovakkia	Poola
Slovakkia	Sloveenia	Tšehhi,	Ungari	Ungari	Slovakkia
Poola	Tšehhi	Slovakkia,	Tšehhi	Leedu,	Tšehhi
Tšehhi	Slovakkia	Sloveenia	Slovakkia	Poola	Ungari

Tabelist on selgelt näha, et pensionifondide regulatsiooni osas ei ole “täiesti liberaalseid” ega “täiesti piiravaid” riike. On riigid, mis suhtuvad kolmanda samba pensionifondide investeringutesse üldiselt liberaalselt (eelkõige Eesti, kuid ka Läti) ja riigid, mille suhtumine on peamiselt piirav (Tšehhi või Slovakkia).

On huvitav, et mõned riigid kasutavad kombineeritud lähenemist (mõne instrumendi puhul liberaalset ja teiste puhul konservatiivset). Näiteks on Poola kapitaliväärtpaberite suhtes liberaalsete riikide hulgas, kuid välisinvesteeringute ja kinnisvara osas on nad ühed konservatiivsemad. Sloveenia, vastupidi, on liberaalne välisinvesteeringute ja kinnisvara osas, aga mitte kapitaliväärtpaberite jms osas.

Ungari ja Leedu on pidevalt skaala keskel — nad ei ole teiste Kesk- ja Ida-Euroopa riikidega võrreldes ei liberaalsed ega ka konservatiivsemad. Kui kõige halvemini määratletud või mõõdetav kategooria “muud investeeringud” välja jätta, on Ungari ja Leedu mõlemad skaala keskel. Ehkki kõik teised riigid muudavad oma asendit skaalal, võib kolmanda samba pensioniüksuste investeeringute regulatsioonis üldjoontes eristada kolme peamist kategooriat.

Kõigepealt kõige piiravam regulatsioon, mille puhul pensioniüksused on enamikus aspektides rohkem reguleeritud kui teistes riikides. Nagu eespool mainitud, on parimaks näiteks Tšehhi ja Slovakkia.

Teise gruppi kuuluvad riigid, kus investeeringute regulatsioon on kombineeritud — Poola, Sloveenia ja Ungari.

Kolmandasse gruppi kuuluvad riigid, kus investeerimiseeskirjad on üldiselt liberaalsemad — Balti riigid, millest parim näide on ilmselt Eesti.

Kokkuvõte

Investeeringute õiguslikust piiramisest rääkides käsitlesime kolme asja:

1. usaldatavusnormatiivid seoses sama kontserni investeeringutega;
2. diversifitseerimisreeglid ja piirangud ühe emitendi väärtpaberitele;
3. kvantitatiivsed piirangud varade klassidele ja riskidele.

Keskendusime peamiselt kolmandale küsimusele, püüdes määratleda riskikartlikumaid ja avatumaid regulatiivraamistikke. Esiteks tegime kindlaks, et teise samba pensionifonde reguleeritakse rangemalt kui kolmanda samba fonde. Ainsaks erandiks on Sloveenia, kus kehtib ühtne regulatsioon. Teise samba erafondidega riikide kohta võib aga üldiselt öelda, et kui Ungaris on erinevus vähem ilmne, siis ülejäänud kolmes riigis on teise samba kohustuslikud pensionifondid palju reguleeritumad kui kolmanda samba fondid.

Teiseks leidsime, et mitte ühegi riigi regulatiivsüsteem ei ole täielikult liberaalne ega konservatiivne. Valisime õigusliku regulatsiooni kuus aspekti ning vaatlesime nende alusel nii teise kui ka kolmanda samba pensionifonde. Üldine järeldus on, et mõned riigid on ühe aspekti osas (nt välisinvesteeringud) liberaalsemad ja teiste osas (nt investeeringud kapitaliväärtpaberitesse) konservatiivsemad. Kõige kokkuvõtlikum järeldus, mida saab teha, on, et mõne Kesk- ja Ida-Euroopa riigi süsteem on teiste riikidega võrreldes üldiselt vähem piirav — need riigid on Eesti ja Läti.

Kolmandaks leidsime, et ilma teise samba pensionfondideta riikides (teise samba puudumine on mõnel juhul tingitud poliitilise algatuse puudumisest ehk teisisõnu vähem liberaalsest lähenemisest pensionisüsteemile) on kolmanda samba fondid üldiselt rohkem reguleeritud. See kehtib eelkõige Tšehhi ja Slovakkia kohta.

Teine samm	Kapitaliväärtpaberid	Investeeringufondid	Tuletisväärtpaberid	Välisinvesteeringud	Kinnisvara	Raha ja hoised	Muu
Poola	Noteeritud: 50% (börsivälised: 10%) Riikliku Investeeringufondi (NIF) aktsiad: 10% {kõik investeeringud kapitaliväärtpaberitesse, sh kapitaliväärtpaberitesse, NIFi aktsiatesse ja investeeringufondidesse: 60%}	Suletud fondid: 10% Üks suletud fond: 2% Avatud fond: 15% Üks avatud fond: 5%	Keelatud	5%	Keelatud	Pangahoised: (sh panga väärtpaberid): 20% Sama pank: 7,5% esimene ja 5% järgmised	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 5% Riigikassa või riigipanga tagatud võlakirjad, laenud, krediit, hoised: 10% Kohalike omavalitsuste võlakirjad: 15%
Ungari	50% (*börsivälised väärtpaberid: 10%)	50% Sama fond: 10% Sama fondijuht: 30%	Ainult riskide maandamiseks või arbitraažiks	30% Mitte-OECD riigid: 20% välisinvesteeringutest *Börsivälised aktsiad: 10% *Ettevõtete võlakirjad (v.a pankade võlakirjad): 10% *Kohalike omavalitsuste võlakirjad: 10%	Ainult kinnisvara-investeeringufondide osakud: 10%	Üks pank (sh panga väärtpaberid): 20% Raha: 500 000 forinti	Kõik võlakirjad: sama emitent: 10% ja 10% kogu emissioonist *Ettevõtete võlakirjad (v.a panga võlakirjad): 10% *Kohalike omavalitsuste võlakirjad: 10% Hüpoteekvõlakirjad: 25% Repod: ainult passiivsed: 20% * tähistatud: kokku 30%
Sloveenia	30% (koos investeeringufondide osakutega) sama emitent: 5% Börsivälised väärtpaberid: 1%	Üle 50% varadest püsituluga: 40% Üle 50% varadest mitte püsituluga: Üks pank: 30%	Keelatud	Ainult ELi ja OECD riigid	30% Üks investeering: 10%	Hoised: 30% Üks pank: 10% Raha või nõudehoised: 3%	Kõik väärtpaberid: sama emitent 5% Väärtpaberid, millega organiseeritud turgudel ei kaubelda: 10%, sama emitent: 1% Tagatisega laenud: 5% (üks laenuvõtja: 2%)

Teine samm	Kapitali-väärtpaberid	Investeeringis-fondid	Tuletis-väärtpaberid	Välis-investeeringud	Kinnisvara	Raha ja hoiused	Muu
Eesti	50% (sh investeerimis-fondide osakud)	30% Üks fond: 5% Kinnisvara-fondid: 10%	Ainult riskide maandamiseks	Vääringute vastavus: 70% (eurodele piiranguteta) Mitte-OECD või mitte-EMP riigid: 30% Ainult mitte-OECD ja mitte-EMP turgudel kaubeldavad: 20% (sh investeeringud välisinvesteeringu-fondidesse)	10% Üks objekt: 2%	Hoiused. 35% Üks pank: 5%	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 5% Fondivalitsejaga sama fondi emiteeritud aktsiad ja osakud: 5% Fondivalitsejaga sama kontserni emiteeritud aktsiad ja osakud: 5% Rahaturg: 25% Riigi emiteeritud või tagatud väärtpaberid: 10% Madala reitinguga võlad: 30%
Läti ¹	30% Üks emitent: 5% Avalik esmasemissioon: 20%	Üks fond: 5%	Ainult riskide maandamiseks	Vääringute vastavus: 70% Mittevastavad vääringud: 10% ainult OECD, ELi, EFTA ja Balti riigid	Keelatud	Üks pank: 10%	Kõik väärtpaberid: sama emitent: valitsus või rahvusvaheline organisatsioon: 35%, pangad 15%, ettevõtted: 10%, omavalitsused: 5% Üks emitent: 10% Laenud on keelatud

¹ Kuni 31. detsembrini 2002 juhtis teise samba pensione riigikassa üksinda ning investeeris ainult pangahoiustesse ja valitsuse väärtpaberitesse.

Kolmas samm	Kapitali-väärtpaberid	Investeeringis-fondid	Tuletis-väärtpaberid	Välis-investeeringud	Kinnisvara	Raha ja hoised	Muu
Tšehhi	25% (sh investeerimisfondides osalemise sertifikaadid)	25% (sh aktsiad)	Keelatud	Ainult OECD riigid Ainult valitsuse või pankade võlakirjad	Üks investeering: 5%	Hoiused: sama pank: 10%	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 10% ja 20% kogunominaalväärtusest
Slovakkia	20% (sh investeerimisfondides osalemise sertifikaadid)	20% (sh aktsiad)	Keelatud	15%	10%	Hoiused: sama pank: 25%, 40% panga omakapitalist	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 10% Võlateated: 20%
Poola	Omainvesteeringud: börsivälised: 5% Osaliselt kaubeldavad: 12,5%	Üks suletud fond: 2%	Ainult riskide maandamiseks	5%	Keelatud	Hoiused: sama pank: 7,5% kontserni ja 5% ühe panga puhul	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 5% Riigikassa või riigipanga tagatud võlakirjad, laenu, krediit, hoised: 10%
Ungari	60% (börsivälised: 10%)	50% Sama fond: 10% Sama fondijuht: 30%	Ainult riskide maandamiseks ja arbitraaziks	30% Mitte-OECD riigid: 20% välis-investeeringutest *Börsivälised aktsiad: 10% *Ettevõtete võlakirjad (v.a pankade võlakirjad): 10% *Kohalike omavalitsuste võlakirjad: 10%	10% (sh kinnisvara-investeeringis-fondid)	Sama pank (sh pankade väärtpaberid, kuid mitte raha): 20%	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 10% *Ettevõtete võlakirjad (v.a pankade võlakirjad): 10% *Kohaline omavalitsuste võlakirjad: 10% Hüpoteekvõlakirjad: 25% Repod: ainult passiivsed: 20% Vahetuslepingud: 10% *tähistatud: kokku 30%

Kolmas samm	Kapitali-väärtpaberid	Investeeringis-fondid	Tuletis-väärtpaberid	Välis-investeeringud	Kinnisvara	Raha ja hoiused	Muu
Sloveenia	30% (sh investeerimis-fondide osakud) Sama emitent: 5% Börsivälised: 5% Sama emitent: 1%	Üle 50% varadest püsituluga: 40% Üle 50% varadest mitte püsituluga: 30%	Keelatud	Ainult ELi ja OECD riigid	30% Üks investeering: 10%	Hoiused: 30% Sama pank: 10% Raha või nõudehoiused: 3%	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 5% Väärtpaberid, millega organiseeritud turgudel ei kaubelda: 10% Sama emitent: 1% Tagatisega laenud: 5%, üks laenuvõtja 2%
Eesti	Sama emitent: 10%	Üks fond: 5%	Ainult riskide maandamiseks	Ainult EMP ja IOSCO riigid	20% Üks investeering: 5%	Hoiused: sama pank: 5%	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 10% Riigi emiteeritud või tagatud väärtpaberid: 35% Fondivalitsejaga samasse kontserni kuuluva fondi aktsiad või osakud: 50%
Läti	Sama emitent: 10% ja 10% kogu emissioonist	Üks fond: 10% ja 10% kogu emissioonist	Ainult riskide maandamiseks	Vääringute vastavus: 70% Iga mittevastav vääring: 10% Ainult OECD, ELi, EMP ja Balti riigid	15% Üks investeering: 10%	Hoiused: sama pank: 25%	Kõik väärtpaberid: sama emitent: riik või rahvusvahelise organisatsioon: 35%, pangad 20%, ettevõtted: 10%, kontsern: 25% Fondivalitsejaga samasse kontserni kuuluva fondi väärtpaberid: 5% Laenud on keelatud
Leedu	40%		Ainult riskide juhtimiseks 10%	30% ainult euro- ja OECD riigid	Keelatud	Hoiu-sertifikaadid: 10% Mitte-edasiantavad hoiused: 25%	Kõik väärtpaberid: sama emitent: 5% ja 10% emitendi väärtpaberite koguväärtusest Valitsuse võlakirjad: 30%, kohaliku omavalitsuse võlakirjad: 30%, ettevõtete võlakirjad: 15%, ainult lühiajalised laenud: 10%, fondi kontrollivate isikute väärtpaberid: 25%

Pensionifondide tegelik investeerimisportfell

Nagu eelmises peatükis selgitatud, reguleeritakse pensionifondide investeringuid õiguslike piirangutega fondide portfelli struktuurile. Käesolevas peatükis analüüsime nende piirangute täitmist ja ka fondide enda seatud investeerimispiiranguid.

Mõnedel eelmises peatükis mainitud põhjustel on fondide tegelikud investeringuportfellid veelgi piiratumad — nendeks põhjuseks on vähene diversifitseeritus, rohkemate riskide kartus (kursiriskid või välisriigiriskid) või pensionifondide tegevuse ülemäärane politiseeritus tekitavad kõik investeerimisel suuremat riskikartlikkust.

Nagu taas eespool mainitud, on mõnes riigis sätestatud minimaalne tasuvus, mis samuti sunnib pensionifonde suuremale riskikartlikkusele.

Käesolevas peatükis kombineeritakse OECD ühise küsimustiku abil saadud andmed muude allikate andmetega (vestlused fondijuhtidega, teenusepakkujatega ja järelevalveametnikega ning muud järelevalveasutuste poolt kogutud ja avaldatud andmed), andmaks parimat võimalikku hinnangut seitsme Kesk- ja Ida-Euroopa riigi teise ja kolmanda samba pensionifondide tegelikele portfellidele. Vaadeldakse seitset riiki, sest Leedus ei tegutsenud 2002. aasta lõpu seisuga ühtegi pensionifondi ja seega ei olnud ka andmeid, mida analüüsida.

Teise samba pensioniüksused

Järgmises tabelis on loetletud teise samba pensionifondide tegelikud investeeringud 2002. aasta lõpu seisuga. Andmed koguti pensionifondide reguleerijate hulgas OECD poolt läbiviidud küsitluse käigus. Kõik andmed pärinevad küsitluse vastustest — tühi lahter tähendab, et seda liiki pensionifondide kohta ei saadud vastust.

	KOGU- INVESTEERING	Raha ja hoiused	Avaliku sektori võlakirjad	Ettevõtete võlakirjad	Aktsiad	Investeeringufondid (kollektiivsed investeeringuskeemid)	Muud investeeringud
Eesti	11 082.19	1 606.41	4 408.20	2 167.10	965.96	1 923.80	10.72
Ungari	413.10	16.60	280.90	17.20	36.80	29.30	32.30
Läti	12.29	3.03	9.26				
Poola	30 971 847 034.38	1 287 449 776.61	20 697 156 439.62	367 258 724.51	8 613 319 593.64		6 662 500.00
Sloveenia	9 304 30	2 729.15	4 630.47	1 623.02	262.37	59.29	

(allikas: OECD küsimustik, vastustes kasutatud vääring: tuh. EUR, mlr HUF, mln LVL, PLN, mln SIT)

Täiendaval uurimisel suutsime eristada kodumaised ja välismaised väärtpaberid ning määratleda täpsemalt “muud investeeringud” juhtudel, mil need moodustasid koguinvesteeringutest oluline osa. Ka investeeringufonde vaatlesime lähemalt, et tuvastada, kas investeeringufondi osakutesse tehtud investeeringut liigitada välisinvesteeringuks, kapitaliväärtpaberitesse investeeringuks või mitte kummakski neist kahest variandist. Andmed on esitatud järgmises tabelis:

	Raha ja hoiused	Kodumaised valitsuse võlakirjad	Muu kodumaine püsitulu	Kodumaised aktsiad	Välismaised aktsiad	Välismaine püsitulu	Muud investeeringud
Eesti	14,5%	2,4%	11,1%	5,0%	13,3%	53,7%	0,1%
Ungari	4,0%	68,1%	13,7%	10,3%	3,7%	0,3%	
Läti	24,7%	75,3%					
Poola	4,2%	66,8%	1,0%	26,6%	1,2%	0,2%	
Sloveenia	29,3%	49,8%	17,4%	2,8%			0,6%

Huvitav on teada, mil määral õiguslikke piiranguid kasutatakse, ehk teisisõnu — mil määral pensionifondid näiteks lubatud kapitaliväärtpaberitesse tegelikult investeerivad. Sellest saab teha järelduse, kas riskantsetesse instrumentidesse investeerimise taseme otsustab tegelikult pensionifond või reguleerija.

Järgmises tabelis on loetletud investeerimispiirangute kaks olulist aspekti — investeeringud kapitaliväärtpaberitesse ja välisinvesteeringud.

Teine samm	Tegelik		Lubatud maksimum		Maksimumi kasutamine	
	kapitalivp.	välisinv.	kapitalivp.	välisinv.	kapitalivp.	välisinv.
Ungari	14,0%	3,9%	50%	30%	28%	13%
Poola	27,8%	1,4%	50%	5%	56%	28%
Eesti	20,4%	67,0%	50%	100%	41%	67%
Läti	0,0%	0,0%	30%	30%	0%	0%

Läti puhul oli riigikassa meie andmete kogumise ajal (2002. aasta lõpp) ikka veel ainus teise samba fondijuht ning tohtis investeerida hoiustesse ja valitsuse võlakirjadesse. Siit tuleneb ka lahknevus pensionifondidele (alates järgmisest aastast) lubatud taseme ja (eelmise aasta) vastavasse instrumenti tegelikult tehtud investeeringute vahel.

Eestis on teine eripära — kuna fondivalitsejail on seadusejärgne kohustus valitseda ühte fondi, mille portfell koosneb täielikult püsitudinstrumentidest ja fondiosakute omanikel on õigus fondi vabalt valida, kehtib piirang ainult ühte liiki fondi suhtes (kuni 50% kapitaliväärtpaberitega fondid, s.o kuus viieteistkümnest kohustuslikust pensionifondist), kuid kapitaliväärtpaberite tegelik osakaal on esitatud kõigi 15 fondi kohta. Kui arvestada varem osutatud fonditüübi eelistust, on piir tegelikult 32% ja maksimumi kasutamise määr on 64%. Eesti teise samba fondid on seega oma investeeringutes suhteliselt agressiivsed, kasutades lubatud riskiruumist kuni kahte kolmandikku.

Ülejäänud kahe riigi puhul on ilmne, et neil oleks veel liikumisruumi — kumbki pole mitte kummaski kategoorias ulatunud isegi 60%-ni seadusega lubatud maksimumist. Poola puhul on huvitav, et minimaalse tulususe reegel sunnib fonde võtma rohkem kapitaliväärtpaberitega seotud riske, välisriske ei soovita võtta aga suurte kulude tõttu.

Võib öelda, et ehkki õiguslike piirangute eesmärk on hoida pensionifonde liiga riskantsete investeeringute eest, on fondidel endal isegi vähem soovi riskeerida kui reguleerijad eeldasid. Mõnikord on see nii “peidetud” piirangute tõttu, näiteks minimaalse tulususe normi või maksustamise tõttu või reguleerijate ja ka avalikkuse keskendumise tõttu lühiajalisele perspektiivile.

Kolmas sammas	Tegelik		Lubatud maksimum		Maksimumi kasutamine	
	kapitalivp.	välisinv.	kapitalivp.	välisinv.	kapitalivp.	välisinv.
Tšehhi	6,2%	4,6%	25%	100%	25%	5%
Eesti	19,6%	38,4%	100%	100%	20%	38%
Ungari	11,7%	4,6%	60%	30%	20%	15%
Läti	5,9%	11,8%	100%	30%	6%	39%
Poola	26,7%	0,0%	100%	5%	27%	0%
Slovakkia	1,3%	7,2%	20%	15%	7%	48%
Sloveenia	2,9%	0,0%	30%	100%	10%	0%

Nagu teise samba fondide puhul, näitab tabel, mis määral pensionifondid kasutavad neile eeskirjadega antud võimalust riskantsetesse instrumentidesse investeerida. Järeldused on jällegi sarnased.

Arvestades, et kolmanda samba pensionifondide piirangud on vähem ranged kui teise samba fondide piirangud, eeldasime, et kolmanda samba fondid investeerivad riskantsetesse instrumentidesse rohkem. Kuid erinevus teise ja kolmanda samba fondide lähenemises ei olegi nii ilme. Suuremat liikumisruumi kasutatakse vähesel määral ning kõnealused seitse riiki ei ulatu oma investeringutelt isegi 50%-ni kapitaliväärtpaberitele või välisinvesteeringutele lubatud tasemest. Keskmiselt kasutatakse lubatud maksimumi isegi alla 25%.

Kui konservatiivsemat investeerimisstrateegiat soodustavad tegurid kokku võtta, siis seadusega kehtestatud kvantitatiivsed piirangud on vaid üks näide. Ülejäänud tegurite hulgas on:

- muud (“varjatud”) piirangud, nt garanteeritud tulusus või Poola näide välisinvesteeringute ning raha ja teiste portfelli väliste instrumentide piiramisest;
- õiguslike piirangute psühholoogiline toime ehk fondijuhtide arusaam, et kõike, mis on seadusega piiratud, tuleks pigem vältida;
- turuosaliste lühiajaline perspektiiv. See puudutab turuosalisi, kes hindavad oma fonde kvartaalse või aastase tulususe järgi; samasuguse lähenemisega fondijuhid, ning ka reguleerivad ise oma vasturääkivate avaldustega;
- pakkumise roll. Kesk- ja Ida-Euroopa riikides on kapitaliturud üldiselt väikesed. Kodumaiste kapitaliväärtpaberite investeringuid on raske diversifitseerida, sest aktsiaturud on väikesed, likviidseid aktsiaid on vähe ja sama kehtib ka püsituluinstrumentide kohta;
- välisturuinvesteeringud on piiratud kulukuse tõttu, välisturgude vähese tundmise ning teabe puudumise tõttu ning väikesest portfelist tuleneva vähese diversifitseerimisvõimaluse tõttu;
- pensionifondide väiksus piirab üldiselt diversifitseerimist — mitte ainult välisinvesteeringute tegemist, vaid ka kohalikesse varadesse diversifitseerimist. Seega on tegemist veel ühe teguriga, mis sunnib konservatiivselt investeerima.

Eesti

/joonis: Eesti

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitulu
kodumaised aktsiad
välismaised aktsiad
välismaine püsitulu
muu/

Kõige mitmekesisema tüüpilise teise samba pensionifondi portfelli võib leida Eestist. Ehkki püsituluinstrumentid moodustavad kogu portfellist 82%, moodustavad sellest omakorda üle kahe kolmandiku välismaised püsituluinvesteeringud.

Kapitaliväärtpaberitesse on investeeritud kokku 18% — ehkki otsesed investeeringud kapitaliväärtpaberitesse moodustavad ainult 9% — ja sellest kaks kolmandikku on välismaised.

Eesti fondide välismaiste instrumentide osakaal (68%) on kõikidest Kesk- ja Ida-Euroopa riikidest kõige suurem. Ehkki mõned välisinvesteeringud on teostatud investeerimisfondide osakute omandamise teel (nagu ka Ungaris), ostetakse Eestis (erinevalt Ungarist) tavaliselt välismaiste investeerimisfondide osakuid. Investeerimisfondide investeeringutest umbes 88% moodustavad välisinvesteeringud (ja üle poole investeeringud välismaistesse kapitaliväärtpaberitesse) ja ligi veerand välisinvesteeringutest toimub investeerimisfondide kaudu.

Välisinvesteeringutest ligi 75% on seotud ELi liikmesriikidega, 15% USA-ga, ainult 6% teiste Balti riikidega ja umbes 4% muude piirkondadega.

Ungari

/joonis: Ungari

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitulu
kodumaised aktsiad
välismaised aktsiad
välismaine püsitulu/

Asjaolu, et Ungari tüüpilisest teise samba pensionifondist 86% on investeeritud püsituluinstrumentidesse või rahasse, viitab selgelt riskikartlikule suhtumisele, mida tugevdab veelgi teadmine, et 79% püsituluinstrumentidest on Ungari valitsuse võlakirjad. Ungaris välismaiseid püsituluinvesteeringuid praktiliselt ei olegi. Teine huvitav asjaolu on, et üle poole kodumaistest püsituluinvesteeringutest (kui valitsuse võlakirjad välja arvata) on hüpoteekvõlakirjad — Ungari pensionifondide hulgas üha suuremat populaarsust koguvad instrumentid. Kommertsvõlakirjad moodustavad portfellist vaid 4% ning investeerimisfondide kaudu tehtud kodumaised püsituluinvesteeringud moodustavad täiendava 2%.

Enamik pensionifondide välisinvesteeringutest — arvestades nende väikest osakaalu pensionifondi portfellis ja sellest tulenevat väikest diversifitseerimisruumi — on teostatud investeerimisfondide kaudu. Ainult umbes 0,5% tüüpilise teise samba pensionifondide portfelist on otsesed välisinvesteeringud. Teisalt on peaaegu pool kõikidest investeerimisfondide osakutest välisinvesteeringud ja vaid 2-2% investeerimisfondide 7%-st on kodumaised püsituluväärtpaberid ja kodumaised kapitaliväärtpaberid. Ülejäänud moodustavad kinnisvara-investeeringud ja välismaised püsituluinvesteeringud, kuid need on samahästi kui olematud.

Kapitaliväärtpaberite osakaal 14% on suhteliselt väike ja sellest suurem osa on kodumaised aktsiad. Ungaris on enamik kapitaliväärtpaberite-investeeringutest (üle 8%) otseinvesteeringud. Kokku moodustavad otseinvesteeringud kapitaliväärtpaberitesse umbes 9%.

Läti

/joonis: Läti
raha
kodumaised valitsuse võlakirjad/

Ehkki me Läti siinkohal ära mainime, ei puuduta see aruande osa tegelikult Lätit. Kuna Läti teist pensionisammast juhtis 2002. aasta lõpus ikka veel riigikassa, mis tohtis investeerida ainult kodumaistesse valitsuse võlakirjadesse ja hoiustesse, ei ole ka eespool olev joonis imekspandav. Läti pensionifonde oleks huvitavam vaadelda järgmisel aastal.

Poola

/joonis: Poola
raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitulu
kodumaised aktsiad
välismaised aktsiad
välismaine püsitulu/

Poolas on 72% kõikidest investeeringutest tehtud püsituluinstrumentidesse (sh võlakirjad ja hoiused) ning kapitaliväärtpaberitesse on investeeringuid 28%. Tegemist on Ungariga võrreldes üldiselt riskialtima suhtumisega, kuid keskmisest Euroopa pensionifondist on Poola fondid konservatiivsemad. Oluline on märkida, et suurem osa püsituluinstrumentidest on Poola valitsuse võlakirjad (93% kõikidest püsituluinvesteeringutest). Ja nagu Ungaris, välismaised püsituluinvesteeringud on praktiliselt olematud.

Poolas on otsesed välisinvesteeringud mõnevõrra suuremad kui Ungaris, kuid teiste investeerimisfondide kaudu ei tehta välisinvesteeringuid üldse; seega on tüüpilise Poola teise samba pensionifondis vaid 1% välisinstrumente. Kuigi välisinvesteeringud on Poolas rangelt piiratud, kasutatakse seadusega lubatud 5%-st vaid poolt. Nagu eespool kirjeldatud, on see osaliselt tingitud teistest piirangutest (5% välisinvesteeringute piirang hõlmab ka portfelligäliseid varasid nagu raha ja on seega

kaudne piirang välisinvesteeringutele, mis kavatsetakse küll kaotada limiidi suurendamisega 10%-ni, kusjuures välisinvesteeringute piir jääb ikka 5% juurde), välismaistest maksudest (kulude küsimus) ja tagatud miinimumi nõudest tulenevast “liidri järgimise” mentaliteedist.

Kõik välisinvesteeringud (nii vähe kui neid on) on tehtud Euroopasse, sellest üle 96% euroriikidesse, peamiselt Saksamaale ja Prantsusmaale. Üle 77% välisinvesteeringutest on eurodes (erandiks on Luksemburgis zlottides välja antud Poola võlakirjad).

Investeeringud Poola kapitaliväärtpaberitesse moodustavad peaaegu poole kõikidest kapitaliväärtpaberitest. Ka siin on tegemist täielikult otseinvesteeringutega.

Sloveenia

/joonis: Sloveenia

- raha
- valitsuse võlakirjad
- püsitulu
- kapitaliväärtpaberid
- investeeringufondid/

Nagu eespool mainitud, juhib Sloveenia ainsat kohustuslikku pensionifondi Sloveenia riik, kuid piirangud on sarnased erapensionifondidele. Ka siin on tegemist 96% ulatuses püsituluinstrumentidest koosneva teise samba pensionifondiga, millest poole moodustavad valitsuse võlakirjad ja ligi 30% pangahoiused ja raha. Risk on peaaegu olematu — vaid 4% kapitaliväärtpabereid ja välisinstrumendid puuduvad.

Otsesed investeeringud kapitaliväärtpaberitesse moodustavad 3% ja 1% moodustavad investeerimisfondide osakud, mille sisuks on peamiselt kodumaised kapitaliväärtpaberid. Kogu kapitaliväärtpaberitega seonduv risk on alla 4% ja välisinvesteeringud puuduvad.

Raha ja hoiused

Käesolevas jaotises vaatleme teatavaid varade klasse (alates vähemriskantsest ja lõpetades kõige riskantsemaga) ja uurime, kui suure osa oma koguvaradest erinevate Kesk- ja Ida-Euroopa pensionifondid neisse investeerisid. Esmalt vaatleme investeeringuid rahasse ja pangahoiustesse.

/joonis: Raha ja hoiused

- Poola
- Läti
- Eesti
- Poola
- Ungari/

Raha ja hoiuseid kasutatakse kahel eesmärgil: kas likviidsuse hoidmiseks või tururiski vältimiseks. Skaala ühes otsas on Poola ja Ungari, kus raha ja hoiused moodustavad alla 5% ja raha kasutatakse vaid enne investeeringute tegemist ja maksevahendina.

See sarnaneb ELis valitseva üldise tendentsiga kasutada raha ja hoiuseid vaid likviidsuse mõttes.

Teises skaala otsas on ligi 30% hoiustega Sloveenia, mis kahtlemata otsib võimalust vältida tururiski ja pakkuda “riskivaba” tulusust. Ka see pole ELis pretsedenditu juhtum — kuna 2002. aastal oli kapitaliväärtpaberite tulusus madal, valisid mõned riigid varadesse investeerimise asemel lühiajalised hoiused. Hispaanias moodustasid hoiused 18% keskmise pensionifondi portfelist, Portugalis 15% ja Belgias 8%. Ka Balti riigid tegutsesid samamoodi — Eestis peaaegu 15%, ja isegi teistest erinevas Lätis ulatus hoiuste osakaal ligi 25%-ni.

Kodumaised valitsuse võlakirjad

/joonis: Kodumaised valitsuse võlakirjad

Läti

Ungari

Poola

Sloveenia

Eesti/

Kesk- ja Ida-Euroopa pensioniüksused kasutavad tururiskide vältimiseks tavaliselt kodumaiseid valitsuse võlakirju. Ehkki see pole täiesti tõsi, arvab neist enamus, et valitsuse võlakirjad on riskivabad ja et suur kogus oma riigi valitsuse võlakirju (mille omamise ja kõrvaldatakse riigiga seotud riskid) hoiab neid negatiivse reaaltulu eest.

Eespool olevalt jooniselt tuleb juba varem mainitud põhjustel kõrvale jätta Läti ja ka Eesti — erandina ei ole Eestil samahästi kui üldse valitsuse võlgu ja valitsuse võlakirju ei ole praktiliselt emiteeritud. Pole võimalik öelda, kas selle instrumendi puudumise põhjuseks pensionifondide portfellis on võimatus neid turult osta või oleks pilt samasugune ka siis, kui valitsuse võlakirjad oleksid saadaval, sest Eesti suunitlus välisriikidele võib tuleneda kas kodumaiste võlakirjade puudumisest või on tegu omaette küsimusega, nagu viitavad ka eeskirjad ja investeringud kapitaliväärtpaberitesse.

Ülejäänud kolme riigi puhul on ilmne, et riskide minimeerimine on nende jaoks oluline. Oma riigi valitsuse võlakirjade osakaal koguinvesteeringutes on 50–70%. Raha ja hoiustega kokku moodustavad võlakirjad 70–80%. Sisuliselt on Kesk- ja Ida-Euroopa riikide (välja arvatud Eesti) teise samba pensionifondide portfelist umbes kaks kolmandikku paigutatud eeldatavalt riskivabadesse instrumentidesse.

Kodumaised püsituduinstrumentid

/joonis: Kodumaised püsituduinstrumentid

Ungari
Läti
Poola
Sloveenia
Eesti/

Mõnes riigis on populaarsed ka muud püsituduinstrumentid peale valitsuse võlakirjade. Nendeks võivad olla ettevõtete või pankade võlakirjad või hüpoteekvõlakirjad, samuti investeerimisfondide kaudu ostetud püsituduinstrumentid. Eestis, Ungaris ja Sloveenias moodustavad need instrumentid 10–20% portfelist, Poolas vaid 1%.

Eespool olev joonis kujutab kodumaiste püsituduinstrumentide koguportfelle, sh valitsuse ja muid kodumaiseid võlakirju. Väljajätmised on samad mis eelmise joonise puhul. Kuna suurem osa kodumaised püsituduinstrumente on valitsuse võlakirjad (Sloveenias 74%, Ungaris 83%, Poolas 99%), välja arvatud Eesti puhul, on kodumaiste püsituduinstrumentidega seonduv risk minimaalne. Nendes riikides on kodumaistest püsituduinstrumentidest koosnev vähem riskantne portfell vahemikus 65–85%. Kuigi meil puuduvad täpsed võrdlusandmed, on sama näitaja Euroopas (antud juhul mõtleme selle all EL riike ja Šveitsi) alla 50%.

Kesk- ja Ida-Euroopa riikide kogu riskikartlik portfell (kodumaised püsituduinstrumentid, raha ja hoiused) jääb vahemikku 72% (Poola) ja 97% (Sloveenia) (Ungaris 86%). Nagu eespool selgitatud, on sellel konservatiivsel lähenemisel mitu põhjust, kuid Eesti oma 28%-ga on jällegi erand.

Kodumaised kapitaliväärtpaberid

/joonis: Kodumaised kapitaliväärtpaberid

Poola
Ungari
Eesti
Sloveenia
Läti/

Meie viimane kodumaiste varade kategooria on investeringud kodumaistesse kapitaliväärtpaberitesse. Nagu eespool selgitatud, võib olla tegemist otseinvesteringutega või investeerimisfondide kaudu tehtud investeringutega. Kodumaiste kapitaliväärtpaberite koguosakaalu kohustuslikes pensionifondides piirab vaadeldava piirkonna aktsiaturgude väiksus. Ka seda selgitati eespool kui üht põhjust kapitaliväärtpaberitesse investeerimise piiramiseks. Kui Poola välja arvata, jäävad investeringud kodumaistesse aktsiatesse vahemikku 5–10%.

Poola on selle piirkonna ainus riik, kus pensionifondide investeringud kapitaliväärtpaberitesse mõjutavad oluliselt aktsiaturgu. Kodumaiste kapitaliväärtpaberite osakaal ja sellega seonduv riskitase on suur (üle 25%) ning

kodumaise aktsiaturu kapitalisatsiooni arvestades on see peaaegu 8%. Kuna kapitaliväärtpaberite osakaal Poola keskmise pensionifondi investeerimisportfellis läheneb ELi keskmisele tasemele, võime Poola fondistrateegiaid määratleda teistest riikidest eraldi ja nimetada seda “kodumaise riski strateegiaks”. Selle all mõtleme eelistust kodumaiste riskantsete instrumentide (antud juhul kapitaliväärtpaberite) suhtes, mis on tavaline ELi pensionifondide, kuid ebatavaline vaadeldava piirkonna puhul. Põhjus peitub osaliselt Poola fondide “liidri järgimise” mentaliteedis, mis tuleneb tagatud tulususe reeglist, samuti välisinvesteeringute vastasest regulatsioonist ja Poola aktsiaturgude suhteliselt kõrgest tulususest.

Teistest riikidest on Ungaris keskmine, Kesk- ja Ida-Euroopa riikide hulgas suhteline kõrge kapitaliväärtpaberite osakaal, samas kui Eesti ja Sloveenia tunduvalt väiksemate kohalike turgudega kaasneb umbes 5% kodumaiste kapitaliväärtpaberite osakaal.

Välismaised püsituduinstrumentid

/joonis: välismaine püsitudu/
Eesti
Ungari
Poola
Sloveenia
Läti/

Välismaiste püsituduinvesteeringute hulka kuuluvad pensionifondi enda riigist väljaspool asuvate riikide valitsuste ja teiste emitentide võlakirjad. Poolas ja Ungaris on nende instrumentide osakaal alla 1%, Sloveenias ja Lätis puudub üldse, ning Eesti on ainus riik, kus pensionifondid on suunatud seda tüüpi investeeringutele. Nagu eespool mainitud, ei tea me, kas Eesti pensionifondid kasutavad välismaised võlakirju Eesti valitsuse võlakirjade asendajana või neil on tegelik soov diversifitseerida oma püsituduriske eri riikide lõikes. Kuid kuna seadus nõuab, et pensionifondid investeeriksid teatava reitingutasemega võlakirjadesse ja kuna suurem osa nendest välisinvesteeringutest on tehtud ELi (ning kuna Eesti kroon on euroga seotud, siis valuutarisk praktiliselt puudub), on päris kindel, et välismaised püsituduinvesteeringud on Eesti pensionifondide jaoks parim riskide minimeerimise strateegia.

Eesti tähtsus seisneb siinkohal selles, et kõikide Kesk- ja Ida-Euroopa riikide vääringud seotakse lähiajal euroga ja nad satuvad Eestiga osaliselt sarnasesse olukorda. Kas nad seda välisriski vähenemist (valuutariski kadumist) oma portfellide diversifitseerimiseks märksa suuremal (Euroopa) turul kasutavad või jätkavad investeerimist ainult kodumaistesse püsituduväärtpaberitesse, on küsimus, millele Eesti näide võib mõningat selgust tuua.

Kuna kõikidel teistel riikidel on valuutarisk olemas ja kodumaised valitsuse võlakirjad on turul saadaval, ei ole nad välismaistesse võlakirjadesse praktiliselt üldse investeerinud. Nende kõige vähem riskantne portfell on seega sama nagu eespool kirjeldatud. Eestis moodustab aga kõige vähem riskantne portfell (kogu püsitudu ja hoiused) 82% koguvaradest, mis tähendab, et Eesti pensionifondid käituvad selles suhtes teiste Kesk- ja Ida-Euroopa riikidega sarnaselt.

Välismaised kapitaliväärtpaberid

/joonis: Välismaised kapitaliväärtpaberid

Eesti

Ungari

Poola

Sloveenia

Läti/

Üldine seisukoht on, et pensionifondide jaoks kõige riskantsem varade liik on välismaised kapitaliväärtpaberid, mis kätkevad nii valuuta-, turu- kui ka riigiga seotud riski. Nagu eespool selgitatud, ei ole Eestil valuutariski eurodes nomineeritud välismaiste kapitaliväärtpaberite puhul ja Eesti kogurisk on seega väiksem. Siit tulenebki Eesti keskmise pensionifondi välismaiste kapitaliväärtpaberite osakaalu erinevus võrreldes ülejäänud Kesk- ja Ida-Euroopa riikidega. Ka Läti on erinev, sest Läti pensionifond ei tohtinud 2002. aasta lõpu seisuga välismaistesse väärtpaberitesse investeerida.

Kesk- ja Ida-Euroopa teise samba pensionifondide poolt välismaistesse kapitaliväärtpaberitesse investeeritud varade hulk on minimaalne — Sloveenias 0%, Poolas alla 2%, Ungaris alla 4%. Kuna nendel riikidel ei olnud praktiliselt üldse välismaiseid püsituluinvesteeringuid, on ka nende välisrisk väga väike. Meil puuduvad andmed selle kohta, kuidas küpsemate pensionisüsteemide fondid välisriske juhivad, kuid meil on mõningaid andmeid konkreetsete riikide kohta (tänu IPE-le). Hispaanias moodustavad välismaised kapitaliväärtpaberid 8% pensionifondide koguvaradest, Portugalis 10%. Võime aga eeldada, et enamik sellest on ELi investeeringud (Portugalil on mitte-ELi kapitaliväärtpaberitesse investeeritud 4%). Ühendkuningriigis ja Šveitsis (mõlemal riigil on ELi suhtes valuutarisk) moodustavad investeeringud välismaistesse kapitaliväärtpaberitesse üle 20%.

Kolmanda samba pensioniüksused

	KOGU- INVESTEERING	Raha ja hoiused	Avaliku sektori võlakirjad	Ettevõtete võlakirjad	Laenud	Aktsiad	Maa ja ehitised	Investeeringufondid (kollektiivsed investeeringuskeemid)	Muud investeeringud)
Tšehhi	68 927 478.00	10 181 268.00	34 371 269.00			4 297 287.00	644 514.00		19 433 140.00
Eesti	4 022.96	637.07	728.69	1 769.07		761.79		116.15	10.18
Ungari	358.29	17.10	244.60	22.70		30.40		15.50	28.00
Läti	14.00	4.88		8.03		0.82			0.27
Poola									
Slovakkia	182 895.91	63 361.37	73 137.82	20 695.05	1 268.83	2 404.75	4 794.45	2 540.63	14 693.02
Sloveenia	19 110.97	5 225.25	9 654.09	3 445.02		552.10		234.51	

(allikas: OECD küsimustik, vastustes kasutatud vääring: tuh. CZK, tuh. EUR, mlr HUF, mln LVL, PLN, tuh. EUR, mln SIT)

	Raha ja hoiused	Kodumaised valitsuse võlakirjad	Muu kodumaine püsitulu	Kodumaised aktsiad	Välismaised aktsiad	Välismaine püsitulu	Kinnisvara	Muud investeeringud
Tšehhi	8,8%	49,9%	29,2%	6,2%		4,6%	0,6%	0,7%
Eesti	15,8%	5,8%	26,8%	12,9%	6,7%	31,7%		0,3%
Ungari	4,8%	68,3%	13,7%	7,3%	4,5%	0,2%	1,4%	
Läti	34,8%		51,2%	0,3%	5,6%	6,2%		1,9%
Poola	7,2%	12,1%	54,1%	26,7%				
Slovakkia	34,6%	40,0%	11,3%	1,3%		7,2%	2,6%	3,0%
Sloveenia	27,3%	50,5%	18,0%	2,9%				1,2%

Käesolevas jaotises vaatleme lühidalt seitset riiki, käsitledes lähemalt mõningaid eespool olevas tabelis esitatud andmeid. Seejärel esitatakse Kesk- ja Ida-Euroopa riikide pensionifondide portfelle kujutavad võrdlusgraafikud.

Tšehhi

/joonis: Tšehhi

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitulu
kodumaised aktsiad
välismaine püsitulu
kinnisvara
muu/

Tšehhi keskmise kolmanda samba pensionifondi portfelist 87% moodustavad püsitulustrumendid ja selle näitajaga on Tšehhi fondid sama riskikartlikud kui Ungari omad. Täiendavat 5% hoitakse välismaistes püsitulustrumendis; kokku on vähemriskantsete püsitulustrumendite osakaal 92%. Erinevalt Ungarist aga hoitakse vaid 53% püsituluportfelist Tšehhi valitsuse võlakirjades, mis kajastab suuremat valmisolekut investeerida teistesse kodumaistesse väärtpaberitesse.

Kuna välisinvesteeringud piirduvad välismaiste valitsuse võlakirjadega, koosneb Tšehhi kolmanda samba pensionifondide 5%-line välismaiste instrumendite osa täielikult välismaistest püsitulustrumenditest.

Kapitaliväärtpaberite 6%-line osakaal tähistab ainult kodumaised kapitaliväärtpabereid ja on suhteliselt madal näitaja isegi seaduslikult lubatud määra arvestades. Tšehhi on üks vaid kolmest riigist, kus kolmanda samba fondid teevad kinnisvarainvesteeringuid (teised kaks on Slovakkia ja Ungari). Kinnisvarainvesteeringute väiksem kui 1%-line osakaal on Ungari näitajast pisut väiksem.

Eesti

/joonis: Eesti

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitulu
kodumaised aktsiad
välismaised aktsiad
välismaine püsitulu
muu/

Sarnaselt teise samba fondidega on Eesti kolmanda samba fondid välisriskidele avatuse osas teistest Kesk- ja Ida-Euroopa riikidest tugevalt üle. Kõikide selle piirkonna riikide hulgas kõige diversifitseerituma portfelliga Eesti keskmine kolmanda samba fond investeerib ainult 80% püsitulustrumenditesse (ja üle 38% nendest on investeeringud välisriikidesse). Kapitaliväärtpaberid moodustavad 20% (see näitaja on suurem ainult Poolal), kusjuures otseinvesteeringud kapitaliväärtpaberitesse on 19%.

Kolmanda samba fondid investeerisid 3% investeerimisfondide osakutesse, millest suurem osa on kodumaised investeeringud, kuid välismaised investeeringud ületavad ühe kolmandiku. Välisinvesteeringute 38%-lisest osakaalust on ainult 1% tehtud investeerimisfondide osakute kaudu, ülejäänud on otseinvesteeringud. Erinevalt teise samba fondidest mängivad teised Balti riigid siin välisinvesteeringutes olulist rolli — 20% kõikidest välisinvesteeringutest on seotud Läti ja Leeduga. Teisalt on põhisuund ikkagi EL, kuhu on tehtud ligi 65% välisinvesteeringutest. Umbes 11% on investeeritud USA-sse ja 4% muudesse maailma piirkondadesse.

Ungari

/joonis: Ungari

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitulu
kodumaised aktsiad
välismaised aktsiad
välismaine püsitulu
kinnisvara/

Joonisel on kujutatud Ungari kolmanda samba pensionifondi keskmine portfell. Pildilt paistab kohe silma vähem riskantseteks peetavate püsituluvõlakirjade või raha väga suur osakaal (88% kogu portfelist) ja sellest omakorda Ungari valitsuse võlakirjade suur proportsioon (78% kogu püsitulust). Tegemist on väga riskikartliku portfelliga.

Teiseks iseloomulikuks jooneks on välisinvesteeringute suhteliselt väike osa; üldiselt tehakse välisinvesteeringud investeerimisfondide kaudu. Üle poole nende investeerimisfondide investeeringutest moodustavad välismaised kapitaliväärtpaberid, lisaks Ungari püsituluinvesteeringud, kapitaliväärtpaberid, kinnisvara ja välismaised püsituluinvesteeringud. Kinnisvarainvesteeringute näol on tegemist kas otsese kinnisvarahaldusega või — väiksemal, kuid kasvaval määral — kinnisvara-investeerimisfondide osakutega.

Peaaegu kõik välisinvesteeringud on välismaised kapitaliväärtpaberid ja peaaegu kõik need investeeringud on tehtud investeerimisfondide osakute kaudu. Suurem osa kodumaistest kapitaliväärtpaberitest on aga omandatud otse.

Läti

/joonis: Läti

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaised aktsiad
välismaised aktsiad
välismaine püsitulu
muu/

Nagu Tšehhi, nii ka Läti kolmanda samba pensionifondid investeerisid keskmiselt 92% oma portfelist püsituluinstrumentidesse: 6% välismaistesse püsituluinstrumentidesse ning 86% kodumaistesse võlakirjadesse ja hoiustesse.

Tegemist on jällegi väga riskikartliku portfelliga, ehkki kodumaiste valitsuse võlakirjade osakaalu ei ole teada — 2002. aasta kolmanda kvartali lõpul oli see 76%, seega eeldame, et enamus pensionifondi portfellis leiduvatest kodumaistest võlakirjadest on valitsuse võlakirjad.

Kapitaliväärtpaberitega seonduv risk on ainult 6% tasemel, enamik neid väärtpabereid on otseinvesteeringud. Tegelikult on suurem osa investeeringutest kapitaliväärtpaberitesse välismaised, kuna koduturg on väga väike. Kõikidest välisinvesteeringutest umbes poole moodustavad kapitaliväärtpaberid ja poole püsituduinvesteeringud.

Välisinvesteeringute tase on suhteliselt kõrge — 12%, millest suurema osa moodustavad investeeringud Balti riikides (38% Leedus ja 26% Eestis). Ka Euroopa Liit on oluline investeerimissiht ja hõivab 16% kõikidest välisinvesteeringutest (euroriigid 12%). Poolasse on investeeringuid tehtud 11% ja USA-sse 9% ulatuses.

Poola

/joonis:

Poola

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitudu
kodumaised aktsiad

Nagu eespool kirjeldatud, püüdsime Poola puhul tutvustada töötajate pensionifonde. Kuna mõned neist investeerivad kogu oma portfelli investeerimisfondide osakutesse, ei ole päris selge, millise investeerimisriski need fondid on võtnud. Üldjoontes võib öelda, et sarnaselt Poola teise sambaga moodustavad investeeringud kapitaliväärtpaberitesse umbes veerandi kõikidest investeeringutest (ainult umbes 4% on seejuures otsesed investeeringud) ja seda on rohkem kui üheski teises riigis.

Kõikidest investeeringutest üle kolmveerandi moodustavad investeerimisfondide osakud, enamik neist on kodumaised püsituduinvesteeringud. Kodumaiste valitsuse võlakirjade 12%-line osa koosneb otseinvesteeringutest ning enamik investeerimisfondide kaudu tehtud kodumaised püsituduinvesteeringuid on tõenäoliselt ka tehtud valitsuse võlakirjadesse.

Poolas puudub kolmanda samba pensionifondide puhul välisrisk täiesti.

Slovakkia

/joonis:

Slovakkia

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitudu
kodumaised aktsiad
välismaine püsitudu
kinnisvara
muu/

Slovakkia neli pensionifondi eelistavad sarnaselt Sloveenia fondidega riskivabu investeeringuid. Rohkem kui kolmandikku portfelist hoitakse pangahoiustel ja rahas, kaht viiendikku varadest kasutatakse kodumaiste valitsuse võlakirjade ostmiseks. Koos täiendava 11%-ga muudes kodumaistes võlakirjades koosneb 86% portfelist vähem riskantsetest instrumentidest.

Kapitaliväärtpabereid on fondides umbes 1%, kuid seda muudab ainus oluline kinnisvarainvesteering kõikides Kesk- ja Ida-Euroopa riikides — keskmiselt peaaegu 3%. Kahjuks ei saanud veel teada, millist liiki riski välisinvesteeringud ja investeeringud investeerimisfondide osakutesse esindavad, kuid kaldume arvama, et suurem osa välisinvesteeringuid on püsituduinvesteeringud, investeeringud investeerimisfondidesse moodustavad aga portfelist vaid 3%. Seega peaks kapitaliväärtpaberid ja kinnisvara kokku moodustama ikkagi alla 8%.

Sloveenia

/joonis: Sloveenia

raha
kodumaised valitsuse võlakirjad
kodumaine püsitudulu
kodumaised aktsiad
muu/

Sloveenia kolmanda samba pensionifondi keskmine portfelli on väga sarnane teise samba pensionifondile. Kapitaliväärtpaberid moodustavad kõigest 4%, kodumaine püsitudulu aga 96%. Lisaks on üle poole koguvaradest paigutatud kodumaistesse valitsuse võlakirjadesse ja rohkem kui veerand hoiustesse ja rahasse.

Otseinvesteeringud kapitaliväärtpaberitesse moodustavad umbes 3% ning investeerimisfondide kaudu on tehtud 1% kapitaliväärtpaberi-investeeringuid. Sloveenia pensioniüskustes puuduvad välisinvesteeringud täiesti.

Erinevus pensioniühingute ja pensionifondide investeeringutes on kaduvväike. Ainus oluline erinevus on investeerimisfondide osakute suurem proportsioon pensionifondide portfellis (2,6% võrreldes pensioniühingute portfelli 0,6%-ga). Lisaks investeerivad pensionifondid vähem valitsuse võlakirjadesse ja rohkem muudesse kodumaistesse kapitaliväärtpaberitesse, kuid erinevus jääb valitsuse võlakirjade puhul viie ja püsituduinstrumentide puhul kahe protsendipunkti piiresse.

Raha ja hoiused

Nagu teise samba pensionifondide puhul, võrdleme erinevate Kes- ja Ida-Euroopa riikide kolmanda samba pensioniüksuste poolt teatavatesse varade liikidesse tehtud investeeringuid. Alustame taas kõige vähem riskantsest instrumendist — rahast ja pangahoiustest.

/joonis: Raha
Läti
Slovakkia
Sloveenia

Eesti
Tšehhi
Poola
Ungari/

Meie teise samba fondide kohta esitatud väide kehtib ka kolmanda samba pensioniüksuste kohta. Ungari, Poola ja Tšehhi kohta, kus raha ja hoiuste osakaal on alla 10%, võib üldiselt öelda, et nad kasutavad neid instrumente likviidsuse hoidmiseks. Kõik ülejäänud riigid (eelkõige Läti, Slovakkia ja Sloveenia) kasutavad hoiuseid erineval määral investeringutena, ning selliste investeringute tase on oluliselt kõrgem kui eespool mainitud tase ELi riikides.

Kodumaised valitsuse võlakirjad ja muud püsituluinstrumendid

/joonis: Kodumaised valitsuse võlakirjad
Ungari
Tšehhi
Sloveenia
Slovakkia
Poola
Eesti
Läti/

Kodumaiste valitsuse võlakirjade osakaal portfellis näitab riskikartlikkuse taset ja pensionifondi eeldatavat "tagatud" tulusust. Nagu aga vähemalt kolme riigi puhul nägime, kasutatakse mõnes riigis valitsuse võlakirjade asemel pangahoiuseid (kas valitsuse võlakirjade puudumise tõttu, nagu Eestis, või muudel põhjustel). Eespool oleva tabeliga on seotud teisigi probleeme. Poolas investeeritakse suur osa kolmanda samba pensionifondi portfelist investeerimisfondide osakutesse ning otseinvesteringud valitsuse võlakirjadesse on seetõttu väikesed. Lätis aga valitsuse ja muude emitentide kodumaistel võlakirjadel 2002. aasta lõpu seisuga vahet ei tehtud, kuid kuna 2003. aasta kolmanda kvartali lõpul koosnes 76% kodumaiste võlakirjade portfelist kodumaistest valitsuse võlakirjadest, võib oletada, et 2002. aasta lõpul oli see näitaja umbes 39%.

Riskikartlikke portfelleid suurust on parem hinnata kõikide kodumaiste püsituluinvesteringute osakaalu alusel (sest enamik sellest on valitsuse võlakirjad, vähemalt riikides, kus need on saadaval).

/joonis: Kodumaine püsitulu
Ungari
Tšehhi
Sloveenia
Poola
Slovakkia
Läti
Eesti/

Nagu eelmistes jaotistes kirjeldatud, kuuluvad kodumaiste püsituduinvesteeringute hulka nii valitsuse kui muude emitentide võlakirjad, ja need esindavad pensioniüksuste vähem riskantseid turuportfelle. Jooniselt nähtub, et kui Eesti välja arvata, on nende investeeringute osakaal kõikides Kesk- ja Ida-Euroopa riikides üle 50%. Eesti erandlikkust Kesk- ja Ida-Euroopa riikide hulgas kirjeldati põhjalikult teise samba fondide osas. Sama analüüs kehtib ka kolmanda samba fondide kohta. Ülejäänud kuut riiki võib liigitada kolme rühma.

Ungaril ja Tšehhil on väga suur kodumaiste võlakirjade osakaal (umbes 80%), ja eelkõige Ungaris on enamik sellest valitsuse võlakirjad. Seda rühma võib nimetada “turu suhtes konservatiivseks”. Ehkki Läti ja Slovakkia kodumaiste püsituduinvesteeringute portfelli on vaid umbes 50% suurune ja Sloveenia oma natuke üle 60%, hoitakse nendes riikides üle 30% varadest pangahoiustel ja rahas ning koguinvesteeringutest esindab üle 80% riskikartlikku portfelli (sarnaselt eelmise rühmaga) ja suur osa sellest on isegi väljaspool kapitaliturgu. Seega võib selle rühma strateegiat nimetada “üldiselt konservatiivseks”. Poola on ainus riik, kus püsituduinstrumentides hoitakse keskmisel hulgas varasid (66%, enamik investeerimisfondide osakutes) ning mille raha ja hoiuste osakaal on alla 10%. Seetõttu on järgmisena vaadeldav riskantne portfelli peaaegu kaks korda suurem kui teiste riikide puhul.

Kodumaised kapitaliväärtpaberid

/joonis: Kodumaised kapitaliväärtpaberid

Poola

Eesti

Ungari

Tšehhi

Slovakkia

Sloveenia

Läti/

Kodumaised kapitaliväärtpaberi-investeeringud hõlmavad Kesk- ja Ida-Euroopa pensionifondide portfellides keskmiselt 10%. Nagu nägime varem teise samba fondide puhul, on Poola fondidel (antud piirkonna kohta ebatavaliselt) suur osakaal kodumaised kapitaliväärtpabereid ning Poola teise samba fondid kuuluvad seetõttu “kodumaise riskistrateegia” rühma. Kuna kolmanda samba pensioniüksustel tagatud tulususe reegel puudub, ei ole siin tegemist ka “liidri järgimisega”. Seda eelistust suure kodumaiste kapitaliväärtpaberite portfelli järele tuleb seletada teiste asjaoludega.

Lätis, Sloveenias ja Slovakkias on kodumaiste kapitaliväärtpaberitega seonduv risk väga piiratud. Tšehhi ja Ungari kapitaliväärtpaberiporfelliid on küll veidi suuremad, kuid siiski väga väikesed (eelkõige võrreldes arenenumate pensioniturgudega). Osaliselt peitub põhjus väikestes aktsiaturgudes (eriti kolmes esimeses riigis), samuti pensionifondide väiksuses.

Eesti kolmanda samba fondide avatus kodumaistest kapitaliväärtpaberitest tulenevatele riskidele on koguvarasid arvestades suhteliselt suurem, kuid eurode kontekstis mõnevõrra väikesem. Erinevus tuleneb fondide suurusel ja ka (nagu

hiljem näeme) tunduvalt väiksematest välismaiste kapitaliväärtpaberite portfellidest. Üldiselt on aga Eesti kolmanda samba fondide avatus kapitaliväärtpaberitest tulenevatele riskidele vaadeldavas piirkonnas keskmine. Juba mainitud fikseeritud väering muudab kapitaliväärtpaberitest tuleneva riski hindamist ja see võib suurendada Eesti pensionifondide kodumaistest kapitaliväärtpaberitest tulenevat riski, kuid ei muuda oluliselt eespool olevat joonist.

Kokkuvõtteks on Poola kolmanda samba fondid üle keskmise avatud kodumaistest kapitaliväärtpaberitest tulenevatele riskidele ja Eesti jääb teisele kohale (mitte kummaski riigis ei ole selles suhtes piiranguid kehtestatud). Ülejäänud viie riigi avatus kodumaistest kapitaliväärtpaberitest tulenevatele riskidele on väga väike (alla 8%) — asjaolu, mida ei saa seletada lihtsalt kehtivate kvantitatiivsete piirangutega, sest tegelikud investeeringud ei ületa isegi veerandit kehtestatud piirist. Teisalt annavad sellised piirangud signaali ettevaatlikkuseks (neljas riigis, ehkki Läti on erinev, ei ole kapitaliväärtpaberitele piiranguid ning aktsiatesse investeeritakse väga vähe).

Välismaised püsituduinstrumendid

/joonis: Välismaised püsituduinstrumendid
Eesti
Slovakkia
Läti
Tšehhi
Ungari
Sloveenia
Poola/

Kolmanda samba vabatahtlike pensionifondide puhul on välismaistele püsituduinvesteeringutele omane seesama hoiatus nagu teise samba fondide puhul. Ilmselt erinevust Eesti ja ülejäänud Kesk- ja Ida-Euroopa riikide vahel tuleb mõista olukorras, kus Eesti kroon on euroga seotud, kõikide teiste Kesk- ja Ida-Euroopa riikide rahühikud aga mitte. Seega on välismaised püsituduvõlakirjad (enamik neist välja antud ELi liikmesriikide või ELi pankade ja kommertsasutuste poolt) Eesti pensionifondide jaoks vähem riskantsed — enamalt jaolt ilma valuutariskita — kui teiste riikide fondide jaoks.

Siiski on olemas erinevus riikide vahel, kus välismaiseid püsituduinvesteeringuid praktiliselt või üldse ei ole (Ungari, Poola ja Sloveenia) ja riikide vahel, mille välismaised võlakirjad moodustavad umbes 5% portfelist (Tšehhi, Läti ja Slovakkia).

Välismaised kapitaliväärtpaberid

/joonis: Välismaised kapitaliväärtpaberid
Eesti
Läti
Ungari
Tšehhi
Slovakkia
Sloveenia

Poola/

Välismaiseid kapitaliväärtpabereid peetakse pensionifondide jaoks kõikidest varade liikidest kõige riskantsemaks — lisaks aktsiakursiriskile kätkevad need lisaks ka välisvaluutariske (valuutarisk, riigiga seonduv risk). Seitsme Kesk- ja Ida-Euroopa riigi hulgas on neid, kes on seda liiki varadest loobunud. Tšehhis kehtib reegel, mis takistab pensionifondidel välismaistesse aktsiatesse investeerida, kuid ka Sloveenias ja Poolas on pensionifonde, mis välismaistesse väärtpaberitesse üldse ei investeeeri. Slovakkia osas puuduvad meil selged andmed välisinvesteeringute kohta ja välismaiste kapitaliväärtpaberite puudumine selles riigis on kõigest meie oletus.

Ungari ja Balti riigid on aga välismaistest kapitaliväärtpaberitest tulenevatele riskidele suhteliselt avatud. Eesti puhul on juba öeldud, et suurem osa välisinvesteeringuid on tehtud ELi riikidesse ja nende puhul valuutarisk puudub. Ka Ungaris on peamiselt tegemist investeerimisfondide kaudu tehtud EL-investeeringutega. Läti on suurema osa välisinvesteeringuid teinud teistesse Balti riikidesse, samuti ELi riikidesse.

Kinnisvarainvesteeringud

/joonis: Kinnisvara

Slovakkia

Ungari

Tšehhi

Sloveenia

Eesti

Läti

Poola/

Kesk- ja Ida-Euroopas on pensionifondide kinnisvarainvesteeringud väga piiratud. Mõnes riigis (Poola ja Leedu) on need keelatud, Lätis aga lubatud ainult kolmanda samba fondidele. Ungaris lubati teise samba fondidel kinnisvarainvesteeringuid teha ainult spetsialiseerunud investeerimisfondide kaudu. Kui Tšehhi välja arvata, kehtib kõikides riikides kvantitatiivne piir 10–30%. Võttes arvesse kõike maksimumi kasutamise kohta eespool öeldud, pole üllatav, et isegi mõõdukalt liberaalse regulatsiooni korral on kinnisvarainvesteeringute tase vaadeldavas piirkonnas peaaegu olematu.

Kinnisvarasse investeerivaid teise samba pensionifonde ei olnud 2002. aasta lõpu seisuga Balti riikides ja kolmanda samba fonde Balti riikides, Poolas ja Sloveenias. Kinnisvarasse investeerivaid kolmanda samba fonde on üldse ainult kolmes riigis — Tšehhis, Slovakkias ja Ungaris. Kuid isegi Slovakkias, selle valdkonna kõige aktiivsemas riigis, moodustavad kinnisvarainvesteeringud pensionifondide varadest alla 3%.

Kokkuvõte

Viimases osas vaatlesime Kesk- ja Ida-Euroopa pensionifondide tegelikke investeeringuportfelle. Peamise järeldusena tuleb tõdeda konservatiivsema investeerimisstrateegia domineerimist, isegi kui arvestada eelmises peatükis

kirjeldatud kvantitatiivseid piiranguid. Põhjuseid on mitu ja mõned neist toodi käesolevas peatükis ka välja.

Kerkis küsimus Eesti kohta, kus pensionifondid järgivad teiste Kesk- ja Ida-Euroopa riikidega võrreldes erinevat strateegiat. Nende teistsugusel suunitlusel on kaks põhjust — esiteks on Eesti kroon seotud euroga ja kõrvaldab põhimõtteliselt valuutariski EL-investeeringutelt. Teine põhjus seisneb valitsuse võlgnevuse praktilises puudumises, mistõttu ei pakuta turul peaaegu üldse kodumaiseid valitsuse võlakirju.

Üldreeglina järeldasime, et Eesti erinevus on oluline, kuna sealne praegune olukord (fikseeritud vääring) ennustab kõikide Kesk- ja Ida-Euroopa riikide tulevast olukorda lähema kahe kuni viie aasta jooksul. Eesti puhul käsitlesime välisinstrumente (ELi instrumente) kodumaiste instrumentidega, ehkki tegemist ei ole päris ühe ja sama asjaga, ning järeldasime, et kõikide seitsme Kesk- ja Ida-Euroopa riigi teise ja kolmanda samba pensionifonde iseloomustab valdavalt konservatiivne (püsituluga) portfell.

/joonis: Kapitaliväärtpaberid
Poola 2
Poola
Eesti
Eesti 2
Ungari 2
Ungari
Tšehhi
Läti
Sloveenia
Sloveenia 2
Slovakkia
Läti 2/

Joonisel on kujutatud piirkonna teise ja kolmanda samba pensionifondide avatus (nii kodumaistest kui välismaistest) kapitaliväärtpaberitest tulenevatele riskidele. Pole raske märgata, et kapitaliväärtpaberite osakaalu puhul on riik määravam kui pensionisammas. Kapitaliväärtpaberite osakaal portfellides sõltub vaid minimaalselt sellest, millisesse sambasse nad kuuluvad.

Riikide lõikes on aga olulisi erinevusi — Poolas moodustavad kapitaliväärtpaberid koguinvesteeringutest 25–30%, Eestis 15–20%, Ungaris 10–15%, Tšehhis ja Lätis 5–10% ning Sloveenias ja Slovakkias alla 5%. Läti teine sammas on nagu ikka omaette teema. Kui pensionifondide strateegiad kolme rühma jagada, siis alla 10% koguportfellist on aktsiatesse (ja kinnisvarasse) paigutanud Tšehhi, Läti, Slovakkia ja Sloveenia — riigid, kus pensionifondid on keskmisest riskikartlikumad. Pole üllatav, et kolmes nendest neljast riigist on ka õiguslik regulatsioon (vähemalt kolmanda samba fondide puhul) rangem kui ülejäänud piirkonnas.

Teise rühma kuuluvad Ungari ja Eesti, kus riskantsetesse varadesse on paigutatud umbes 15%. Poola on ainus riik, mille pensionifondide portfellides on kapitaliväärtpaberitega seonduv riskitase üle keskmise. Ajakirja *Investments and Pension Europe* andmetel oli ELi keskmine kapitaliväärtpaberite osakaal 2002. aastal

32%, kõrgem kui isegi Poolas. ELi kõige madalam näitaja on Islandil — 11%. Kesk- ja Ida-Euroopas on neli riiki Islandist madalama kapitaliväärtpaberite tasemega.

Eespool on juba vihjatud, et madala kapitaliväärtpaberitest tuleva riskitaseme taga ei pruugi olla lihtsalt pensionifondide või reguleerijate otsus. Paljude analüütikute andmetel valitseb kapitaliturgude ja pensionifondide arengu vahel tugev korrelatsioon. Arvamusi on küll erinevaid, näiteks mis puudutab sõltuvate ja sõltumatute muutujate küsimust — mõned väidavad, et pensioniturud on arenenud kapitalituru tegur ja seetõttu ei saa pensioniturg ilma olemasoleva kapitalituruta püsima jääda; teiste väitel toetab pensioniturg kapitaliturgu ja pensioniüksuste eelnev areng mõjutab ka kapitaliturgu.

Oma uurimuses võime kindlalt väita, et kahe turu vahel valitseb tugev vastastikune sõltuvus ning seetõttu tasub uurida kapitaliturgude arengud Kesk- ja Ida-Euroopas. Huvi pakub ka küsimus, kui vähearenenud kapitaliturg on selles osalejate (meie juhul pensioniüksuste) jaoks riskantne, siis kuidas reguleerijad seda probleemi lahendada saavad.

Järgmises tabelis püüame kujutada kapitaliturgude arengut kaheksa Kesk- ja Ida-Euroopa aktsiaturgude näitel.

	Turukapitalisatsioon	SKP	Turukapitalisatsioon /SKP
Tšehhi	15 128	66 368	23
Eesti	2 315	6 103	38
Ungari	12 508	62 744	20
Läti	686	8 010	9
Leedu	2 915	13 159	22
Poola	27 502	178 984	15
Slovakkia	2 516	22 599	11
Sloveenia	5 249	20 120	26
Kokku	68 820	378 087	18
	(milj. EUR)		(%)

Ei tohiks olla üllatus, et tegemist on väikeste turgudega. Kõigi kaheksa Kesk- ja Ida-Euroopa riigi turukapitalisatsioon on kokku alla 69 miljardi euro, mis on väiksem kui Kreeka või Taani aktsiaturu kapitalisatsioon (ja väiksem kui kuuendik Itaalia ja Hispaania aktsiaturu kapitalisatsioonist, võrreldes umbes 4% Ühendkuningriigi turuga). Osaliselt tuleneb see asjaolust, et need riigid on üldiselt ELi riikidest vähem arenenud. Selle probleemi ületamiseks vaatlesime aktsiaturu kapitalisatsiooni suhtes nende riikide sisemajanduse kogutoodanguga. Keskmiselt ulatus aktsiaturu kapitalisatsioon 18%-ni SKP-st, Lätis vaid 9%-ni, mis näitab peaaegu aktsiaturu puudumist, ja Eestis 38%, mis ületab enamiku teiste riikide näitajad. Nende suhtarvude võrdlemiseks valisime mõned ELi riigid: Hispaanias on see näitaja 68%, Soomes ja Ühendkuningriigis umbes 120%.

Kohalike kapitaliturgude madal arengutase võib sundida pensioniüksuseid loobuma kohalikesse kapitaliväärtpaberitesse (või kommertsvõlakirjadesse) investeerimast. Järgmises tabelis püüdsime kokku võtte pensionifondide otseinvesteeringud

kapitaliväärtpaberitesse (OECD küsimustiku andmetel) ja võrrelda seda kogu aktsiaturu kapitalisatsiooniga.

	Otseinvesteeringud kapitaliväärtpaberitesse	Turukapitalisatsioon	
Tšehhi	135 990	12 127 794 304	0,0009%
Eesti	1 727 760	2 315 458 492	0,0746%
Ungari	285 201 360	12 508 116 780	2,2801%
Läti	1 350 548	685 803 279	0,1969%
Poola	2 142 510 222	27 502 363 067	7,7903%
Slovakkia	2 405	2 516 201 303	0,0001%
Sloveenia	217 957	5 249 307 809	0,0042%
	(EUR)		(%)

Oluline on märkida, et enamikus Kesk- ja Ida-Euroopa riikides moodustavad vabalt kaubeldavad, likviidsed aktsiad vaid väikese osa kogu turukapitalisatsioonist. Kui Poola ja vähemal määral ka Ungari välja arvata, on ülejäänud Kesk- ja Ida-Euroopa riikide pensionifondide investeeringud kohalikele aktsiaturgudele väga väikesed. Lätis ja Eestis on otseinvesteeringud kapitaliväärtpaberitesse tehtud nii kohalikel kui ka rahvusvahelistel turgudel, seega on tegelik protsent veelgi väiksem.

Tulles tagasi eespool esitatud küsimuse juurde tuleb eristada kaht seisukohta kapitali- ja pensioniturgude korrelatsiooni kohta. Kui eeldame, et arenenud kapitaliturg on pensionituru eelduseks, on meil vaid kaks valikut: kas mitte oodata selle piirkonna pensioniturgude olulist kasvu või suunata need välismaiste kapitaliturgude poole. Kui aga eeldame, et pensioniturud aitavad kapitaliturgudel areneda, peaksime soodustama pensionifondide investeeringuid kapitaliturule. Praegu püüavad enamiku Kesk- ja Ida-Euroopa riikide pensionituru reguleerijad takistada pensionifonde (piirangute kaudu) välismaistele, samuti kohalikele aktsiaturgudele investeerimast. Probleem on selles, et kohalike kapitaliväärtpaberi-investeeringute piiramine vähendab turunõudlust, mis omakorda põhjustab suuremat volatiilsust ja kõrgemat riski. Aga just riski tahavad reguleerijad vältida.

Probleemi teine külg on välismaale investeerimine.

/joonis: Välisinvesteeringud

Eesti 2

Eesti

Läti

Slovakkia

Ungari

Tšehhi

Ungari 2

Poola 2

Sloveenia 2

Sloveenia

Poola

Läti 2/

Joonis sarnaneb eelmise joonisega — ta näitab meile välisinvesteeringute (nii kapitaliväärtpaberite kui püsituluinvesteeringute) osakaalu Kesk- ja Ida-Euroopa riikide mõlema pensionisektori koguinvesteeringutest. Tabelist nähtub kohe kaks asja. Esiteks, kui Balti riigid välja arvata, jäävad välisinvesteeringud kõikides Kesk- ja Ida-Euroopa riikides tugevalt alla 10%. Teiseks on enamikus riikides erinevus teise ja kolmanda samba välisinvesteeringute vahel, kuid see ei muuda riikide käitumise üldist korrapära.

Esimest järeldust selgitab lähemalt Eesti kohta varem öeldu — kui Eesti pensionifondid peavad EL-investeeringuid vähem riskantseteks, sest need ei kätke valuutariske, on ELi väliste investeeringute osakaal teise samba fondides 17% ja kolmanda samba fondides 15%. See on küll tunduvalt väikesem riskitase, kuid ületab ikkagi teisi Kesk- ja Ida-Euroopa riike. Seega võib ikkagi öelda, välisvaluutarisk (samuti muud välistururiskid nagu riigiga seonduv risk) on enamikus Kesk- ja Ida-Euroopa pensionifondides umbes 5%, Balti riikides aga üle 10%.

Teist järeldust rõhutab asjaolu, et kuigi Läti teise samba fondid (nagu alati) on omaette teema, erinevad Eesti mõlemad sektorid piirkonna teistest riikidest vaatamata nende eripärale. Teistest kahe sambaga riikidest ei ole Sloveenia välisriski kummaski sambas, Ungaris ja Poolas on kahe sektori vaheline erinevus vaid 1–1,5 protsendipunkti.

Järeldused

Kokkuvõtteks võib Kesk- ja Ida-Euroopa piirkonna pensionifondide strateegiate määratlemisel öelda, et nende riikide teise ja kolmanda samba pensioniüksused käituvad sarnaselt. Tšehhi, Slovakkia ja Sloveenia pensionifondid tegutsevad kõige rangemalt reguleeritud keskkonnas ja on püüdnud oma tururiske kõige rohkem piirata. Need kolm riiki järgisid “üldiselt riskikartlikku strateegiat”.

Nagu eespool järeldatud, rakendavad Poola pensionifondid “kodumaise riski strateegiat”. Kodumaiste kapitaliväärtpaberitega seotud risk on suur, kuid välisrisk väga väike. Vähemal määral võib ka Ungari pensionifonde liigitada kas siia rühma või ka eelmise ja selle rühma vahele.

Eesti ja teataval määral ka Läti pensionifondid on järginud “välisriski strateegiat”. Tänu piiratud koduturgudele on neil teiste selle piirkonna riikidega võrreldes suurem välisrisk. Eestil on ka suhteliselt kõrge kapitaliväärtpaberitega seonduv risk, Läti pensionifondid on selles suhtes riskikartlikumad. Läti pensionifondid jäävad sarnaselt Ungari pensioniüksustele üldiselt riskikartliku strateegia ja välismaise riski strateegia vahepeale.

/joonis: Strateegiad

välisrisk

kapitaliväärtpaberitest tulenev risk/

Nende kolme strateegia puhul tuleb arvestada suhteliselt noori turutingimusi, kus nii turuosalistel kui ka reguleerijatel puudub pikaajaline turutegevuse ajalugu. Selle

arvele võib kirjutada mõningad eeskirjad ja ka turutavad, mida kõrvalseisva analüütiku seisukohalt võiks pidada äärmiselt konservatiivseks. Väikeste turgude ja vähese kogemuse seatud piiranguid tasakaalustab uue süsteemi esialgne entusiasim (nii pensioniskeemide liikmete kui juhtide poolt). Tegemist on ikka veel akumulatsiooniperioodiga, varade kasv on suur (sissemaksed on koguvaradega võrreldes suhteliselt suured) ja määratletud sissemaksete süsteemis on tegemist pensionituru jaoks mõõdukalt ohutu perioodiga.

Nendel tekkivatel turgudel on aga analüütikute jaoks mõningaid miinuseid — meie püüdlused koguda andmeid pikaajaliste investeerimisstrateegiate, investeerimispoliitikate ja võrdlusmomentide kohta ei olnud väga edukad, nagu mõned päringud sektori teenusepakkujate kohta. Enamikul Kesk- ja Ida-Euroopa riikidel on sektori läbipaistvuse osas veel arenguruumi ning ELiga ühinemise eelõhtul oleme me üsna optimistlikud.

Lisa

Siin esitame (mittetäieliku) loetelu inimestest, keda soovime tänada nende asjatundliku abi eest, ja kirjandusest (veebilehed ja trükised), mida me käesolevas aruandes esitatud andmete kogumisel kasutasime.

“The Red Book” – International Pension Funds and their Advisors 2002, Aspire – IPE Investment & Pensions Europe

www.imf.org

www.worldbank.org

www.inprs.org

www.sourceoecd.org

Mõned riikide veebilehed ja kontaktid:

Tšehhi:

www.apfcr.cz

www.pse.cz

Petr Benes (CSOB Pension Fund)

Michael Stuchlik (HVB Bank)

Arjen van Zanten (ING Bank)

Kamila Horackova (Credit Suisse Asset Management)

Peter Svoboda (Generali)

Eesti:

www.pensionikeskus.ee

www.fi.ee

www.hex.ee

Kadi Oorn (Rahandusministeerium)

Angelika Koha (Finantsinspektsioon)

Priit Kilemit (Finantsinspektsioon)

Kaidi Oone (Eesti VPK)

Robert Kitt (Hansa Investment Funds)

Tõnno Vähk (LHV)

Ungari

www.pszaf.hu

www.bet.hu

Zoltán Vajda (HFSA)

Michály Erdős (HFSA)

Péter Holtzer (OTP Fund Management)

Zsolt Kovács (ING Investment Management)

Péter Schusztter (Generali Fund Management)

Lilla Jurányi (ING Bank)

Läti

www.fktk.lv

www.rfb.lv

Ludmila Vojevoda (Finants- ja kapitaliturukomisjon)

Irina Ivanova (Finants- ja kapitaliturukomisjon)

Kristians Mikelsons (IS Hansa Fund Management)

Leedu

www.lsc.lt

www.socmin.lt

www.nse.lt

Vilija Nausedaite (Väärtpaberikomisjon)

Poola

www.knuife.gov.pl

www.wse.com.pl

Slawomir Solarz (KNUiFE)

Wojciech Wyszynski (KNUiFE)

Jaroslav Jamka (ING Pension Fund)

Radek Ignatowicz (BPH PBK)

Slovakkia

www.uft.sk

www.bsse.sk

Július Tomka (Väärtpaberituruamet)

Julia Steflíková (Väärtpaberituruamet)

Andrej Koleda (Rahandusministeerium)

Arjen van Zanten (ING Bank)

Zuzana Horáková (HVB Bank)

Sloveenia

www.uvi.si/eng/slovenia/background-information/pension-system/

www.a-tvp.si

www.a-zn.si

www.ljse.si

Jasna Stanković (Väärtpaberituruamet)

Jurij Goerik (Kindlustusinspeksioon)

Branko Miklavic (Bank Austria Creditanstalt)