



PARLAMENTNÍ
INSTITUT

Regulace investování důchodových fondů v rámci druhého a třetího pilíře důchodového systému ve vybraných státech

Ing. Marcela Cupalová, Ph.D.

Informační podklad č. 5.322

září 2011



POSLANECKÁ
SNĚMOVNA
PARLAMENTU
ČESKÉ REPUBLIKY

OBSAH:

DÁNSKO	2
ESTONSKO	3
FINSKO	3
ITÁLIE	4
NĚMECKO	4
POLSKO	4
PORTUGALSKO	5
SLOVENSKO	5
ŠPANĚLSKO	6
ŠVÉDSKO	6
RAKOUSKO	7
POUŽITÉ ZDROJE:	8

Práce přináší základní přehled regulace investování důchodových fondů v rámci druhého a třetího pilíře důchodového systému. Některé země přistupují k detailní regulaci a výrazně omezují možnost fondů investovat, některé země zase naopak nechávají fondům v rámci druhého a třetího pilíře důchodového systému pro investování relativní volnost. Ve většině zemí EU také platí poměrně komplikovaná regulace investic do jednoho subjektu (emitenta akcií), konfliktu zájmu a pravidel pro koncentraci vlastnictví i jiných kvantitativních pravidel.

Dánsko

V Dánsku existuje 70% limit pro investice do akciového kapitálu. Pro investice do nemovitostí neplatí žádný limit, pokud jsou tzv. „prvotřídní“ (gilt-edged), podobně jako pro dluhopisy. Pokud jsou ovšem dluhopisy tzv. „neprvotřídní“ (non-gilt edged), platí pro ně stejné omezení jako pro akcie – tj. 70 % investičního portfolia. 70% limit platí také pro retailové investiční fondy (tento limit se ovšem nevztahuje na UCITS - Společnosti kolektivního investování do převoditelných cenných papírů - s pouze kótovanými prvotřídními cennými papíry jako základním aktivem. U soukromých investičních fondů platí 10% omezení pro hedgeové fondy, soukromé kapitálové fondy a jiné fondy. Pro půjčky neplatí žádná omezení, pokud se jedná o tzv. „prvotřídní“ půjčky, v případě ostatních platí omezení maximálně 2 % investičního portfolia.

Estonsko

V Estonsku existuje mandatorní i dobrovolný systém fondů důchodového spoření. V mandatorním platí omezení ve výši 75 % portfolia pro investice do všech fondů kromě konzervativních. Pro konzervativní fondy je omezení nulové. Také pro dobrovolný systém důchodového spoření neexistují žádné limity. Pro investice do nemovitostí platí v mandatorním systému omezení 40 %, v dobrovolném systému spoření 70 %. Pro investice do kótovaných cenných papírů neplatí žádné omezení, pro nekótované cenné papíry pak limit 10 %. Pro půjčky platí taktéž omezení 10 %. Pro bankovní vklady neexistují v mandatorním systému žádné limity, stejně jako v dobrovolném systému.

Hlavní změnou v penzijním systému v poslední době bylo zvýšení limitů pro investice do nemovitostí a nemovitostní fondy z 10 na 40 % a pro rizikový (spekulační) kapitál z 30 na 50 % portfolia v roce 2007.

Finsko

Pro finské dobrovolné penzijní plány platí omezení pro investování do kótovaného akciového kapitálu ve výši 50 % a 10 % pro investování do nekótovaného akciového kapitálu fondů. Pro investice do nemovitostí platí omezení ve výši 40 % portfolia. Pro dluhopisy vlád, místních samospráv a dalších jim podobným institucí neplatí dosud žádné omezení, 10% omezení platí pro nekótované cenné papíry jiných než centrálních vládních a místních institucí a jim podobných institucí. Stejná pravidla platí i pro retailové investiční fondy, pokud investují do cenných papírů vydaných těmito institucemi. Pokud investují do akciového kapitálu, pak platí omezení 50 % a 10 % pro nekótovaný akciový kapitál. U soukromých investičních fondů platí limit 5 % pro hedgeové fondy. Pro půjčky existuje limit 70 % u hypoték, včetně investic do nemovitostí a budov a 10 % pro podřízené půjčky.

Jiná pravidla platí pro statutární (zákonné a povinné) penzijní plány – co se týká investic do akciového kapitálu, neexistuje omezení pro kótovaný kapitál, pro nekótovaný je to 15 % portfolia (toto omezení je stanoveno pro nekótované cenné papíry vyjma investic do nemovitostí). Podobné pravidlo platí pro nekótované dluhopisy (investice do kótovaných jsou bez omezení) - omezení ve výši 15 % portfolia platí pro nekótované dluhopisy kromě těch vydaných vládou, místními vládami nebo jim odpovídající dluhopisy (a kromě investic do nemovitostí). Pro retailové investiční fondy platí opět omezení jen v případě nekótovaných dluhopisů (15 %) – vyjma investic do nemovitostí - podobně je tomu i u soukromých investičních fondů. Pro půjčky platí omezení 5 %, pokud se jedná o nezajištěné půjčky a dlužníkem je někdo jiný než vláda, místní vlády nebo odpovídající instituce.

U povinného důchodového pojištění platí, že fondy mohou investovat maximálně 20 % aktiv do zemí mimo OECD. Pro dobrovolné spoření platí, že nejvýše 10 % portfolia může být investováno do aktiv zemí OECD jiných, než náležících do Evropského hospodářského prostoru.

V roce 2005 byly zvýšeny limity na zahraniční aktiva ze zemí OECD jiných než z Evropského hospodářského prostoru na 10 %.

Itálie

Pro investice důchodových fondů do akciového kapitálu neplatí žádný limit, stejně jako pro investice do dluhopisů, do nemovitostí je povoleno investovat pouze nepřímo. U retailových a soukromých fondů platí omezení zejména pro tzv. pevně vymezené neboli uzavřené (close-end) fondy, a sice do 20 % aktiv fondu a 25 % hodnoty fondu. Do 20% omezení jsou zahrnuty také investice do nemovitostních (realitních) fondů. Pro půjčky omezení neplatí, pro bankovní depozita pak 20 %, včetně krátkodobých účtů.

Cenné papíry vydané rezidenty mimo země OECD mohou být nakupovány do výše 5 %, pokud jsou obchodovány na regulovaných trzích, do cenných papírů obchodovaných na neregulovaných trzích nemohou penzijní fondy investovat.

Německo

V Německu¹ existují dvě formy důchodových fondů - tzv. „Pensionskassen“ a „Pensionsfonds“. Pensionskassen jsou rozšířenější a také jistější formou důchodového spoření – Pensionskassen ručí za nárok na zaopatření zaměstnanců – pokud zkrachují, musí důchodové zaopatření zajistit zaměstnavatel. Aby k tomu nedocházelo, jsou Pensionskassen právně regulovány a jsou také kontrolovány federálním úřadem pro dohled nad poskytováním finančních služeb.

Pensionsfonds regulovány nejsou, v Německu mohou být za účelem důchodového spoření provozovány teprve od roku 2002 a odlišují se tím, že mohou investovat celý svůj kapitál do akcií (ve skutečnosti ale 100 % kapitálu do akcií obvykle investováno nebývá, protože by to představovalo příliš velké riziko).² Pensionskassen smějí investovat do kótovaného akciového kapitálu do výše 35 % svého portfolia, do nekótovaného do výše 15 %, do nemovitostí až do výše 25 %, do dluhopisů pak do výše 50 %.

U retailových investičních fondů záleží na tom, do čeho fond investuje, tzn. že platí omezení pro akciový kapitál a dluhopisy, 15% omezení platí pro tzv. uzavřené, tj. pevně vymezené (close-end) fondy. Z hlediska investování do akcií a dluhopisů je tomu podobně i u soukromých fondů, 5% omezení ovšem platí pro hedgeové fondy. 5% omezení také platí pro rizika spojená s komoditami. Půjčky jsou omezeny limitem 50 % portfolia, z toho 35 % pro kótované podřízené půjčky a 15 % pro nekótované podřízené půjčky. Pro bankovní vklady platí omezení 50 %.

Pro zahraniční investice neplatí žádné limity, pokud ovšem vznikne jisté právní riziko, mohou být sledovány na obezřetnější úrovni. V roce 2004 byly poprvé povoleny investice do hedgeových fondů s limitem maximálně 5 % portfolia, pro jednotlivé fondy pak 1 %. V roce 2007 bylo také rozšířeno povolené investiční spektrum do všech zemí OECD.

Polsko

V Polsku je zavedeno mandatorní i dobrovolné penzijní spoření, a to už od r. 1997. U fondů v rámci mandatorního spoření je stanoven limit pro investice do akciového kapitálu - pro akcie kótované na primárním trhu 40 % a 7,5 % portfolia pro akcie kótované na sekundárním trhu nebo nekótované. Neexistuje limit pro investování do nemovitostí ani do státní pokladních dluhopisů,

¹ Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen, <http://www.gesetze-im-internet.de/vag/index.html>

² Altersvorsorge, 2007, http://www.forium.de/redaktion/chefsache_altersvorsorge/7/

naproti tomu existuje 40% omezení na hypotéky (15 % pro nekótované) a 40% omezení pro investování do municipálních a korporátních dluhopisů. U retailových investičních fondů platí omezení 10 % pro pevně vymezené, tj. uzavřené fondy (close-ended) a 15 % pro pevně nevymezené, tj. otevřené fondy (open-ended). Pro půjčky platí stejná pravidla jako pro investice do akcií půjčujícího. Bankovní vklady jsou omezeny limitem 20 % portfolia.

Regulace hospodaření fondů poskytujících dobrovolné penzijní spoření je odlišná. Mohou investovat 5 % portfolia do podílů vydaných akcionářem manažerské společnosti EPF, do nemovitostí investovat nemohou, pro dluhopisy platí omezení 10 % (pro dluhopisy a akcie vydané akcionářem manažerské společnosti EPF). Pro retailové investiční fondy neexistují omezení, stejně jako pro bankovní vklady, investování do soukromých investičních fondů není povoleno. Úprava půjček je ekvivalentní úpravě investic do akcií půjčujícího.³

Portugalsko

V Portugalsku neplatí žádná omezení pro investování důchodových fondů do dluhopisů, retailových investičních fondů ani do soukromých investičních fondů. Rozlišovány jsou zde tzv. zaměstnanecké penze, pro které neplatí téměř žádné limity, kromě limitu pro obchodování s kapitálovými akciemi a dluhopisy na neregulovaných trzích (15 %), a penzijní fondy PPR (osobní penzijní fondy), kde existuje limit 55 % pro investování do akciového kapitálu, 20% limit pro investování do nemovitostí, omezení 20 % pro hypotéky a limit pro depozitní vklady ve výši 20 %. Dále zde také platí limit pro obchodování na neregulovaných trzích pro kapitálové akcie a dluhopisy - 10 %.

V roce 2007 byly zrušeny limity pro investování do akciového kapitálu a do nemovitostí, hypoték a půjček členům zaměstnaneckých penzijních fondů. Bylo také vyjasněno, co je považováno za regulovaný trh, a byl navýšen celkový limit pro objem aktiv, která mohou penzijní fondy použít na půjčování z 10 % na 40 %.

Slovensko

Regulace investování na Slovensku⁴ závisí na formě fondu. Tzv. druhý pilíř je regulován následovně: existují tři typy fondů – růstový fond (hodnota akciových investic může činit až 80 % čisté hodnoty majetku fondu a majetek nezabezpečený vůči devizovému riziku nejvíce 80 % čisté hodnoty majetku fondu), vyvážený fond (omezení 50 % čisté hodnoty majetku pro akciové investice, hodnota dluhopisových a peněžních investic musí tvořit dohromady nejméně 50 % čisté hodnoty majetku, majetek nezabezpečený vůči devizovému riziku může tvořit maximálně 50 % čisté hodnoty majetku fondu) a konzervativní fond, v rámci kterého je možné investovat pouze do dluhopisů a peněžních investic a obchodů určených k omezení devizového rizika a jehož majetek nesmí být vystaven devizovému riziku. Z retailových investičních fondů jsou povoleny tzv. otevřené, tj. pevně nevymezené (open-ended) vzájemné fondy, a sice investice do výše 25 %, celkový podíl investice do jednoho fondu přitom může činit maximálně 10 %, soukromé penzijní fondy nejsou povoleny. Aktiva penzijních fondů nemohou být také použita na poskytování půjček. Depozitní vklad v jedné bance může činit maximálně 10 % portfolia.

³ OECD: Survey of Investment regulation of Pension Funds, June 2011, <http://www.oecd.org/dataoecd/9/1/48094890.pdf>

⁴ Zákon 43/2004 o starobnom dochodkovom sporení a o zmene a doplnění niektorých zákonov, 2004, poslední znění - ASPI

V rámci tzv. třetího pilíře neplatí pro příspěvkové penzijní fondy žádný limit pro investice do akciového kapitálu ani do dluhopisů. Z retailových fondů je možné investovat do tzv. otevřených, tj. pevně nevymezených vzájemných fondů (open-ended) a nemovitostních (realitních) fondů – do každého maximálně 20 % portfolia. U speciálních nemovitostních fondů a otevřených vzájemných fondů činí tento limit maximálně 30 %. Poskytování půjček není povoleno, depozitní vklad v jedné bance může činit nanejvýš 20 %.

Španělsko⁵

Ve Španělsku⁶ neplatí žádný limit pro investování důchodových fondů do akciového kapitálu, omezení ve výši 30 % portfolia platí pro cenné papíry, které nebyly připuštěny k obchodování na regulovaném trhu. Pro investice do nemovitostí platí limit 30 % portfolia, což je společný limit i pro hypoteční půjčky (u vybraných jedinečných nemovitostí činí tento podíl 10 % a pro nemovitosti UCITs (Společnosti kolektivního investování do převoditelných cenných papírů) 20 %). Pro obligace neplatí žádná zvláštní regulace, pouze podobné omezení pro investování do dluhopisů nepřipuštěných na regulovaný trh (30 %). Žádný limit také neplatí pro investování do retailových investičních fondů, pokud jednotlivé UCITs splňují právní požadavky, individuálně pak 20 % pro jednu UCIT. Do soukromých investičních fondů může být investováno 30 % portfolia, přitom 2 % do jednoho fondu. Půjčky jsou omezeny 30 %, půjčky členům nejsou povoleny. Na depozitní vklady se nevztahuje žádný obecný limit, individuálně platí 20% omezení.

Švédsko

Ve Švédsku existuje poměrně složitý systém regulace penzijních fondů. Existují zde tzv. svépomocné spolky (dobročinné společnosti), penzijní nadace, pojišťovací společnosti a poskytovatelé zaměstnaneckých penzijních schémat. Regulace těchto společností se liší, zejména penzijní nadace nejsou podřízeny jednotným investičním pravidlům, proto nejsou v práci zahrnuty. Limity pro investice do akciového kapitálu jsou u dobročinných společností (dále FSR) nulové a u pojišťovacích společností (dále IR) 25 %, pokud jde o kótované akcie, 10 % pro nekótované akcie. U zaměstnaneckých penzijních schémat neplatí u kótovaných akcií žádný limit, u nekótovaných akcií pak 10% omezení. Investice do nemovitostí jsou u FSR povoleny pouze do výše 4/5 nebo 2/3 zdanitelné hodnoty v závislosti na typu nemovitosti nebo příslušně 70 % či 60 % určené tržní ceny. U IR je to 25 %, pro OP neplatí žádný limit. Pro investování do dluhopisů neplatí u FSR žádný limit (kromě toho, že jiné dluhopisy než ty vydané státem nebo podobné kvality musí být vydány úvěrovou institucí nebo takovou institucí garantovány). Pro IR neplatí žádný limit, pokud jsou dluhopisy vydány státem nebo jsou podobné kvality, 75 %, pokud jsou vydány jinou entitou (maximálně 50 % dluhopisů může být vydáno společnostmi jinými než jsou úvěrové instituce), 10% omezení platí pro nekótované dluhopisy. U OP je stanoven limit 10 %, pokud jde o nekótované dluhopisy. Do retailových investičních fondů nesmějí FSR investovat vůbec, IR mohou realizovat investice do fondů, které primárně investují do aktiv, které jsou povolené pro přímé investování. Aktiva ve fondu musí být ale přidána k přímo vlastněným aktivům stejného typu a

⁵ La Ley de Regulación de los planes y Fondos de Pensiones, http://www.dgsfp.meh.es/sector/documentos/legislacion/Actulizada_10_2010/TRLRPFPP.pdf, Reglamento de planes y fondos de pensiones, http://www.dgsfp.meh.es/sector/documentos/legislacion/Actulizada_10_2010/RPFPP.pdf

⁶ La Ley de Regulación de los planes y Fondos de Pensiones, http://www.dgsfp.meh.es/sector/documentos/legislacion/Actulizada_10_2010/TRLRPFPP.pdf, Reglamento de planes y fondos de pensiones, http://www.dgsfp.meh.es/sector/documentos/legislacion/Actulizada_10_2010/RPFPP.pdf

celkově nesmí přesáhnout limit pro příslušná aktiva (25 % pro kótované akcie). Pro OP neplatí žádné limity. FSR nemohou investovat ani do soukromých fondů, IR mohou investovat do fondů, které primárně investují do aktiv, které by byly povoleny pro přímé investování. Aktiva ve fondu musí být opět přidána k přímo vlastněným aktivům stejného typu a celkem nesmí přesáhnout limit pro příslušná aktiva (25 % pro kótované akcie). Pro OP neplatí žádná omezení investování do soukromých investičních fondů. Investování do půjček není u FSR omezeno žádným limitem (jsou ovšem povoleny pouze půjčky s nějakou formou hypoteční záruky nebo se stejnou zárukou, pokud dlužníkem není švédský stát nebo švédská municipalita). Pro IR neplatí žádný limit, pokud je dlužník stát nebo stejný finančně stabilní subjekt, 75 %, pokud je dlužníkem úvěrová instituce nebo jiná společnost (maximálně 50 %). Limit 25 % platí pro hypoteční záruku v nemovitostech, 10 % pro jiné záruky. Pro OP platí 10% limit, pokud jde o nekótované produkty. Do depozitních vkladů nesmějí FSR investovat vůbec, IR do výše 75 % portfolia, pro OP neplatí žádný limit.⁷

Rakousko

V Rakousku existují kvantitativní limity pro investování do fondů – akcie, obchodovatelné cenné papíry ekvivalentní akciím, korporátní dluhopisy a jiné vlastnické podíly a další aktiva mohou činit maximálně 70 % portfolia fondu. Investice do dluhových cenných papírů (záruk), akcií a cenných papírů ekvivalentních akciím, se kterými není připuštěno obchodování na regulovaném trhu, musí tvořit méně než 30 % investičního portfolia.

Nejvýraznějšími změnami, které prodělal rakouský důchodový systém v posledních letech, bylo zrušení investičního limitu pro půjčky ve výši 10 % portfolia v roce 2003 a zrušení investičního limitu na bankovní vklady v roce 2006. V roce 2006 bylo také vydáno nařízení „Besondere Veranlagungsvorschriften für Pensionskassen“⁸, které ukládá penzijním pojišťovnám, aby neaplikovaly nařízení o rizikovém managementu penzijních pojišťoven – RIMAV-PK⁹ a aby již nezachovávaly dodatečné limity aktiv (dodatečně k limitům Spolkového zákona o zřízení, správě a dohledu nad penzijními pojišťovnami).¹⁰

⁷ OECD: Survey of Investment regulation of Pension Funds, June 2011, <http://www.oecd.org/dataoecd/9/1/48094890.pdf>

⁸ Gesamte Rechtsvorschrift für Besondere Veranlagungsvorschriften für Pensionskassen, <http://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20004984>

⁹ Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Mindeststandards für das Risikomanagement bei Pensionskassen (Risikomanagementverordnung Pensionskassen – RIMAV-PK)

¹⁰ Bundesgesetz über die Errichtung, Verwaltung, und Beaufsichtigung von Pensionkassen, <http://www.bmf.gv.at/Finanzmarkt/Altersvorsorge/Pensionskassen/Pensionskassengesetz/pkg05.pdf>

Použité zdroje:

OECD: Survey of Investment regulation of Pension Funds, June 2011,

<http://www.oecd.org/dataoecd/9/1/48094890.pdf>

World Bank: Pension funds regulation in other countries,

<http://www.brookings.edu/es/events/erisa/99papers/erisa6.pdf>

Davis, Philip E.: Prudent person rules or quantitative restrictions? The Regulation of long-term institutional investors' Portfolios, <http://www.ephilipdavis.com/lapfregcut1.pdf>

Pension Fund Investment and Regulation – a macro-study,

<http://www.docs.fce.unsw.edu.au/economics/CPS/conferences/2005Colloquium/Paper/Hu.pdf>