



Finantsinspeksioon

Hr Villu Kõve
Riigikohus
Lossi 17
50093, Tartu

Teie 30.04.2020 nr 5-20-3/12 PSJV nr 5-20-3

PSJV nr 5-20-3: Finantsinspeksiooni arvamus esitatud küsimustes

Lugupeetav Riigikohtu esimees Villu Kõve

Olete 30.04.2020 esitanud Finantsinspeksioonile kirja nr 5-20-3/12 PSJV nr 5-20-3, milles palute avaldada arvamust küsimustes, mis puudutavad ülalviidatud kirjas kirjeldatud II samba pensionifondide reformiga (edaspidi *pensionireform*) seonduvat. Palusite Finantsinspeksioonil avaldada arvamust kuueks rühmitatud küsimustele vastates, et saaksite hinnata II samba pensionifondide osakuomanike omandipõhiõiguse riivet.

Finantsinspeksiooni seaduse (edaspidi *FIS*) § 49 lg 2 kohaselt Finantsinspeksioonil on õigus esitada ... ülevaateid finantssektori tegevust ja finantsjärelevalvet käsitlevate õigusaktide mõju ja rakendamise kohta, samuti selliseid ettepanekuid ning ülevaateid avalikustada.

Finantsinspeksioon teeb finantsjärelevalvet sõltumatult (*FIS* § 4 lg 3) tegutsedes üksnes avalikes huvides (*FIS* § 3 lg 3). Finantsjärelevalvet teostatakse finantssektori stabiilsuse, usaldusvärsuse ja läbipaistvuse ning toimimise efektiivsuse suurendamise, süsteemsete riskide vähendamise ning finantssektori kuritegelikel eesmärkidel ärakasutamise tõkestamisele kaasaaitamise eesmärgil, et kaitsta klientide ja investorite huve nende vahendite säilimisel ning seeläbi toetada Eesti rahasüsteemi stabiilsust (*FIS* § 3 lg 1). Finantsinspeksiooni puutumus sotsiaalkindlustus- ja pensionisüsteemiga toimub finantsjärelevalve tegemisega.

Vastavalt investeerimisfondide seaduse (edaspidi *IFS*) § 455 lg 1 on järelevalve eesmärk tagada kõigi [pensionifondide ja fondivalitsejate asutamise või moodustamise, tegevuse ja lõpetamise vastavus IFS-le ning selle alusel antud õigusaktidele lähtuvalt avalikust huvist. Riiklikku pensionipoliitikat viiakse osaliselt ellu läbi finantsjärelevalve alla kuuluvate pensionifondide, mis on IFS kohaselt kvalifitseeritud kui investeerimisfondid. Seega Finantsinspeksiooni puutumus pensionireformiga piirdub tavapärase finantsjärelevalve teostamisega investeerimisfondide valdkonnas, meie pädevuses on kontrollida fondivalitsejate tegevuse seaduslikkust investeerimisfondide valitsemisel või anda eelnõu menetlemisel omapoolne eksperthinnang eelnõu valikutele fondisektori toimemehhanisme tundes ja arvestades neid (vt mh *FIS* § 6 lg 1).

Oleme püüdnud küsimuste vastamisel anda endast antud ajaraamis mõistlikult võimaliku. Finantsinspeksiooni vastus järgib küsimustega antud piire, me ei ole käesolevas vastuses pensionireformi laiemalt käsitlenud. Kokkuvõttes peitub ju ka antud asja võti erinevate legitiimsete väärtuste vahekorras ning aktsenteerimises, sealhulgas põhiseaduslike institutsioonide vastastikkustes rollides ning nende tasakaalus.

Märgime, et mõnele küsimusele ei ole võimalik tõekindlalt vastata, kuna vastus sõltub tulevikus aset leidvatest sündmustest ja olustikust. Tõekindlalt ette ei ole teada võimalike stsenaariumite eelduseks olev osakuomanike tegelik käitumine, nagu ka pensionifondide arvel omandatud investeringu likviidsusega seotu tulevikus, kuna see sõltub finantsturgudel, majanduses ja ühiskondades toimuvast. Kuna pensionifondide investeringud võivad igal päeval muutuda, siis täna antud hinnangud ei pruugi homme enam kehtida. Vastamisel eeldasime, aga ka pisteliselt vastamiseks võimaldatud ajaraamis kontrollisime, et fondivalitsejate positsioonid eelkõige mitte-likviidsete

Finantsinspeksioon

investeeringute osas olid üldjoontes samad kui nad olid Finantsinspeksiooni poolt eelnõu 108 SE II (edaspidi *eelnõu*) kohta antud hinnangute ajal, eelkõige selle tarbeks tehtud likviidsust hindavates stressitestides. Siinkohal mitte-likviidsete investeeringute asjaolu rõhutamise tähtsus nähtub hiljem meie vastustest teie küsimustele. Riskifaktorina on eelnõu kommenteerimise aja ja käesoleva vastuse hetke vahel ilmnenu Covid-19 pandeemiaga kaasnev olustik, mille tagajärjed majanduskeskkonnale ja finantsturgudele saavad kindlasti olema märkimisväärse ahelmõjuga, sealhulgas mõjuga pensionifondide investeeringutele ja seeläbi osakuomanike käitumisele.

1. Kuidas Teie hinnangul vaidlusalune muudatus (õigus nõuda II samba pensionifondi kõigi osakute tagasivõtmist ja nende väärtuse väljamaksmist enne pensioniea saabumist) mõjutab nende inimeste varalisi õigusi, kes ei nõua fondiosakute väljamaksmist? Sooviksin Teie arvamust muudatuse lühiajalise (vahetult pärast reformiseaduse jõustumist) ja pikaajalise mõju kohta nende isikute fondiosakute väärtusele, samuti osakuomanike jaoks kaasnevate kulude kohta.

Vastame korduste vältimiseks sellele küsimusele järgmiste punktide all. Vastused katavad käesoleva üldist laadi küsimuse, seejuures esitame omapoolsed hinnangud pensionireformi võimalikule lühiajalise ja pikaajalise mõjule, kus see on teatud mõõndustega võimalik.

2. Milliseid väljumisstsenaariume peate mõõdukateks ja milliseid äärmuslikeks (kas äärmuslikuks saab pidada 70-80% inimeste lahkumist)? Kas Teil on võimalik anda hinnang äärmuslike stsenaariumite rakendumise tõenäosuse kohta?

Finantsinspeksioonil on keeruline anda hinnangut pensionifondidest lahkujate osakaalule. Lahkujate osakaal sõltub nii reformiga seotud üldistest asjaoludest, näiteks nagu majanduse üldine olukord ja finantsturgudel toimuv, kui ka mistahes päevakajalistest sündmusest reformi rakendumise, sh väljumisotsuste tegemise ajahetkel. Oleme mõistnud, et erinevate uuringute kohaselt kavatakse pensionifondidest lahkuda hinnanguliselt ligikaudu 50%-i osakuomanikest.¹ Kuigi antud küsimusele vastamisel oleme lähtunud osaliselt ka sellest eeldusest, siis fondi likviidsuse seisukohalt omab suuremat tähtsust fondi tagasivõetavate osakute ja neile vastava investeeringu kogumaht, eeldades muude asjaolude samaks jäämist. Finantsinspeksiooni hinnangul 70-80% osakuomanike lahkumist ei saa stsenaariumina välistada, kuid seniste uuringute põhjal pidada pigem vähemtõenäoliseks ehk äärmuslikuks (vt vastust p 2.1 allpool Finantsinspeksiooni stressitesti stsenaariumitest). Väärrib märkimist, et osakuomanike väljumine ei pruugi toimuda korraga.

Pensionireformist sõltumata ei ole kuhugi kadunud vähemalt olulise rühma inimeste vajadus ega ka vastav nõudlus (pensioni)säästmiseks mõeldud toodete järele, eriti kui II samba pensionifondi toote juurde jääb alles mõjus riigipoolne toetus (riigi poolt lisatav osamakse 4%)². Samuti ei saa kõrvale jätta neid uusi liitujaid, kes tööturule pidevalt sisenevad ja liituvad II samba pensionifondidega ning seeläbi hakkavad teiselt poolt pikemas perspektiivis tasakaalustama väljumist, tuues pensionifondidesse sellega regulaarselt juurde uusi algpunktis likviidseid vahendeid.

2.1. Millised ohud kaasnevad erinevate lahkumisstsenaariumite rakendumisel?

Finantsjärelvalve jaoks on peamiseks küsimuseks, kas pensionireform suurendab süsteemset riski väljakannatamatu määrani, kus sekkutakse fondivalitsemisesse viisil ja ulatuses, mis tekitab osakuomanikule kahju.

Pensionireformiga antakse olemasolevatele pensionifondi osakuomanikele õigus fondist enne pensioniiga väljuda. Osakuomaniku poolt fondist väljumine on II samba pensionifondide puhul toimunud nn süsteemi siselt: osakuomanik võib teatud perioodidel vahetada fondi, mis on sisuliselt ühele fondile osakute tagastamine nende puhasväärtuses. Väljaspool kohustuslikku pensionisüsteemi eksisteerivad vastavalt õigusaktides sätestatud investeerimisfondid, kes on kohustatud osakuomaniku nõudmisel osaku puhasväärtuses tagasivõtma, see tähendab maksma osakuomanikule vastava summa raha. Krediidiastutustes on nõudmiseni hoiused, mille ulatuses konkreetne õigustud hoiustaja saab nõuda pangalt igal ajal raha maksmist hoiustajale või andma juhise maksta raha kolmandale isikule.

¹ Nt „08/2019 Eesti elanike finantskirjaoskuse ehk rahatarkuse uuring“, Turu-uuringute AS, lk 89. Kättesaadav: https://www.rahandusministeerium.ee/sites/default/files/eesti_elanike_finantskirjaoskuse_aruanne_loplik_november_2019_pd_f.

² Hetkeseisuga on otsustatud vastav riigi panustamine peatada kuni 31.08.2021, mis võib omada väljumist ergutavat mõju. COVID-19 pandeemia mõju majandusele ja varade hindadele võib samas omada süsteemi jäämise mõju või sõltuvalt isiku finantsseisundist hoopis stimuleerida süsteemist väljumist.

Finantsinspeksioon

Nagu kogu finantsvahenduse valdkonnas ka investeerimisfondide tegevuses eeldatakse, et fondide tegevustingimused on pigem püsivad. Nii saab osakuomanik, otsustades omandada fondi osaku, olla kindel selles, et fondi investeerimistegevus vastab ka tulevikus sellele, mida fondivalitseja on temale fonditingimustes ja prospektides avaldanud. See võimaldab osakuomanikul oma subjektiivse otsuse alusel otsustada, kas fondi tingimustes ja muudes dokumentides avaldatud investeerimispoliitika, kaasnev riskitase ja muud olulised asjaolud on osakuomanikule sobivad. Fondivalitseja omakorda saab kehtivate tingimuste alusel valida, kaaluda ja teha investeerimispoliitikale vastavad investeeringud, sealhulgas investeeringuid muuta. Fondivalitsejad iseseisvalt kujundavad fonditingimused, arvestades seaduse tingimusi. Finantsinspeksioon veendub, et need tingimused ei ole vastuolus IFS imperatiivsete normidega. Potentsiaalsed osakuomanikud otsustavad, kas sellised tingimused neile faktiliselt sobivad (võrreldes teiste fondidega, investeerimisobjektidega ja/või alternatiividega) omandades või tagastades osakuid. Igasugune pidev finantssektori seadustiku muutmine kannab ennas täiendavaid kulusid, kuna professionaalsed teenuseosutajad püüavad pideva muutuse võimalikkust hinnastada (teada on muutuse võimalikkus, kuid tundmatu selle sisu), millise kannavad kliendid ja/või teenuseosutaja osanikud.

Fondide valitsemisel on oluline fondi suhtes kohaldatav investeeringute kvaliteet, kvantiteet, investeerimispoliitika ja ka osakute tagasivõtmise poliitika, sest viimane samuti mõjutab hinnangulist investeeringute likviidsuse vajadust. Kui fondis osakuomanik võib osakud alati puhasväärtuse alusel fondivalitsejale tagasi müüa, ei saa fondivalitseja endale lubada märkimisväärset mahus ebalikviidseid, kuid näiteks suurema oodatava tuluga, aga samas ka suurema riskiga investeeringuid. Objektiivselt võttes või konkreetse fondi (tingimuste) vaatest äärmuslikes olukordades, näiteks suur osakuomanike väljavool üldise finantskriisi ajal ei ole neid investeeringuid reeglina võimalik piisava kiirusega ning fondis vara väärtuses kajastatud hinnaga müüa. Osakute tagasi võtmiseks vajaliku raha saamine fondi varaks olevate likviidsete instrumentide arvel tekitab aga omakorda uue olukorra, kus fondi jäänud osakuomanikele justkui jääks ebalikviidne vara (mis küll omakorda võib aga olla likviidsest varast tulusam), kui tagasi tuleb võtta märkimisväärset mahus osakuid. Samas selliste varade osakaalud laias laastus on sätestatud fonditingimuste ja investeerimispoliitikaga ning seeläbi on osakuomaniku eeldusliku riskitolerantsi piirides. Finantsjärelevalveliseks probleemiks eelkirjeldatud juhtumil on: tagasivõtmise (sooviavalduste) tulemusel fondi tingimustele mittevastavaks muutunud või muutuv fondi vara koostis, mida kroonib fondivalitseja tegevusetus vara koostise muutmiseks. Fondi tingimused ja vara sellele vastavus on objektiivselt mõõdetavad, samas kui fondi vara likviidsus, selle müük ja vara kasu või kahju potentsiaal (jäävatele) osakuomanikele ei ole ettemääratavad. See on ka põhjus, miks finantsjärelevalve reeglina ei ulatu näiteks fondi vara juurdekasvule (fondivalitseja tegevuse³ edukusele), vaid jäetakse osakuomanike hinnata ning otsustada (näiteks osakute tagasivõtmisega).

Pensionireform süsteemist väljumise võimalusega potentsiaalselt ergutab mitte ainult neid keskmist arvu osakuomanikke, kes vahetavad pensionifonde kinnises süsteemis, vaid olulises mahus täiendavaid osakuomanikke, kes soovivad süsteemist väljuda. See omakorda toob fondivalitsejatele kaasa vajaduse olla valmis olulises mahus pensionifondi investeeringute realiseerimiseks osakute sujuvaks tagasivõtmiseks puhasväärtuses. Taolise muudatusega ei saanud osakuomanik investeerimisel ega fondivalitseja fondi ning selle tingimuste loomisel ja investeerimispoliitika kujundamisel ette arvestada, kuigi ei saa ka eeldada õigusraamistiku staatikat. Finantsjärelevalve vaatest küsimus siin taandub pigem riskide juhtimisele: faktilise olustiku tuvastamine (riskikeskkonna määratlemine ja riskide mõõtmine) ning sellele sobivate vastumeetmete analüüs ja otsustamine (riskide kontrollimine).

Finantsinspeksioon on eelnõu menetlemise käigus viinud läbi pensionifondide likviidsuse stressitesti (2019 lõpp). Stressitesti teostati ühekuulist väljamaksete tähtaega arvestades, kuna eelnõus ei olnud praeguses vaidlustatud raamistikus olevat kuuekuulist perioodi (p 2.3 allpool). Kuuekuuline periood peaks olulisel määral maandama ka äärmusliku väljumise stsenaariumi riski (vt p d allpool).

Stressitesti käigus Finantsinspeksioon hindas eelnõu potentsiaalset mõju erinevate stsenaariumite pinnalt, mis lähtusid pensionifondide osakute tagasivõtmiste erinevatest võimalikest mahtudest. Finantsinspeksiooni poolt etteantud stsenaariumite põhjal suunasime fondivalitsejaid andma hinnangut selle kohta, kui palju aega kuluks

³ Finantsjärelevalve küll tegeleb muuhulgas fondivalitseja seadusjärgse kapitaliseerituse ning hoolsus- ja lojaalsuskohustuse täitmise hindamisega. Nt kas ja kuidas valiti investeerimisobjektid; mitme fondi valitsemisel, kuidas jaotati investeerimisobjektid; kas ja milliseid fondi vahendite väliseid erguteid ning muid huvide konflikti potentsiaaliga elemente fondivalitseja tegevust seejuures mõjutas jne.

Finantsinspeksioon

pensionifondides olevate varade, sh eriti mitte-likviidsete investeeringute võõrandamiseks.⁴ Kokkuvõtvalt jõudsime toonase likviidsuse stressitesti käigus järgmiste järeldusteni:

- a) Stressitest teostati kõigi 25 kohustusliku pensionifondi suhtes. Kasutasime oma testis osakuomanike väljumise stsenaariume „50% (möödukas väljumine)“, „75% (äärmuslik väljumine)“ ja „90% (väga äärmuslik väljumine)“;
- b) Eesti pensionifondide investeeringute likviidsus on üldjoontes hea. Mitte-likviidsete investeeringute positsioonid ja osakaal fondide kaupa on siiski erinevad, vastates fonditingimustele;
- c) Mööduka väljumise stsenaariumi puhul suudavad tõenäoliselt kõik pensionifondid osakud korrapäraselt tagasi võtta;
- d) Äärmusliku väljumise stsenaariumi realiseerumisel ei suudaks hinnanguliselt neli pensionifondi realiseerida investeeringuid piisavas mahus, et koheselt täita kõik tagasivõtmise korraldused. Lisaks ei ole need fondid võimelised ühekuulise tähtajaga müüma ka vara selliselt, et portfelli struktuur vastaks seaduses sätestatud ja/või fondi tingimustega kitsendatud riskihajutamise piirangutele. Fondivalitsejate hinnangul kuluks osakuomanike parimates huvides investeeringute realiseerimiseks sellisel juhul ligikaudu 180 päeva;
- e) Väga äärmusliku väljumise stsenaariumi puhul tekivad raskused hinnanguliselt kaheksal pensionifondil.

Ülaltoodud punktis d viidatud pensionifondide vara moodustab kõigi pensionifondide varast 27 %. Arvestada tuleb, et tegu on ühe fondivalitseja valitsetavate erinevate fondidega. Punktis e toodud kaheksa fondi aga moodustavad 52 % pensionifondide koguvarast. Viidatud fondide varade koostis on selline, mis kõnealuste stressi-stsenaariumite puhul ei võimaldanud vastavas mahus (75-90%) korrapäraselt väljumist, mitte et nende fondide vara olekski mitte-likviidne. Lisaks eeltoodu ei tähenda automaatselt probleeme osakuomanikele, vaid suuremat või vähemat viivitust ja kulu fondivalitseja poolt vara pööramisel likviidsemaks varaks. Vastupidiselt stressitesti statistilisele ja ühetaolisele maailmale käituvad tegelikkuses osakuomanikud iga konkreetse pensionifondi lõikes erinevalt.

2.2. Kas on võimalik, et äärmuslike stsenaariumite puhul ei suuda fondid väljamakseid teha ja mis sellisel juhul saab?

Äärmusliku väljumise stsenaariumi (75% väljumine) puhul on see mõne pensionifondi puhul võimalik, kui arvestada 180 päevast lühema perioodiga (vt p 2.1(d)). Samal eeldusel võib mõne fondi puhul väljamaksete tegemine olla raskendatud ka mõnevõrra väiksemal väljumisel kui see on 75%, kuid mitte likviidsuse tõttu, vaid väljumise tulemusel vara koosseis võib vastuollu minna fondi tingimustes sätestatuga. Tavaolukorras on mõlema kirjeldatud juhtumi esimeseks tagajärjeks on see, et fondi korrapärane valitsemine on selliselt takistatud, et fondivalitseja on selle tulemusel IFS § 57 ja 66 alusel kohustatud osakuomanike kollektiivsetes huvides peatama osakute tagasivõtmise. Vastavalt § 57 lg 7 võib osakute väljalaskmise või tagasivõtmise peatada kuni kolmeks kuuks ning seda tähtaega võib pikendada Finantsinspeksiooni nõusolekul. Kohustusliku pensionifondi osakute väljalaske võib peatada üksnes Finantsinspeksiooni loal (IFS § 66 lg 2). Kui fondivalitseja suudab temale antud tähtaja jooksul pensionifondi korrapärase valitsemise taastada, avatakse fondi osakute väljalase ja tagasivõtmine tavapärastel alustel.

Kui fondivalitseja pensionifondi korrapäraselt valitsemist ei suuda taastada (mis on üsna tõenäoline tagajärg sellistel juhtumitel, kuna likviidsusprobleem toob kaasa tavapäraselt ka teiste osakuomanike soovi fondist lahkuda, võimendades osakute tagasivõtmistaotluste mahtu veelgi), siis suhteliselt suure tõenäosusega lähevad likviidsuskriisi sattuvad fondid likvideerimisele. Enne likvideerimismenetlust on veel mõned võimalused lahenduse leidmiseks, nagu fondi üleandmine teisele fondivalitsejale, fondi ühendamine mõne teise fondiga. Kui pensionifondi üleandmine teisele fondivalitsejale ei ole olnud võimalik (see on IFS § 187 lg 1 alusel kohustuslik eeltingimus) läheb pensionifond lõpetamisele ja see likvideeritakse IFS alusel (§ 169 jj). Likvideerimise käigus võõrandab fondi likvideerija võimalikult kiiresti ja osakuomanike huvisid järgides fondi vara, nõuab sisse võlad ja rahuldab fondi võlausaldajate nõuded, sealhulgas täidab fondi tingimustes ja prospektis ette nähtud kohustused fondivalitseja ja depositooriumi ees ning jaotab likvideerimisel järele jäänud vara osakuomanike vahel vastavalt igale osakuomanikule kuulunud osakute liigile, arvule ja puhasväärtusele. Kogu see protsess osakute tagasivõtmise peatamisest kuni osakute eest rahaliste vahendite kättesaamiseni võib seadusest tulenevaid tähtaegasid arvestades kujuneda mitme aastaseks.

Ülalkirjeldatud olukorda tasandab reformiseadusega muudetud IFS § 525 lg 3, mille kohaselt kohustusliku pensionifondi valitseja võib aastatel 2021–2024 ajutiselt ületada käesolevas seaduses, kohustusliku

⁴ Stressitesti tulemus on alati hinnanguline. Tegelik investeeringute likviidsus selgub konkreetsete müügitehingute raames, mis omakorda sõltub tulevikus kehtivast turusituatsioonist, nõudluse ja pakkumise vahekorra jmt.

Finantsinspeksioon

pensionifondi tingimustes või prospektis sätestatud investeerimispiiranguid, kui see on tingitud fondivalitsejast mitteolenevast põhjusest... Kohustusliku pensionifondi valitseja peab antud lõikes nimetatud pensionifondi investeeringud viima kooskõlla IFS-s, selle fondi tingimustes ja prospektis sätestatud investeerimispiirangutega järgmise 12 kuu jooksul investeerimispiirangu ületamisest arvates. Fondivalitsejast mitteolenevaks põhjuseks peetakse olukorda, kus kohustusliku pensionifondi vara väärtus väheneb ühes kalendrikuus rohkem kui 20 protsendi võrra tulenevalt osakute tagasivõtmise ja väljalaskmise vahest (IFS § 525 lg 4).

2.3. Kuidas mõjutab osakuomanike õigusi väljamaksete tegemiseks ette nähtud 6 kuud (KoPS § 43¹ lõige 2)?

Kuu kuu reegel on oluline ajaline meede potentsiaalse likviidsusprobleemi ärahoidmiseks. Kindlasti on tegemist keeruka olukorraga, kus osaliselt põrkuvad fondi kollektiivne huvi (fondivalitseja tegutsemiskohustus abstraktselt nn keskmise osakuomaniku ehk osakuomanike ühistes huvides) ja ühe konkreetse osakuomaniku huvi. Mõlemat üheaegselt rahuldavat lahendit on pensionireformi spetsiifikat arvestades keeruline saavutada. Kollektiivse huvi vaatenurgast võib mõista argumentatsiooni, et fondivalitseja reformist tuleneva riski juhtimiseks peaks aegsasti olemasolevate osakuomanike üldistes huvides ette teadma, milliseks kujuneb tagasivõtmiskorralduste tegelik maht. Sellest lähtuvalt on fondivalitsejal võimalik kohandada fondi investeerimistegevus, et neid korraldusi oleks võimalikult väikese kuluga osakuomanike vaatest täita. Teiselt poolt konkreetne tagasivõtmist sooviv osakuomanik kannab osaku hinna muutumise riski kuue kuu kestel saades osaku lõpliku hinna teada alles poole aasta pärast pärast tagasivõtmise korralduse fondivalitsejale esitamist. Vaidlustatud reformiseadusega muudetud KoPS § 52⁴ lg 5³ juhti kuue kuu hinnamuutuse riski andes osakuomanikule õiguse kuu enne tagasivõtmise realiseerumist oma korraldus soovi korral tagasi võtta. Viimane omakorda ei ole ideaalne olustik fondivalitseja jaoks, kuna portfelli positsioonide kohandamist sõltuvalt konkreetse vara kvaliteedist tuleb juba varem alustada, kuid võimaldab siiski ette näha potentsiaalset tagasivõtmise võimalikku mahtu.

3. Millised kulud kaasnevad likviidsuse suurendamiseks varade jaotuse muutmise ja kes need kannab?

Vastavalt IFS § 58 lg 1 p 3 ja § 65 lg 3 kantakse väärtipaberitehinguga seotud kulu pensionifondi arvelt ehk selle tasub seeläbi proportsionaalselt osaluse suurusele pensionifondi osakuomanik.

Esmalt peab selle küsimuse võtmes fondivalitseja pensionifondi valitsemisel jõudma selleni, et likviidsuse suurendamiseks tuleb teostada tavapärasest täiendavaid tehinguid. Likviidsust saab ka juhtida näiteks seeläbi, et fondi laekuvad endiselt olemasolevatelt ja ka uutelt lisanduvatelt osakuomanikelt regulaarselt uued vahendid (riiklik osamakse küll peatatud kuni 31.08.2021), mille abil saab osakute tagasivõtmiskorraldusi realiseerida, need saab vajadusel investeerida likviidsemasse varasse ning viia portfell seeläbi paremasse tasakaalu fondi osakute tagasivõtmispoliitikaga. Selliselt ei saa seda pidada kulutuseks, mis oleks tekkinud reformi tulemusel ehk see oleks kuidagi „kulukam“ igapäevasest varavalitsemisest. Tuleb ka siinkohal arvestada, et fondivalitsejatel on regulatiivse muudatuse realiseerumine päris pikalt teada, mistõttu ettevalmistusi portfelli struktuuri muutmiseks on olnud võimalik juba osaliselt alustada.

Suuremahulise osakute tagasivõtmiskorralduste juures on siiski võimalik, et osakuomanikele tekib ka täiendav kulu, kuna osa investeeringuid tuleb korralduste rahuldamiseks realiseerida ning sellega kaasneb väärtipaberitehingute kulu. Selle kannavad proportsionaalselt ka need pensionifondi osakuomanikud, kes jäävad fondi. Rahvusvaheline tava antud küsimuses on erinev: osad fondivalitsejad rakendavad kollektiivsetes huvides sellele vastumeetmeid, osa mitte. Tuntakse instituute nagu „*swing pricing*“ ja „*anti dilution levy*“, mille eesmärgiks on taolisi tagajärgi käsitleda, näiteks täiendavate tasude kujul või keerukamates lahendites ka fondi puhasväärtuse „ebasoodsas“ korrigeerimises osakutega kauplevate investorite suhtes.⁵ Valdkond ei ole Euroopa Liidus tänaseni harmoniseeritud, puudub ka ühtne kohustuslik standard. Tõenäoliselt on selle põhjuseks eelkõige asjaolu, et kollektiivse huvi prevaleerimine ei ole siin nii selge, et kas eelistada püsivalt fondis olevaid investoreid sagedasti fondi osakutega tehinguid tegevate investorite ees jne. Seaduses hetkel eelkirjeldatule täpselt korrespondeeruvaid meetmeid ei ole. Kõige lihtsama meetmena, ehkki ka sellisel kujul oleks see ebatäpne, saaks kohaldada osakute tagasivõtmistasu fondist väljuvate

⁵ Vt vastav käsitlus European Systemic Risk Board (ESRB) poolt. „*Recommendation of the European Systemic Risk Board of 7 December 2017 on liquidity and leverage risks in investment funds (ESRB/2017/6)*“, lk 14. Vt ka näiteks hiljutised käsitlused mõnede järelevalveasutuste poolt tulenevalt kauplemise sagenemisest koroono tingimustes. Nt Prantsusmaa järelevalveasutus (AMF). „*Continuity of management activities during the coronavirus crisis*“, lk 4 jj. Kättesaadav: https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-04/faq_covid-19_en-relu_amg.pdf. Luksemburgi järelevalveasutus (CSSF). „*FAQ Swing Pricing Mechanism*“. Kättesaadav: https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier_OPC/FAQ/FAQ_Swing_Pricing_Mechanism_070420.pdf.

Finantsinspeksioon

investorite suhtes, kus vastav tasu jääks pensionifondi ja proportsionaalselt seeläbi suurendaks osaku puhasväärtust ning kataks seeläbi omakorda teatud osas kulust, mida fondivalitseja on sunnitud pensionireformist tulenevalt fondi arvelt tegema. Tagasivõtmistasu kohaldamine on ka praeguse IFS § 65 lg 1, 2 lubatud, kusjuures selle suurus on maksimaalselt 0,1% tagasivõetavate osakute väärtusest sõltuvalt fondi liigist. Ükski fondvalitseja seda võimalust praegu pensionifondi tingimustes ei ole sätestanud, kuid neil on õigus seda teha.

4. Kuna vaidlusalune muudatus suurendab oluliselt võimalust, et suur hulk inimesi võtab fondiosakud lühikese aja jooksul tagasi, samuti pole seda õigust ajaliselt piiratud, siis millist pikaajalist mõju see omab II samba pensionifondide tegevusele? Millises ulatuses see tingib vara jaotuse ümberkujundamise?

Kohendatakse (osade) pensionifondide investeerimispoliitikaid kajastamaks süsteemist väljumist, kuna fondist väljumine oli võimalik juba varasemalt. Investeerimisfondide riskijuhtimise üks põhimõtteid on, et fondi investeerimis- ja osakute tagasivõtmispoliitika peavad olema omavahel kooskõlas (vt vastus p-le 2.1 ülal). Mida avatum on fond, pigem seda likviidsematesse varadesse tuleb fondivalitsejal varad investeerida, loomulikult arvestades seaduse imperatiivseid norme ning fonditingimusi. Võib ka argumenteerida, et mitte-likviidsetesse varadesse investeerimisel on fondivalitsejal võimalik otsida suuremat tootlust, seda aga ka suurema võetava riski juures. Pensionifondide vara reguleeriv seadus samas on algusest kuni viimase ajani olnud konservatiivne suunates fonde investeerima pigem likviidsetesse varasse.

Kas ja millist mõju avaldab reformiseadus II samba süsteemi kui terviku tootlusele, ei ole võimalik arvestades eeltoodud üheselt hinnata ega ka ennustada, seda eriti suhteliselt kontsentreeritud turul, kus turuosaliste arv, kes tulemuse määravad, on väga väike. Näiteks ühe suure turuosalise ebaõnnestumine võib süsteemi terviku tootlust oluliselt mõjutada. Samuti ei ole ühelegi varavalitsemise viisile ega strateegia valikule võimalik edu ette määrata.

Teine kõrvalmõju süsteemile võiks olla asjaolu, et pensionifondide mahtude vähenemise tulemusel võib suurenedagi fondi valitsemisega seotud kulu suhe pensionifondi varadesse (rahvusvaheliselt tuntud mõiste *Total Expense Ratio*).

Kolmas kõrvalmõju on pensionifondide mahtude vähenemisest tingitud vastavate fondivalitsejate tulubaasi kitsenemine. See omakorda võib viia fondide valiku ahenemiseni ja turu veel suurema kontsentratsioonini.

5. Kas riik on võtnud piisavalt meetmeid selleks, et kaitsta nende osakuomanike varalisi õigusi, kes ei soovi võtta II samba pensionifondi (sh enne reformiseaduse jõustumist omandatud) osakuid tagasi enne pensioniea saabumist (arvestades ka osakuomanike võrdse kohtlemise nõuet)? Kas ja milliseid täiendavaid meetmeid oleks saanud rakendada?

Finantsinspeksioon on olnud Rahandusministeeriumi poolt kaasatud eelnõu menetlemisse ning oleme selle menetluse käigus saanud oma arvamust avaldada. Finantsinspeksiooni hinnangul on osakuomanike vaatest peamisi riske eelnõu menetlemisel kaardistatud ja käsitletud. Ühel või teisel moel on neid eelnõus erinevate vastumeetmetega adresseeritud. Võtmeküsimuseks osakuomanike varaliste õiguste vaatest on hinnang kas faktiline mitte-likviidsete investeeringute positsioon konkreetsetes pensionifondis on fondivalitseja poolt temale antud ajapiires juhitav. See kätkeb endas arvukaid aspekte tulevikus, mida on väga raske ette hinnata, kas osakuomaniku kaitseks võetud meetmed on saanud täielikud ja ideaalsed ning kas need tulevikus sõltuvalt sel hetkel lähtuvatest turutingimustest ka tegelikult toimivad. Sellegipoolest ei ole meil täiendavalt ettepanekuid, mida vältimatult tuleks osakuomanike kaitseks täiendavalt rakendada. Samas ei saa me mõistetavalt anda ka kindlust, et osakuomanike varaliste õiguste vaatest ei ole tulevikus sündmusi või keskkond selline, kus kahju võib üksikjuhtudel sellegipoolest tekkida.

Likviidsusriskile lisaks kätkeb reform endas infotehnoloogilisi riske, huvide konfliktide riske ja muid operatsioonilisi riske ning fondivalitsejate ärimudelite riske. Peame neid reformi suurust ja sisu arvestades pigem loomulikult kaasnevaiks riskideks, mille juhtimiseks on olemas hetkel üldjoontes piisav seadustik⁶. Arvestades Finantsinspeksiooni seadusjärgseid ülesandeid, pensionifondide turu suurust ja osalejate arvu, reformi toodavat muudatust, plaanime reformi käiku seirata kõrgendatud tähelepanuga, rakendada järelevalvetoiminguid ja vajadusel ka haldussundi. FIS § 5 lg 2 kohaselt Finantsinspeksiooni järelevalvetoimingute sagedus ja rakendatavad meetodid arvestavad finantsjärelevalve subjekti suurust, tegevuse mõju finantsüsteemile ning tegevuse laadi, ulatust ja

⁶ Nõrkuseks on olemasolev karistuste raamistik finantssektoris. Finantsinspeksiooni sellel pikemalt ei peatu, kuna antud teema otseselt ei haaku käesoleva menetlusega.

Finantsinspeksioon

keerukust, lähtudes proportsionaalsuse põhimõttest. Inspeksioon arvestab haldussunni kohaldamisel riskide ja võimaliku rikkumise iseloomu, kestust ja korduvust, järelevalvesubjekti majanduslikku võimekust, tekkinud või tekkida võinud kahjude suurust ning võimalikku mõju finantssüsteemi stabiilsusele.

6. Kas on piisavalt maandatud oht, et turuosalised ei satuks seadusega vastuollu?

Kehtiva seadusega vastuollu sattumise oht on fondivalitsejal eelkõige oludes, kus reformist tulenevalt osakuomanikud kasutavad nendele pensionifondist väljumiseks antud õigust äärmiselt suuremahuliselt. Selliste tagasivõtmiskorralduste rahuldamiseks on fondivalitseja sunnitud peegeldavana realiseerima suures mahus pensionifondi investeringuid. Milliseid investeringuid täpselt ja millises ulatuses, võib arvestades kollektiivset osakuomanike huve, sõltuda väga erinevatest konkreetse investeringuga seotud asjaoludest. Seda tuleks teha parima kasuga. Selle tulemuseks võib olla, et fondivalitsejal ei pruugi enam olla võimalik täita seaduses sätestatud investeerimispiiranguid. Sellise riski kompenseerimiseks võib reformiseaduse kohaselt (IFS täiendamine § 525 lg 3 ja 4) kohustusliku pensionifondi valitseja aastatel 2021–2024 ajutiselt (12 kuu jooksul) ületada IFS-is, kohustusliku pensionifondi tingimustes või prospektis sätestatud investeerimispiiranguid, kui see on tingitud fondivalitsejast mitteolenevast põhjusest, nagu osakute tagasivõtmise ja väljalaskmise vahekord.

Teiseks eelnõuga loodud vastumeetmeks on fondivalitseja õigus võtta kuni 25 protsendi ulatuses fondi vara väärtusest laenu (IFS täiendamine § 124 lg 3), tingimusel, et pensionifondi valitseja teeb seda temalt eeldatava ettevaatlikkuse ja hoolsusega, lähtudes kõigi osakuomanike õigustatud huvidest ning hinnates pensionifondi arvel laenu võtmise vajadust ja selle laenu teenindamise võimekust. Ka see annab teatud suurema paindlikkuse, et investeringute vastavust paremini juhtida, mööndes, et sellel on ka riskide suurenemise riski mõõde juures.

Kolmandaks kannab riski juhtimise ülesannet väljamaksete tegemiseks võimaldatud kuuekuuline tähtaeg ühelt poolt ja ühekuuline nn ümbermõtleamise tähtaeg osakuomanikule.

Loodame, et meie vastustest on Teile abi. Täiendavatele küsimustele vastame hea meelega.

Kontaktisikuks vastuskirjaga seotud küsimustes on Finantsinspeksioonis juhatuse esimees Kilvar Kessler (kilvar.kessler@fi.ee), juhatuse liige Andre Nõmm (andre.nommm@fi.ee) ja osakonna juhataja Maksim Golovatjuk (maksim.golovatjuk@fi.ee)

Lugupidamisega

/allkirjastatud digitaalselt/

Kilvar Kessler
juhatuse esimees