UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

POKOJNINSKA REFORMA V SLOVENIJI

Ljubljana, september 2008 JAKA ANDROJNA

IZJAVA

Študent Jaka Androjna izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša Berka Skoka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 9.9.2008 Podpis:_____

KAZALO VSEBINE

UVOD **1**

1 S STANJEM POKOJNINSKEGA SISTEMA V SLOVENIJI NISMO ZADOVOLJNI **2**

1.1 POKOJNINSKI SISTEM REPUBLIKE SLOVENIJE KLJUB REFORMI NEUSTREZEN 2
1.2 TRIJE STEBRI SLOVENSKEGA POKOJNINSKEGA SISTEMA 2
1.2.1 Prvi steber *3*
1.2.2 Drugi steber *3*
1.2.2.1 Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje 3
1.2.2.2 Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje 4
1.2.3 Tretji steber *4*
1.3 DEMOGRAFSKI RAZLOGI, KI SILIJO V SPREMEMBE SEDANJEGA POKOJNINSKEGA SISTEMA 4
1.4 REGULATIVA NALOŽBENJA PREVEČ OMEJEVALNA 6

2 SMERNICE RAZVOJA POKOJNINSKIH SISTEMOV V EVROPI **8**

2.1 KAKO NAJBOLJE NALOŽITI SREDSTVA, VLOŽENA V POKOJNINSKI NAČRT? 9
2.1.1 Vpliv zakonitosti delnic in obveznic na izbor naložbene politike *9*
2.1.2 Simulacijski model treh naložbenih strategij *14*
2.1.3 Garancije v primerjavi z mešano naložbeno strategijo *17*
2.2 NA KAKŠEN NAČIN POSAMEZNIKU OMOGOČITI PRAVO IZBIRO POKOJNINSKEGA VARČEVANJA? 19

3 KATERE REŠITVE IN RAZMIŠLJANJA ZNOTRAJ EU BI BILA PRIMERNA ZA SLOVENIJO **20**

SKLEP **23**

LITERATURA IN VIRI **24**

KAZALO SLIK

SLIKA 1: GIBANJE VELIKOSTI STAROSTNIH SKUPIN OD LETA 1980 DO 2050 (UGODNA RAZLIČICA) 5
SLIKA 2: RAZPOREDITEV REALNIH STOPENJ DONOSA DELNIC NA LETNI RAVNI ZA RAZLIČNA OBDOBJA DRŽANJA OD 1950 DO 2006 11
SLIKA 3: RAZPOREDITEV REALNIH STOPENJ DONOSA OBVEZNIC NA LETNI RAVNI ZA RAZLIČNA OBDOBJA DRŽANJA OD 1950 DO 2006 12
SLIKA 4: STANDARDNI ODKLONI REALNIH STOPENJ DONOSA DELNIC IN OBVEZNIC NA LETNI RAVNI ZA RAZLIČNA OBDOBJA DRŽANJA OD 1950 DO 2006 13
SLIKA 5: RAZPOREDITEV ZBRANIH SREDSTEV OB UPOKOJITVI POD RAZLIČNIMI NALOŽBENIMI STRATEGIJAMI 15
SLIKA 6: GARANCIJE V PRIMERJAVI Z MEŠANO NALOŽBENO STRATEGIJO 18

KAZALO TABEL

TABELA 1: DEMOGRAFSKI PODATKI OD LETA 1980 DO 2050 (UGODNA RAZLIČICA) 5
TABELA 2: NATALITETA IN RODNOST OD 1980 DO 2005 (UGODNA RAZLIČICA) 6
TABELA 3: LETNE REALNE STOPNJE DONOSA NA DELNICE IN OBVEZNICE-ARITMETIČNE SREDINE IN STANDARDNI ODKLONI 10
TABELA 4: PREMIJE ZA TVEGANJE NALOŽBENJA V DELNICE NA LETNI RAVNI OD LETA 1950 DO 2006 (%) 10
TABELA 5: ZBRANA SREDSTVA OB UPOKOJITVI POD RAZLIČNIMI NALOŽBENIMI STRATEGIJAMI 15
TABELA 6: PRIMERJAVA RAZPOREDITEV ZBRANIH SREDSTEV OB UPOKOJITVI POD RAZLIČNIMI NALOŽBENIMI STRATEGIJAMI 16
TABELA 7: PRIMERJAVA REZULTATOV Z IN BREZ GARANCIJ 18

UVOD

Varnost posameznikov v starosti je tesno povezana z njihovim finančnim stanjem. To je še vedno zagotovljeno preko prvega stebra pokojninskega sistema, ki temelji na medgeneracijski vzajemnosti. Delovno aktivna generacija s prispevki iz plač vplačuje v pokojninsko blagajno, iz nje pa upokojena generacija dobiva pokojnine. Žal je delovanje takšnega sistema povezano s problemom staranja prebivalstva, zato dolgoročno ne bo omogočal zagotovitve zadostne višine dohodka posameznika ob upokojitvi.

Leta 2000 je bil pokojninski sistem v Sloveniji reformiran in je poleg prvega stebra z namenom nadomestitve izpada dohodka ob upokojitvi vključil še drugi in tretji steber. Ta dva stebra temeljita na prostovoljnem vplačevanju prispevkov na individualni račun posameznika, njegovo upravljanje in naložbeno politiko pa vodijo pokojninski skladi, pokojninske družbe ali zavarovalnice.

Zaposleni, ki del svojih prihodkov vplačujejo v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, v osnovi nimajo enakih potreb. Nekateri imajo do upokojitve 10 let, drugi 20, tretji pa so se komaj zaposlili in jih do upokojitve loči še 40 let. Prav tako obstaja razlika glede naklonjenosti k tveganju; nekateri so zaradi potencialno višjega donosa pripravljeni prevzeti višjo stopnjo tveganja, drugi pa se želijo tveganju čim manj izpostavljati. Zato ni smiselno, da imajo njihova sredstva v okviru prostovoljnega pokojninskega zavarovanja enako naložbeno politiko.

Trenutna zakonodaja v Sloveniji je z vidika naložbenja precej omejevalna, saj ne omogoča naložbenja v pretežno delniške naložbe. Poleg tega tudi minimalna zajamčena donosnost na letni ravni negativno vpliva na uspešnost upravljanja sredstev. Le-ta se v okviru prostovoljnega dodatnega zavarovanja večinoma vlagajo v obveznice in inštrumente denarnega trga. Takšna naložbena politika pa je za zaposlene, ki imajo do upokojitve še 40 let, manj primerna, kot bi bila naložbena politika, ki bi vključevala tudi lastniške vrednostne papirje.

Nezanimivost pokojninskih produktov predstavlja potencialno škodo za bodočo upokojeno generacijo kot tudi za državo. Zaposleni, namesto da bi varčevali v pokojninskih shemah, upravljanih s strani profesionalnih upravljavcev pod nadzorom države, svoje zaslužke potrošijo.

Slovenija nujno potrebuje nov pokojninski sistem. Evropske države imajo podobne demografske težave, vendar so nekatere izmed njih že uspešno ukrepale. Bi bila morda katera od obstoječih rešitev primerna tudi za slovenski pokojninski sistem?

To problematiko bom obravnaval v svojem diplomskem delu in poskušal poiskati bolj primerno strukturo in delovanje pokojninskega sistema v Sloveniji. V prvem poglavju bom predstavil razdelitev slovenskega tristebrnega pokojninskega sistema, predstavil demografski problem, ki je vzrok za potrebne spremembe, ter opisal regulativo naložbenja pokojninskih skladov, pokojninskih družb in zavarovalnic v Sloveniji. V drugem poglavju se bom osredotočil na razvojne smernice pokojninskih sistemov v Evropi, predvsem z vidika naložbenih strategij s predhodno obravnavo zakonitosti delnic in obveznic. Tej obravnavi bodo sledili še praktični primeri ukrepov držav za olajšanje odločitev posameznikov. V tretjem poglavju pa bom strnil rešitve, ki izhajajo iz prvih dveh poglavij, ter jih dopolnil z dodatnimi praktičnimi rešitvami nekaterih evropskih držav na področju oblikovanja pokojninskega sistema.

1 S STANJEM POKOJNINSKEGA SISTEMA V SLOVENIJI NISMO ZADOVOLJNI

1.1 Pokojninski sistem Republike Slovenije kljub reformi neustrezen

Po Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju iz leta 2000 je pokojninski sistem razdeljen na tri stebre. Sprememba iz prejšnjega sistema na sedanjega je bila izvedena, ker zaradi staranja prebivalstva, brezposelnosti, zgodnejšega upokojevanja in finančne nevzdržnosti prejšnji sistem ni mogel več delovati le po principu PAYG (ang. pay as you go). Le-ta predstavlja sistem sprotnega kritja, ki temelji na principu medgeneracijske vzajemnosti, kar pomeni, da delovno aktivni s prispevki za pokojninsko blagajno financirajo pokojnine upokojene generacije. Novi sistem je tako poleg prej opisanega PAYG sistema, ki predstavlja prvi steber pokojninskega sistema, vključil še drugi in tretji steber. Ta dva naj bi nadomestila izpad pokojnine na račun prvega stebra, kateri zaradi vedno manjšega odstotka delovno aktivnih ne bo omogočal primerne višine pokojnine in s tem ohranjal življenjskega standarda številčnejše upokojene generacije. Seveda pa sedanji pokojninski sistem prinaša tudi zmanjšano vlogo obveznega zavarovanja in tako prenaša del odgovornosti (ta se z leti povečuje, saj je delež prvega stebra v pokojnini vedno manjši) za dohodek ob upokojitvi z države na posameznika. To vpliva tudi na vedno večjo angažiranost delovno aktivne generacije, ki želi svoja presežna sredstva, namenjena za izboljšanje življenjskega standarda ob upokojitvi, naložiti v kar se da donosno in obenem varno naložbo. Le-to je ob trenutni regulativi težko dosegljiv cilj, saj je upravljavcem pokojninskih skladov dovoljeno vlaganje le v določene vrednostne papirje z zelo nizko stopnjo tveganja in s tem zelo nizko stopnjo donosa. Tako upokojena generacija na stara leta ne bo imela primernega dohodka, da bi obdržala svoj življenjski standard.

1.2 Trije stebri slovenskega pokojninskega sistema

V Sloveniji imamo tri pokojninske stebre, ki delujejo vsak zase, vendar s skupnim ciljem obdržati raven pokojnin prihodnjih generacij na sedanji ravni, v razmerju s plačami.

1.2.1 Prvi steber

Prvi steber pokojninskega zavarovanja v okviru Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (ZPIZ) spada v sistem obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Temelji na medgeneracijski solidarnosti, kar pomeni, da upokojena generacija dobiva pokojnine iz pokojninske blagajne, v katero prispevke vplačuje delovno aktivna generacija. Ta proces poteka pod predpostavko, da bodo nasledniki aktivne generacije plačevali breme pokojnin, ko bo aktivna generacija upokojena. V pokojninsko blagajno se poleg sredstev delojemalcev stekajo še sredstva delodajalcev in transferi iz proračuna (Pogačar, 2006, str. 2). Prvi steber je namenjen zagotavljanju socialne varnosti na stara leta in ne ohranjanju življenjskega standarda, kar naj bi zagotovila druga dva stebra. Poleg tega pa so pravice iz prvega stebra le delno odvisne od višine vplačil, saj država s sredstvi gospodari po načelu vzajemnosti in solidarnosti (Veseligaj, 2007, str. 17).

1.2.2 Drugi steber

Drugi steber pokojninskega zavarovanja se deli na obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje in prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Glavna značilnost drugega stebra je, da se financira po naložbenem sistemu, kar pomeni, da vsak posameznik ali njegov delodajalec plačuje premije na zavarovančev osebni račun. Posameznik je v drugi steber lahko vključen pod pogojem, da še ni upokojen ali pa da je vključen oziroma uživa pravice iz prvega stebra pokojninskega zavarovanja (Veseligaj, 2007, str. 17-18).

Drugi steber je davčno stimuliran, saj sredstva ob nakazilu na osebni račun zavarovanca niso obdavčena. Obdavčena so šele v fazi črpanja sredstev sklada iz naslova pokojnin (Veseligaj, 2007, str. 17-18).

Velikost dodatnih prejemkov iz naslova drugega stebra, ki jih zavarovanec dobi ob dopolnitvi določene starosti in izpolnitvi pogojev po pokojninskem načrtu, pa je odvisna od dveh dejavnikov, donosnosti naložbe in višine vplačil. Rento upokojenec dobiva do konca svojega življenja, prav tako kot pri prvem stebru pokojninskega zavarovanja (Lušina, 2006, Priloge str. 5).

1.2.2.1 Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje

V obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje je vključenih le malo delavcev iz prvega stebra pokojninskega sistema. Le-ti so do obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja upravičeni zaradi zdravju škodljivih in težkih del ter del, ki jih po določenem letu starosti ni več mogoče opravljati. Izvaja se v okviru Sklada obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja Republike Slovenije (SODPZ), vanj pa vplačujejo po zakonu zavezani delodajalci, katerih zaposleni imajo pravico do predčasne upokojitve, poklicne pokojnine in prilagojenega poklicnega zavarovanja. Delodajalci morajo sredstva v ta sklad vplačevati najmanj toliko časa, kot je znašala beneficirana delovna doba. Sklad upravlja Kapitalska družba (Stebri pokojninskega sistema, 2008).

1.2.2.2 Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je namenjeno tistim, ki so vključeni v prvi steber pokojninskega sistema ali pa uživajo pravice iz njega in še niso upokojeni (Pokojninski sistem, 2008). Sredstva se zbirajo na osebnem računu zavarovancev z namenom, da bodo le-ti ob upokojitvi imeli dodatek k pokojnini iz prvega stebra ter druge ugodnosti, ki jih to zavarovanje prinaša. Pravice in obveznosti iz prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja določa pokojninski načrt. Izvajalci prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj po potrjenih pokojninskih načrtih pa so pokojninski skladi, ki so lahko oblikovani kot pokojninske družbe ali vzajemni pokojninski skladi (Lušina, 2006, Priloge str. 5).

V okviru kolektivnega zavarovanja pa premijo plačuje delodajalec, zaposleni ali oba skupaj, davčna olajšava pa se upošteva za delodajalca in tudi za zavarovanca (Trije pokojninski stebri, 2008).

1.2.3 Tretji steber

Treti steber pokojninskega sistema je za razliko od prvega in drugega povsem prostovoljen, vanj pa se posameznik vključi sam (Veseligaj, 2007, str. 19). Namenjen je zavarovancem, ki imajo finančno zmožnost varčevati več kot le v okviru prvega in drugega stebra pokojninskega sistema. Davčne stimulacije iz naslova vplačevanja v ta steber so majhne, vendar so vanj lahko vključeni tudi tisti, ki niso redno zaposleni oziroma niso vključeni v prvi steber pokojninskega sistema (Radovan, 2008, str. 266, 267).

Financiranje tretjega stebra temelji na naložbenem sistemu. Vsak posameznik sredstva nalaga na svoj osebni račun ter jih ob upokojitvi dobi v obliki rent ali v enkratnem znesku. Prostovoljno pokojninsko zavarovanje izvajajo predvsem zavarovalnice, banke ter vzajemni skladi, ki omogočajo dodatno varčevanje oziroma investiranje za pokojnino (Pogačar, 2006, str. 5).

1.3 Demografski razlogi, ki silijo v spremembe sedanjega pokojninskega sistema

Evropsko prebivalstvo se stara in z njim tudi prebivalstvo Republike Slovenije. Staranje prebivalstva pomeni povečevanje deleža starega prebivalstva nad neko starostno mejo v celotnem prebivalstvu (Malačič, 2000, str. 23). Slovenija ima v evropskem prostoru eno izmed najbolj zaskrbljujočih demografskih slik in trend zmanjševanja razmerja med delovno aktivno in delovno pasivno generacijo. Podatki v Tabeli 1 (na str. 5), Tabeli 2 (na str. 6) in Sliki 1 (na str. 5) upoštevajo ugodno različico demografskih razmer od leta 2010 do 2050.

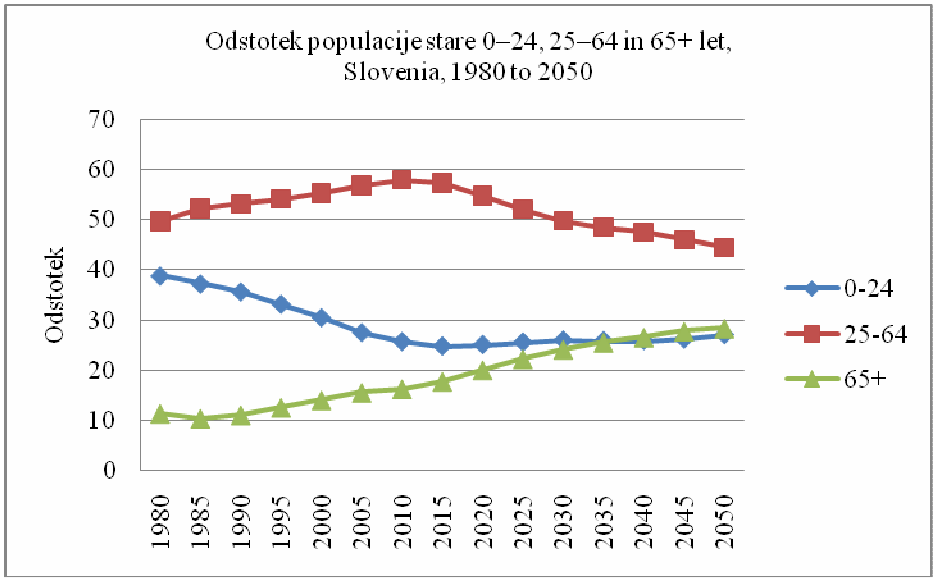
Tabela 1: Demografski podatki od leta 1980 do 2050 (ugodna različica)

Indikator	1980	1990	2000	2010	2020	2030	2040	2050
Odstotek starosti med 0-24	38,9	35,7	30,5	25,7	25,1	26	25,9	27,1
Odstotek starosti med 25-64	49,7	53,2	55,4	58	54,8	49,8	47,5	44,5
Odstotek starosti nad 65+	11,4	11,1	14,1	16,3	20,1	24,2	26,6	28,4
Mediana (v letih)	31,7	34,2	38,1	41,7	44,1	46,9	47,7	45
Odstotek žensk starih med 15-49 (%)	48,5	48,8	50,6	46,2	40,3	37,4	35,2	35,8

Vir: World population prospects: The 2006 revision population database [United Nations].

Delež delovno pasivne generacije se je od leta 1980 do leta 2000 povečal iz 11,4 na 14,1 odstotka. Ta delež se bo po predvidevanjih do leta 2050 povečal na 28,4 odstotka, kar pa predstavlja več kot podvojitev deleža pasivne generacije. Nasprotno velja za delovno aktivno prebivalstvo, katerega delež naj bi se na podlagi predpostavk od leta 2010 zmanjšal z 58 odstotkov na 44,5 odstotkov v letu 2050. Negativne spremembe v deležu kaže tudi prebivalstvo, staro od 0 do 24 let, katero naj bi se od leta 1980 z 38,9 odstotka znižalo na 27,1 odstotka v letu 2050. Na podlagi teh podatkov naj bi imeli že v letu 2040 več prebivalstva nad 65 let kot pa prebivalstva pod 25-imi leti starosti. Zmanjševanje deleža prebivalstva, starega od 0 do 24 let, predstavlja velik problem, saj se ob nadaljnjem zmanjševanju tega deleža aktivna generacija ne bo mogla obnoviti, kaj šele povečati svojega deleža. Staranje prebivalstva kaže tudi mediana starosti prebivalstva v letih, ki se je od leta 1980 z 31,7 let starosti povečala na 38,1 let starosti v letu 2000. Do leta 2050 pa naj bi se povečala na 45 let starosti.

Slika 1: Gibanje velikosti starostnih skupin od leta 1980 do 2050 (ugodna različica)



Vir: World population prospects: The 2006 revision population database [United Nations].

Seveda pa je treba poudariti, da je padanje rodnosti glavni faktor za staranje prebivalstva. Rodnost nam pove, koliko živorojenih otrok v povprečju rodi ena ženska v svoji rodni dobi (od 15 do 49 let). Ta je v Sloveniji od leta 1980 do leta 2005 padla z 2,214 otroka na 1,225 otroka na žensko v svoji rodni dobi. Staranje prebivalstva pa lahko zmanjšamo samo s povečanjem rodnosti. Iz tega lahko sklepamo, da je staranje prebivalstva v Sloveniji kar velik problem.

Tabela 2: Nataliteta in rodnost od 1980 do 2005 (ugodna različica)

Indikator	**1980**	**1985**	**1990**	**1995**	**2000**	**2005**
Prebivalstvo (v 1000)	1832	1884	1927	1964	1984	1999
Živorojeni (v 1000)	29,902	25,933	22,368	18,989	18,18	18,157
Nataliteta	0,0163	0,0138	0,0116	0,0097	0,0092	0,0091
Odstotek žensk, starih med 15-49 (%)	48,5	48,3	48,8	50,6	50,6	49,2
Število žensk (v 1000)	947	973	992	1008	1017	1024
Število žensk med 15-49 (v 1000)	459,30	469,96	484,10	510,05	514,60	503,81
Rodnost	2,214	1,876	1,571	1,266	1,201	1,225

Vir: Prebivalstvo Slovenije 2004 in 2005, 2007;
World population prospects: The 2006 revision population database [United Nations].

Kot rodnost pa v Sloveniji pada tudi nataliteta, ki je opredeljena kot število živorojenih otrok v primerjavi s celotnim prebivalstvom. Od leta 1980 se je le-ta zmanjšala z 0,0163 otroka na 0,0091 otroka na prebivalca v letu 2005. Kot kažejo projekcije o zmanjševanju števila žensk v svoji rodni dobi s 50,6 odstotka v letu 2000 na 35,8 odstotka v letu 2050, pa se bo ob enakem tempu življenja ter približno enaki rodnosti kot danes nataliteta še zmanjševala.

1.4 Regulativa naložbenja preveč omejevalna

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje omogoča zagotavljanje potrebne socialne varnosti posameznika na stara leta. To zavarovanje mora biti zelo varno, saj mora v primeru nezmožnosti izplačila privarčevanih zneskov ob upokojitvi zaradi izpada dohodka upravičenca socialno varnost zagotoviti država. Posledično je prostovoljno pokojninsko zavarovanje zelo regulirano.

Zakon o zavarovalništvu zakonsko opredeljuje in omejuje dovoljene naložbe kritnega premoženja zavarovalnic, pokojninskih družb (Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ), 2006, 348. člen) in vzajemnih pokojninskih skladov (ZPIZ, 2006, 321. člen). Po 121. členu tega zakona se kritno premoženje zavarovalnice lahko vlaga v različne vrste naložb, vendar se bom v nadaljevanju omejil le na delnice, obveznice in investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, saj omejitve v naložbenje le-teh predstavljajo eno izmed slabosti sedanjega pokojninskega sistema. Te naložbe so v Zakonu o zavarovalništvu (2006) opredeljene na naslednji način:

1. Obveznice oziroma druge dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD.
2. Obveznice oziroma druge dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji oziroma državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD.
3. Delnice in druge lastniške vrednostne papirje s spremenljivim donosom, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD.
4. Delnice in druge lastniške vrednostne papirje s spremenljivim donosom, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD, in če so izdane kot vrednostni papir.
5. Investicijski kuponi vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe.

Vendar so pri naložbah v te vrste vrednostnih papirjev postavljene določene omejitve iz 122. člena Zakona o zavarovalništvu (2006):

- Naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja iz 1. do 2. točke zgoraj ne smejo skupno presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij.
- Ne glede na omejitve iz prejšnje alineje lahko naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja iz 1. točke zgoraj dosegajo do 40 % zavarovalno-tehničnih rezervacij, če ti vrednostni papirji izpolnjujejo naslednje pogoje:
    - skladno s posebnim zakonom so predmet posebnega javnega nadzora z namenom zaščite pravic imetnikov teh vrednostnih papirjev,
    - izdani so s strani banke ali druge kreditne institucije, kot je opredeljena v zakonu, ki ureja finančne konglomerate, ki ima sedež v Republiki Sloveniji ali v državi članici,
    - denarna sredstva oziroma kupnina od njihove izdaje se skladno s posebnim zakonom nalaga le v premoženje, ki tekom celotnega obdobja do njihove dospelosti omogoča poravnavanje obveznosti, nastalih na njihovi podlagi, in ki je v primeru nezmožnosti izpolnitve obveznosti prednostno uporabljeno za poplačilo glavnice in natečenih obresti.

- Naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja iz 2. točke zgoraj ne smejo presegati 1 % zavarovalno-tehničnih rezervacij, razen v primeru, ko ob novi izdaji vrednostnih papirjev izdajatelj v prospektu določi, da bodo novi vrednostni papirji po pridobitvi vseh dovoljenj uvrščeni na organizirani trg vrednostnih papirjev. V tem primeru tovrstne naložbe ne smejo presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij, vendar največ za šest mesecev od datuma nakupa.
- Naložbe v vrednostne papirje iz 2. in 4. točke zgoraj skupno ne smejo presegati 10 % zavarovalno-tehničnih rezervacij.
- Naložbe v vrednostne papirje iz 3. in 4. točke zgoraj in naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb iz 5. točke zgoraj, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki ne dajejo zajamčenega donosa, skupaj ne smejo presegati 30 % zavarovalno-tehničnih rezervacij.
- Naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja iz 4. točke zgoraj ne smejo presegati 1 % zavarovalno-tehničnih rezervacij.
- Naložbe v vrednostne papirje iz 4. točke zgoraj skupno ne smejo presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij.
- Naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb iz 5. točke zgoraj, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zajamčen donos, skupaj ne smejo presegati 40 % zavarovalno-tehničnih rezervacij.

Na podlagi zgornjih omejitev lahko vidimo, da je regulativa naložbenja zavarovalno-tehničnih rezervacij zelo omejevalna in to najbolj v delnice, malo manj pa v obveznice in investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb.

2 SMERNICE RAZVOJA POKOJNINSKIH SISTEMOV V EVROPI

Podobno kot v Sloveniji je tudi v Evropi prisoten trend staranja prebivalstva z vsemi negativnimi implikacijami na vzdržnost dosedanjih pokojninskih sistemov. Vlade posameznih držav se trudijo izboljšati merila vzdržnosti in delovanja prvega stebra pokojninskega sistema, po drugi strani pa se vedno bolj uveljavlja nadgradnja obstoječega pokojninskega sistema, ki temelji na sistemu pay as you go (v okviru prvega stebra) z drugim (prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje) in tretjim stebrom pokojninskega zavarovanja (ang. defined-contribution (DC) schemes). Čedalje bolj postaja očitno, da se le z dodatnimi vrstami zavarovanj lahko zagotovi zadosten obseg prihodkov, ki jih bo trenutna delovna populacija potrebovala ob upokojitvi.

Smernice evropskih držav vedno bolj silijo v razvoj novih rešitev varčevalnih shem za dosego maksimalne stopnje donosa ob sorazmerno nizkem tveganju. Pozornost pa je usmerjena tudi na posameznikovo odgovornost pri izbiri varčevalnih shem, ki ima ključen pomen tako na tveganost kot tudi donosnost sredstev, ki jih posameznik vlaga skozi celotno delovno obdobje.

2.1 Kako najbolje naložiti sredstva, vložena v pokojninski načrt?

2.1.1 Vpliv zakonitosti delnic in obveznic na izbor naložbene politike

Prehod iz varčevanja v prvem stebru pokojninskega sistema, ki temelji na principu pay as you go, na varčevanje v tretjem in prostovoljnem delu drugega stebra s sabo prinese prenos tveganja na zavarovance (člane, vključene v pokojninski načrt). V največji meri so izpostavljeni predvsem naložbenemu tveganju oziroma tveganju nihanja donosnosti portfelja vrednostnih papirjev, na katerem temelji to zavarovanje. Temu tveganju se lahko izognemo na dva načina, in sicer tako, da vlagamo v varnejše naložbe (državne obveznice), ki nam omogočajo zmanjšanje kratkoročnega tveganja, ali tako, da prenesemo tveganje na drugo stranko (produkti z garantiranjem minimalne stopnje donosa). Varne naložbe, ki nam omogočajo zmanjšanje kratkoročnega tveganja, nam prinesejo nižjo donosnost sredstev. Produkti z garantiranim donosom pa nam omogočajo zavarovanje pred tveganjem padca vrednosti naložb, vendar nam donos omogočajo le do neke navzgor določene meje. Od te mere naprej donos pripada instituciji, ki nam je produkt prodala. Iz tega sledi, da obstaja kompenzacija med tveganjem in donosnostjo. Višje je tveganje, višja je možna donosnost. V nasprotju z obveznicami, ki nam kratkoročno prinašajo varno naložbo, pa nam naložbe v delnice, ki so kratkoročno zelo volatilne in posledično zelo tvegane, na dolgi rok prinesejo visoke donose ob nizkem tveganju. Te značilnosti dolgoročnih in kratkoročnih naložb v delnice in obveznice so bile ugotovljene na podlagi zgodovinskih gibanj tečajev Francije, Nemčije, Italije, Nizozemske, Švedske in Anglije od leta 1900 do 2005 (Dimson, Mersh in Staunton, 2006) in so uporabljene v poročilu Združenja evropskih skladov in upravljavcev premoženja (Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 33-39).

Tabela 3 (na str. 10) prikazuje realne povprečne letne stopnje donosa in njihove standardne odklone za delnice in obveznice šestih evropskih držav in sveta med letoma 1900 in 2005. Iz nje je razvidno, da imajo delnice v povprečju večjo realno letno stopnjo donosa kot obveznice, seveda ob višjem tveganju, gledano na kratko naložbeno obdobje v tem primeru eno leto. Prikazana je tudi premija za tveganje naložbenja v delnice (ERP - equity risk premium) za vsako državo posebej, izračunana kot razlika med povprečno realno stopnjo donosa delnic in obveznic. Ta nam prikazuje stopnjo donosa, ki ga imajo delnice nad obveznicami za pokritje tveganja, ki ga nosijo investitorji v delnice.

Tabela 3: Letne realne stopnje donosa na delnice in obveznice-aritmetične sredine in standardni odkloni

	Delnice		Obveznice		
	Povprečne realne stopnje donosa	Standardni odklon	Povprečne realne stopnje donosa	Standardni odklon	ERP
Francija	3.6	23.2	–0.3	13.2	3.9
Nemčija	2.9	32.6	–1.8	15.8	4.7
Italija	2.5	29.1	–1.8	14.4	4.3
Nizozemska	5.3	21.3	1.3	9.5	4.0
Švedska	7.8	22.6	2.5	12.6	5.3
Velika Britanija	5.5	20.0	1.4	13.9	4.1
Svet	5.7	17.2	1.6	10.6	4.1

Opomba: Tabela prikazuje geometrično sredino in standardni odklon letnih realnih stopenj donosa delnic in obveznic v obdobju od 1900 do 2005. Statistika sveta vključuje 17 glavnih držav sveta, kjer se stopnje donosa naložb računajo skozi zorni kot ameriškega vlagatelja.

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 35; Dimson, Marsh & Staunton, 2006.

Tabela 4 nam prikazuje premijo za tveganje naložbenja v delnice (ERP) na letnem nivoju, merjenega za desetletna obdobja med leti 1950 in 2000, šestletno obdobje med letoma 2000 in 2006 ter obdobje med letoma 1950 in 2006. Rezultati, prikazani v tabeli, nam kažejo, da se delnice za večino obdobij obnašajo bolje kot obveznice (pozitiven ERP) za večino držav ter da so delnice pokazale superiorno stopnjo donosa za obdobje od 1950 do 2006 v vseh državah. Superiorna stopnja donosa delnic nad obveznicami je bila dosežena kljub negativni vrednosti ERP-ja za šestletno obdobje v vseh državah med 2000 in 2006 zaradi padca delniških trgov v tem obdobju. To nam kaže na to, da se obdobni nihaji delniških trgov razvodenijo na dolgi rok.

Tabela 4: Premije za tveganje naložbenja v delnice na letni ravni od leta 1950 do 2006 (%)

	1950–60	1960–70	1970–80	1980–90	1990–2000	2000–06	1950–2006
Francija	13.8	–0.9	–2.8	6.2	3.4	-8.8	2.4
Nemčija	27.5	0.8	–4.4	9.3	4.0	–10.2	4.9
Italija	17.0	–0.8	–7.2	11.9	–3.1	–5.9	2.1
Nizozemska	17.2	6.4	–1.7	10.4	11.1	–10.9	6.2
Švedska	15.8	4.3	0.6	19.0	3.6	–6.8	6.7
Velika Britanija	16.4	8.1	3.1	7.3	1.7	–4.8	5.8
Svet	18.5	4.8	–0.7	6.6	1.1	–6.9	4.4

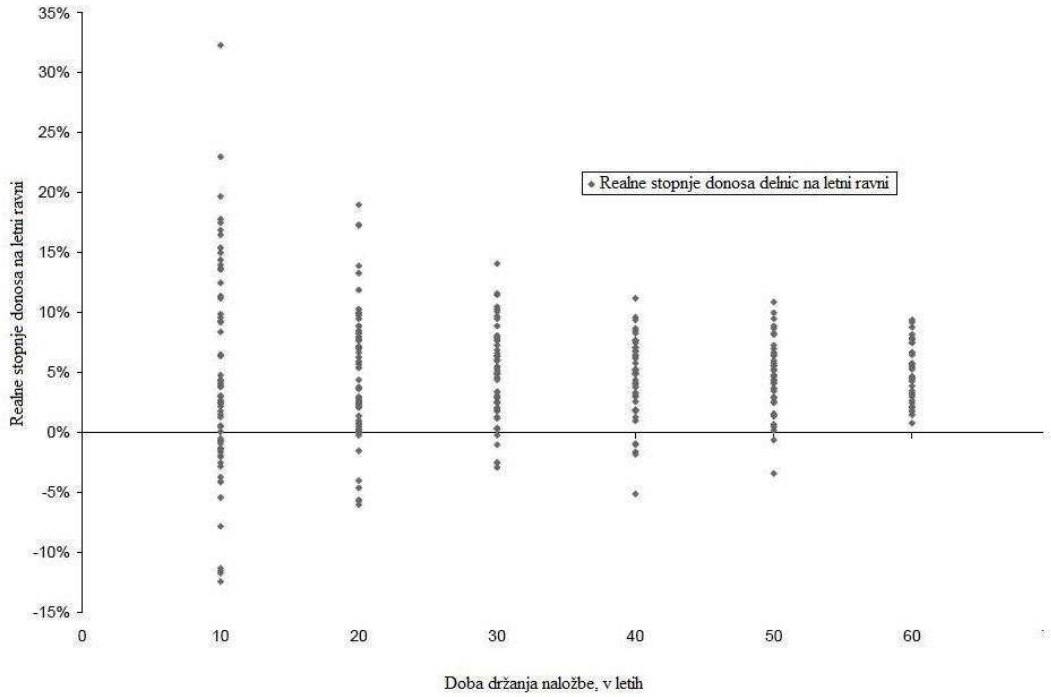
Opomba: ERP je merjen kot realna stopnja donosa delnic nad realno stopnjo donosa obveznic skozi celotno obdobje, na letni ravni. Statistika sveta vključuje 17 glavnih držav sveta, kjer se stopnje donosa naložb računajo skozi zorni kot ameriškega vlagatelja.

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 35; Dimson, Marsh & Staunton, 2006.

Ravno ročnost naložb ima velik vpliv na tveganje in donosnost naložb v različne vrednostne papirje. To je še posebej pomembno pri investiranju sredstev, ki se zbirajo na računu posameznika za zagotavljanje pokojnine v starosti, saj se ta sredstva zbirajo ponavadi za obdobja do 40 let ali pa tudi več.

Slika 2 prikazuje realne stopnje donosa delnic na letnem nivoju, ki so prikazane za čas držanja naložbe od 10 pa do 60 let. Tako za to kot tudi za naslednji dve sliki so podatki o realnih stopnjah donosa na letnem nivoju prikazani za leta od 1900 do 2006, za že prej omenjenih šest držav.

Slika 2: Razporeditev realnih stopenj donosa delnic na letni ravni za različna obdobja držanja od 1950 do 2006



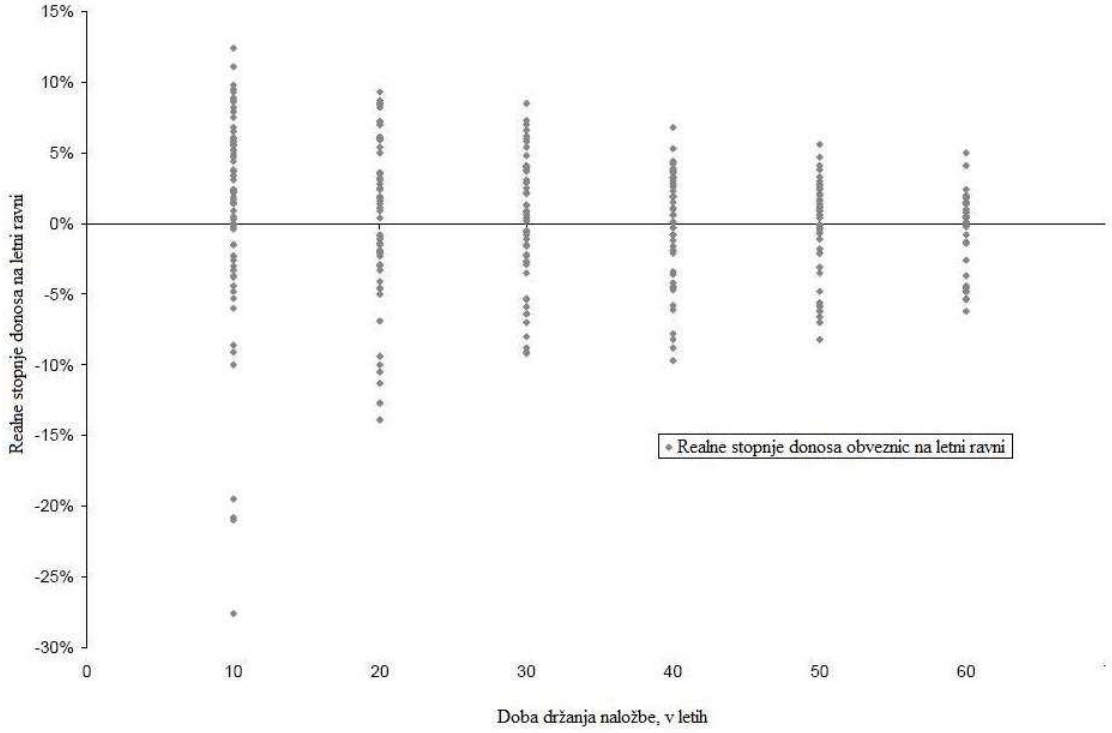
Opomba: Ta prikaz prikazuje realne stopnje donosa delnic na letni ravni, za različno dolga obdobja držanja naložbe med leti 1900 in 2006. Na primer, deset-letna doba držanja se nanaša na obdobje 1900-1910, 1910-1920 in tako naprej. Za obdobja držanja naložbe, ki se končajo v letu 2010 so uporabljeni podatki do leta 2006. Prikazani so podatki za Francijo, Nemčijo, Italijo, Nizozemsko, Švedsko in Veliko Britanijo.

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 36; Dimson, Marsh & Staunton, 2006.

Kot je razvidno iz Slike 2 za delniške portfelje, ima desetletna realna stopnja donosa na letni ravni razpon gibanja od -12,4 % do 32,3 %. Bolj se povečuje doba držanja naložbe, bolj se zmanjšuje velikost razpona gibanja realne stopnje donosa naložbe na letni ravni. Tako je razpon za dobo držanja 30 let velik od -2,9 % do 14,1 %, razpon za dobo držanja 60 let pa še manjši.

Kot Slika 2 nam tudi Slika 3 prikazuje podatke z istimi lastnostmi le za obveznice. Tudi pri obveznicah se s povečevanjem dobe držanja naložbe zmanjšuje velikost razpona gibanja realne stopnje donosa naložbe na letni ravni. Razpon je za dobo držanja 10 let velik od -27,6 % do 12,5 %, za dobo 30 let pa od -9,2 % do 8,5 %. Zanimivo je, da za dobo držanja 60 let nekatere stopnje donosa še vedno ostanejo negativne, kar se pri delnicah za enako dobo držanja ni pokazalo. Za obe vrsti naložb pa je značilno, da se nestanovitnost realnih stopenj donosa na letni ravni zmanjšuje s podaljševanjem dobe držanja naložbe.

Slika 3: Razporeditev realnih stopenj donosa obveznic na letni ravni za različna obdobja držanja od 1950 do 2006

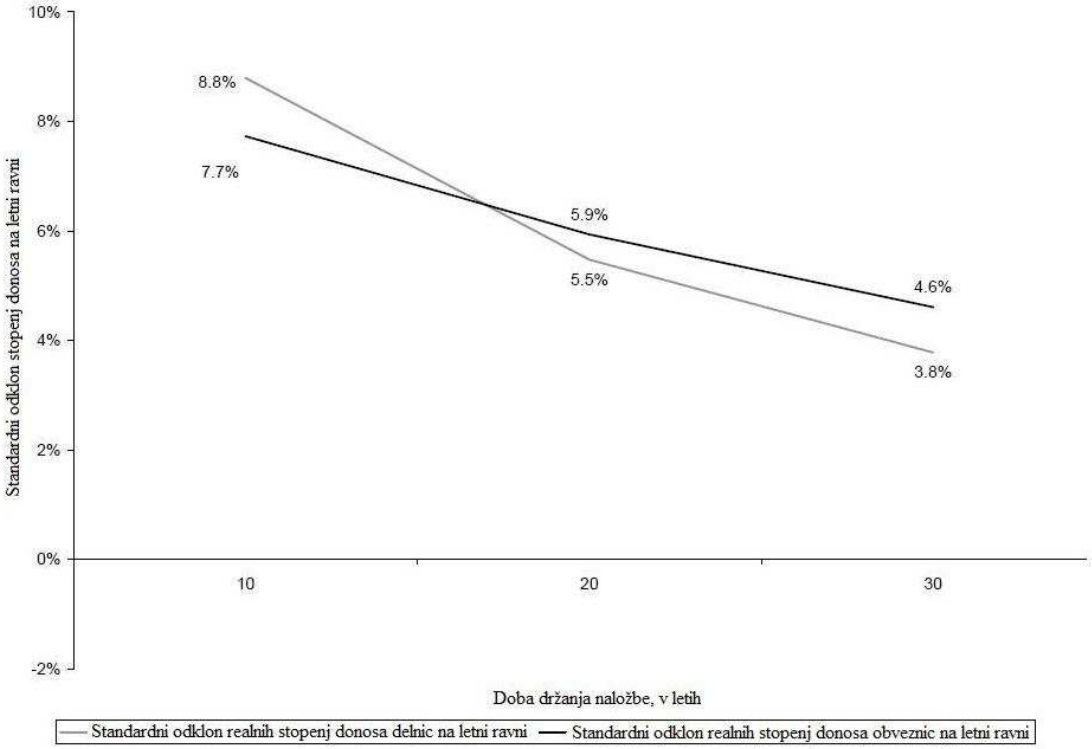


Opomba: Ta prikaz prikazuje realne stopnje donosa obveznic na letni ravni, za različno dolga obdobja držanja naložbe med leti 1900 in 2006. Glej tudi opombo pod prikaz 2.

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 36; Dimson, Marsh & Staunton, 2006.

Na Sliki 4 (na str. 13) so prikazani standardni odkloni realnih stopenj donosa delnic in obveznic na letni ravni, ki nam kažejo, da so stopnje donosa tako delnic kot obveznic manj variabilni na dolgi rok, če so naložbe razpršene ter namenjene držanju v portfelju naložb. Tako je za 10-letno obdobje standardni odklon kot merilo tveganja naložbe za delnice enak 8,8 % za obveznice pa 7,7 %. Različno je za 20-letno obdobje, ko standardni odklon delniške naložbe postane manjši od obvezniške naložbe in tako tudi manj tvegan. Za 30-letno obdobje se razlika le še poveča. To kaže na to, da so delnice na podlagi zgodovinskih podatkov za obdobje varčevanja 20 ali več let manj tvegane kot obveznice v smislu variabilnosti stopenj donosa na letni ravni.

Slika 4: Standardni odkloni realnih stopenj donosa delnic in obveznic na letni ravni za različna obdobja držanja od 1950 do 2006



Opomba: Uporabljeni so podatki realnih stopenj donosa delnic in obveznic na letni ravni za države: Francija, Nemčija, Italija, Nizozemska, Švedska, in Velika Britanija od leta 1900 do 2006. Za obdobja držanja naložbe, ki se končajo v letu 2010 so uporabljeni podatki do leta 2006.

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 38; Dimson, Marsh & Staunton, 2006.

Pri zgornjih rezultatih raziskav pa je potrebno postaviti naslednje kriterije:

- Zgodovinski podatki držav, uporabljenih za ta primer, morda niso reprezentativni za ostale države in prihodnja obdobja.
- Realne stopnje donosa obveznic so direktno povezane z inflacijo, zato so nizke stopnje donosa obveznic lahko posledica visoke in nepričakovane inflacije. Ker je stopnja inflacije v obdobju od 1900 do 2006 za izbrane države včasih precej nihala, bi lahko bile stopnje donosa obveznic višje ob bolj stabilni prihodnji inflaciji. Po drugi strani obstajajo državne obveznice, ki vlagatelje ščitijo pred inflacijskimi tveganji (indeksirane obveznice).
- Zgoraj dosežene stopnje donosa so dosežene na delniških in obvezniških indeksih, ki imajo dobro razpršen portfelj. Posamezne delnice in obveznice imajo tako lahko drugačno stopnjo donosa in tveganja.
- Podatki o donosnosti obveznic temeljijo na letnih opazovanjih, ki ne upoštevajo, da je tveganje zmanjšano, če se obveznica drži do zapadlosti.

2.1.2 Simulacijski model treh naložbenih strategij

Simulacijski model, ki je predstavljen v nadaljevanju, prikazuje, kako se različne naložbene strategije razlikujejo glede na zbrana sredstva, ki jih posameznik dobi ob upokojitvi. Ta model je predstavljen v poročilu Združenja evropskih skladov in upravljavcev premoženja (Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 40-43). Osnovne predpostavke modela so, da posameznik začne zbirati sredstva na svoj račun v okviru drugega ali tretjega stebra pokojninskega sistema v 25-tem letu starosti. Starost, pri kateri se posameznik upokoji, je 65 let, tako je naložbena doba 40 let. Letni prispevki v pokojninski načrt znašajo 5 % plače, ki se začne pri 20.000 € in realno raste po 2 % letno. Prispevki posameznikov so vloženi v delniške indekse in indekse državnih obveznic, kar kaže na dobro razpršenost naložb. Upravljavska provizija je 1 %, donosi pa niso predmet obdavčenja. Model temelji na realnih zgodovinskih donosih delnic in obveznic (indeksa Barclays Equity in Gilt).

Osnovne strategije, po katerih bomo računali vrednosti sredstev, zbranih na računih posameznikov ob upokojitvi, so:

- **Obveznice (ang. bonds)**: portfelj vsebuje 100 % naložbo v obveznicah.
- **Delnice (ang. equity)**: portfelj vsebuje 100 % naložbo v delnicah.
- **Mešana naložba (ang. Life-cycle)**:
    - prvih 30 let portfelj vsebije 90 % delniških naložb in 10% obvezniških,
    - zadnjih 10 let pa 70 % obvezniških naložb in 30 % delniških.

Mešana naložba (ang. life-cycle) je naložba, ki v začetnih letih vplačevanja v pokojninski načrt vsebuje večino naložb v delnice. Bolj se približujemo upokojitvi, bolj se odstotek naložb v delnice zmanjšuje, odstotek v obveznice pa povečuje. Glede na prej prikazane značilnosti delnic je doba vlaganja in držanja naložbe v delnicah od 20 do 30 let, saj nam delnice v razdobju, daljšem od 20 let, omogočajo relativno visoke donose ob relativno nizkem tveganju. Prehod iz delnic v obveznice pa se začne 15 let do upokojitve, saj nam le-te prinašajo nizka tveganja na kratko obdobje.

Zbrana sredstva na računu posameznika ob upokojitvi po različnih zgoraj opisanih naložbenih strategijah so prikazana v Tabeli 5 (na str. 15). Največ sredstev se je v povprečju zbralo na računu posameznika, ki je vsa sredstva naložil v delnice. Naložbenje v obveznice je prineslo v povprečju najmanj sredstev. Na računu posameznika, ki pa je sredstva naložil v mešano naložbo, pa se je v povprečju zbralo več sredstev kot v obvezniški naložbi in manj sredstev kot v delniški. Tabela 5 prikazuje tudi mediane ter zgornje in spodnje konce razporeditev zbranih sredstev glede na različne naložbene strategije. Iz njih lahko na primer razberemo, da je verjetnost, da zberemo manj kot 90.000 € mnogo večja pri 100 % obvezniški naložbi, kot pa je pri mešani ali 100 % delniški naložbi.

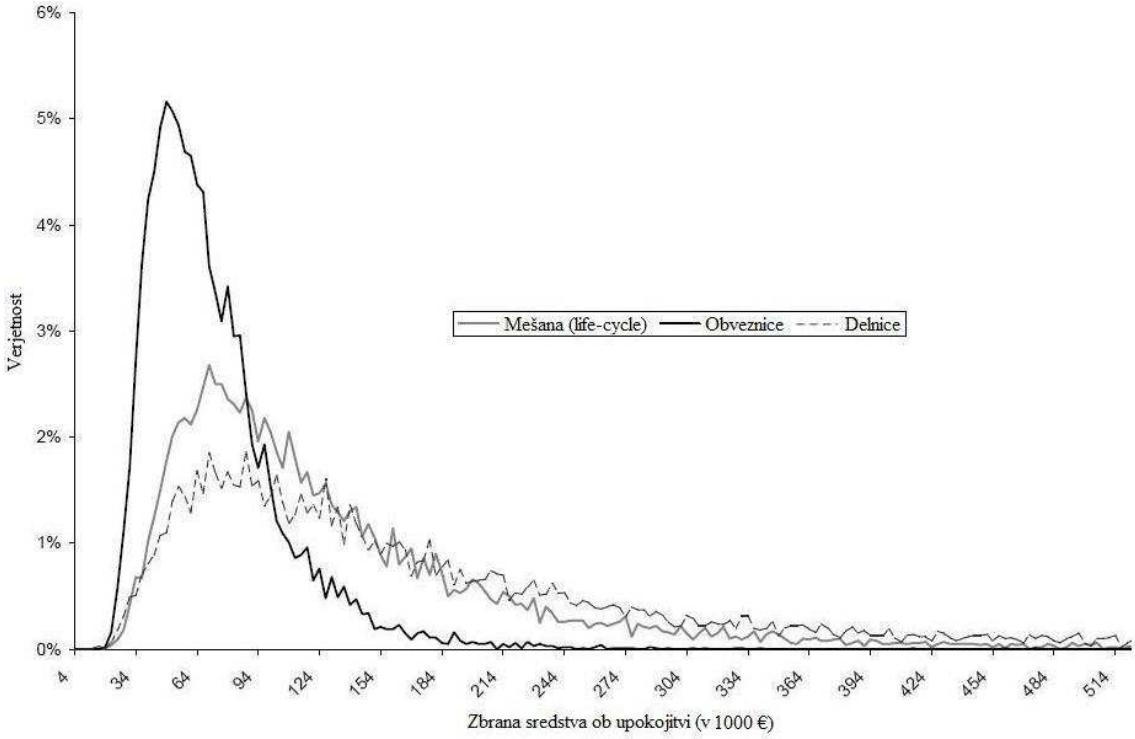
Tabela 5: Zbrana sredstva ob upokojitvi pod različnimi naložbenimi strategijami

	Obveznice	Delnice	Mešana (life-cycle)
10. percentil	37.102	56.968	52.684
25. percentil	46.772	85.376	71.781
Mediana	**62.309**	**139.465**	**106.435**
75. percentil	83.769	237.538	163.965
90. percentil	112.336	402.236	249.178
Aritmetična sredina	**70.013**	**200.695**	**136.007**

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 41.

Razporeditev zbranih sredstev ob upokojitvi ob upoštevanju različnih naložbenih strategij je prikazana tudi v spodnji Sliki 5. Iz slike je razvidno, da je večina posameznikov, ki so svoja sredstva naložili v 100 % obvezniško naložbo, nakopičenih na levem delu razporeditve, ki prikazuje zbrana sredstva ob upokojitvi. Le-ti so dosegli nizko donosnost v primerjavi s posamezniki, ki so svoja sredstva naložili v mešano ali 100 % delniško naložbo, ki je na sliki veliko bolj razpršena.

Slika 5: Razporeditev zbranih sredstev ob upokojitvi pod različnimi naložbenimi strategijami



Opomba: Točke, ki prikazujejo zbrana sredstva ob upokojitvi nad 532.000€ niso prikazane: 1,14% posameznikov je zbralo več kot 532.000€ sredstev ob upokojitvi z mešano naložbeno strategijo(life-cycle), 5,5% z 100% delniško naložbeno strategijo in noben posameznik z 100% obvezniško naložbeno strategijo.

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 42.

Posebna pozornost pri zbiranju sredstev na računu za upokojitev je namenjena tudi verjetnosti, da bo posameznik zbral zelo malo sredstev ob upokojitvi oziroma kakšna je variabilnost zbranih sredstev ob upokojitvi. Standardni odklon zbranih sredstev ob upokojitvi za mešano in 100 % delniško naložbo je mnogo višji kot pri 100 % obvezniški naložbi. Po drugi strani pa zelo dolg desni konec razporeditve zbranih sredstev ob upokojitvi v primeru 100 % delniške in mešane naložbe kaže na to, da je večji del variacije zbranih sredstev ob upokojitvi povezan z značilno višjo lego grafa na desnem koncu razporeditve (pri najvišjih zbranih sredstvih ob upokojitvi) proti obveznicam. Zaradi tega standardni odklon ni najboljša mera tveganja pri dani nesimetrični razporeditvi zbranih sredstev ob upokojitvi. Bolj primerna mera za primerjanje tveganosti različnih naložbenih strategij je osredotočanje na nizke percentile ter primerjanje najslabših donosov posameznikov za različne strategije.

V Tabeli 6 so prikazane primerjave med različnimi naložbenimi strategijami glede na to, kakšen delež posameznikov ima boljši ali slabši položaj glede na mediano, spodnji ali zgornji percentil druge naložbene strategije.

Tabela 6: Primerjava razporeditev zbranih sredstev ob upokojitvi pod različnimi naložbenimi strategijami

		Obveznice	Delnice	Mešana (life-cycle)
% rezultatov slabših od mediane mešane naložbene strategije	(€106.435)	88.2	35.7	–
% rezultatov slabših od 25. percentila mešane (life-cycle) naložbene strategije	(€71.781)	62.3	17.9	–
% rezultatov slabših od 10. percentila mešane (life-cycle) naložbene strategije	(€52.684	35.0	7.9	–
% rezultatov slabših od mediane delniške naložbene strategije	(€139.465)	95.9	–	66.7
% rezultatov slabših od 25. percentila delniške naložbene strategije	(€85.376)	76.6	–	35.6
% rezultatov slabših od 10. percentila delniške naložbene strategije	(€56.968)	41.7	–	13.2
% rezultatov slabših od mediane obvezniške naložbene strategije	(€62.309)	–	12.6	17.0
% rezultatov slabših od 25. percentila obvezniške naložbene strategije	(€46.772)	–	5.4	6.3
% rezultatov slabših od 10. percentila obvezniške naložbene strategije	(€37.102)	–	2.3	2.1

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 43.

Tabela 6 nam kaže zanimive podatke o različnih naložbenih strategijah. Donosnost 88,2 % naložb v izključno obveznice je slabših od mediane donosnosti mešanih naložb in 96 % od mediane donosnosti delniških naložb. Tako je višina zbranih sredstev ob upokojitvi v večini primerov nižja, če je portfelj naložb omejen le na obveznice.

Iz Tabele 6 lahko razberemo tudi, da je donosnost 35 % naložb v izključno obveznice nižja od donosnosti spodnjih 10ih percentilov naložb v mešane naložbe in 42 % nižja od donosnosti spodnjih 10-ih percentilov naložb v izključno delniške naložbe. To kaže na to, da so zgolj obvezniške naložbe veliko manj donosne kot nekatere najmanj donosne mešane ali delniške naložbe.

Iz zgoraj povedanega lahko zaključimo, da so strategije, ki v portfelju vključujejo pretežno delnice, superiorne v primerjavi z naložbami, ki v portfelju vključujejo le obveznice. To lahko sklepamo iz tega, da so slabi donosi v delniške naložbe boljši in manj mogoči, kot pa so donosi pri obvezniških naložbah.

Rezultati simulacije, temelječe na zgodovinskih podatkih, kažejo, da imajo naložbe v obveznice namesto v delnice majhno, če sploh kakšno korist, saj je verjetnost zelo slabih donosov pri obveznicah večja. Verjetnost, da izključno delniška strategija na dolgi rok prinese slabši donos kot izključno obvezniška, je enaka 0,07%.

2.1.3 Garancije v primerjavi z mešano naložbeno strategijo

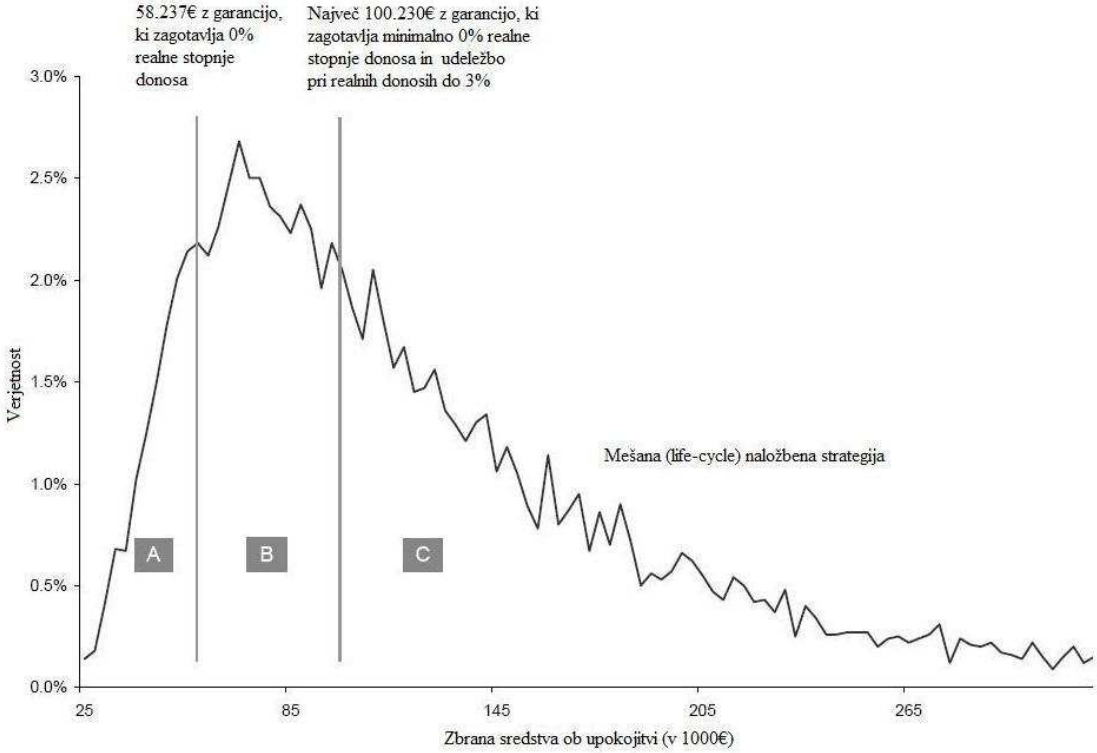
Kljub zelo nizkemu tveganju negativnih donosov, ki ga ima posameznik pri naložbenju sredstev za upokojitev v mešano naložbo, se veliko število tveganju nenaklonjenih posameznikov odloča za zavarovanje višine sredstev, ki jih bodo dobili ob upokojitvi. Proti tem tveganjem se lahko zavarujejo z garancijami. Garancije omogočajo posameznikom, da ob upokojitvi dobijo določeno višino sredstev, neodvisno od gibanja portfelja naložb, kjer je naloženo premoženje posameznika. Obstaja več vrst garancij, ki zagotavljajo nominalne ali realne donose, le glavnico ali tudi del donosa nad glavnico ali pa določen znesek ob upokojitvi. V tem delu sem se osredotočil le na dve vrsti garancij, ki zagotavljata realne stopnje donosa, saj je ta oblika manj tvegana in bolj primerna za posameznike, ki so tveganju nenaklonjeni (Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 45-48).

Prva je garancija, ki zagotavlja **0 % realne stopnje donosa** na vložena sredstva (vključno s provizijami) v pokojninski načrt. Ta oblika garancije je dražja kot garancija nominalne realne stopnje donosa, saj vložena sredstva varuje pred tveganjem inflacije. Zavarovanec tako ob upokojitvi dobi vsa vložena sredstva, popravljena za inflacijske učinke.

Druga garancija pa zagotavlja **minimalno 0 % realne stopnje donosa** in s tem udeležbo pri realnih donosih (na primer do 3 %). V tem primeru posameznik v najslabšem primeru dobi vsa vložena sredstva, popravljena za inflacijske učinke. Na drugi strani pa mu omogoča realne donose do 3 %.

Ob uporabi istih predpostavk kot v modelu v prejšnji točki bi posameznik s prvo garancijo, ki omogoča 0 % realne stopnje donosa ob upokojitvi, dobil 58.237 €. Z drugo garancijo, ki pa omogoča minimalno 0 % realne stopnje donosa, pa največ 100.230 € (v primeru udeležbe do 3 % realnih donosov). Če rezultate primerjamo z zbranimi sredstvi, naloženimi v mešano naložbeno strategijo (ang. life-cycle), dobimo Sliko 6 (na str. 18).

Slika 6: Garancije v primerjavi z mešano naložbeno strategijo



Opomba: Razporeditev zbranih sredstev ob upoštevanju mešane(life-cycle) naložbene strategije ne prikazuje posameznikov, ki so zbrali več kot 322.00€, kar predstavlja 4% posameznikov.

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 447.

Območje A prikazuje posameznike, ki bi se jim ob upokojitvi najbolj izplačalo imeti garancijo (tako prvo kot drugo). Območje B prikazuje posameznike, ki bi ob upokojitvi dosegli enako višino tako pod garancijo, ki omogoča minimalno 0 % realne stopnje donosa, kakor tudi z naložbenjem v mešano naložbo. Območje C pa prikazuje posameznike, katerih višina sredstev ob upokojitvi bi bila najvišja brez garancije, se pravi z naložbenjem v mešano naložbo.

Tabela 7: Primerjava rezultatov z in brez garancij

	Mešana naložba (life-cycle)	Obveznice	Delnice
A: % boljših donosov z garancijo, ki zagotavlja 0% realne stopnje donosa	14	44	11
B+C: % izgubljene realne stopnje donosa nad 0%	86	56	89
B: % enako dobrih donosov z ali brez garancije z minimalno 0% realne stopnje donosa in udeležbo pri realnih donosih do 3%	32	42	22
A+B: % boljših ali enako dobrih donosov z ali brez garancije z minimalno 0% realne stopnje donosa in udeležbo pri realnih donosih do 3%	46	86	33
C: % nižjih donosov ob uporabi garancije z minimalno 0% realne stopnje donosa in udeležbo pri realnih donosih do 3%	54	14	67

Opomba: A, B in C ustrezajo površinam prikazanih v prikazu 6. Na primer, zadnja vrstica prikazuje odstotek posameznikov, ki bi zbrali več sredstev ob upokojitvi pod izbrano naložbeno strategijo kot pod garancijo, ki zagotavlja minimalno 0% realne stopnje donosa in udeležbo pri realnih donosih do 3%.

Vir: Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 48.

Tabela 7 (na str. 18) prikazuje, da bi imelo le 14 % posameznikov več zbranih sredstev ob upokojitvi, če bi namesto naložbenja v mešano naložbo kupili garancijo, ki jim omogoča 0 % realno stopnjo donosa. Na drugi strani pa bi imelo 54 % posameznikov več zbranih sredstev ob upokojitvi, če bi namesto v garancijo, ki jim omogoča minimalno 0 % realno stopnjo donosa, vlagali v mešano naložbo. 32 % posameznikov bi imelo enake donose ne glede na to, ali bi sredstva vložili v mešano naložbo ali v garancijo, ki jim omogoča minimalno 0 % realno stopnjo donosa (če predpostavljamo, da garancija nima višjih upravljavskih provizij). Tabela poleg strategije mešane naložbe prikazuje tudi strategiji delniške in obveznike naložbe.

Iz povedanega lahko sklepamo, da garancije lahko povzročijo velike stroške iz naslova izgubljenih donosov, ki bi jih dobili z naložbenjem sredstev v mešano (ang. life-cycle) ali delniško naložbo. Ta izguba je še posebej velika na dolgi rok, ko imajo delniške naložbe relativno visoke stopnje donosa pri nizkem tveganju. Zato garancije niso najbolj smiselne z vidika stroškov, ki jih prinašajo. Zanimive so le za tveganju nenaklonjene posameznike blizu upokojitve, ki imajo nizke pokojnine iz prvega stebra in računajo na slabo finančno stanje ob upokojitvi.

2.2 Na kakšen način posamezniku omogočiti pravo izbiro pokojninskega varčevanja?

Po ugotovitvah EFAME (Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 53-56) se v večini evropskih držav vedno bolj odločajo za zagotavljanje dodatnega prihodka ob upokojitvi na podlagi varčevanja prek pokojninskih načrtov v okviru drugega in tretjega stebra pokojninskega sistema. Prednost te oblike je, da je zelo fleksibilna in omogoča posamezniku, da prilagodi način varčevanja ter črpanja sredstev glede na lastne potrebe. Vendar pa na posameznika prelaga veliko mero odgovornosti in od njega zahteva veliko odločitev. Posameznik se mora odločiti, ali bo v pokojninski načrt sploh vlagal, koliko bo vlagal, kam bo vlagal ter tudi v kakšni obliki bo prejemal pokojnino. Zato so se evropske države znašle na različne načine, da bi posameznikom olajšale te odločitve.

Za olajšanje posameznikove odločitev, ali naj sploh vlagajo v pokojninski načrt, so na Švedskem in na Poljskem uvedli obvezne prispevke v pokojninske načte kot del sistema socialne varnosti. Tak sistem bodo leta 2012 uvedli tudi v Veliki Britaniji, saj je do sedaj v pokojninske načrte prostovoljno vlagalo manj kot pol zaposlenih.

Tudi na vprašanje, koliko prispevati v pokojninski načrt, imajo različne države najrazličnejše rešitve. Na Švedskem so uvedli obvezno prispevano stopnjo v velikosti 2,5 % od plače, na Poljskem pa v vrednosti 7 % od bruto prihodka. V Franciji zaposleni lahko v pokojninski načrt prispevajo do 25 % svoje plače.

Najzahtevnejša in tudi najobsežnejša odločitev pa je, kam naložiti sredstva. Posamezniki imajo namreč na voljo celoten razpon naložb glede na donosnost in tveganje, zato so nekatere države z regulativo omejile naložbe, kamor lahko vlagajo posamezniki. V Veliki Britaniji je tako posameznikom omogočeno, da izbirajo med približno štiridesetimi različnimi skladi in tudi ponudniki pokojninskih shem. Za posameznike, ki pa se ne želijo aktivno odločiti, pa je z regulativo določena naložba v mešani sklad (ang. life-cycle fund). Na Švedskem imajo posamezniki možnost izbrati do pet izmed 705 različnih registriranih skladov, tistim brez aktivne odločitve pa so sredstva vložena v sklad, ki predstavlja povprečno naložbo vlagatelja. Italija ima v okviru zaprtih pokojninskih skladov, ki so že tradicionalno bolj omejevalni za posameznike, izbiro le med enim do dvema skladoma. Odprti pokojninski skladi pa jim omogočajo večjo izbiro med delniškimi, uravnoteženimi in garantiranimi skladi ter skladi s fiksnim donosom.

Dodaten dohodek ob upokojitvi z naslova vlaganja v pokojninski načrt lahko posamezniki dobijo v najrazličnejših oblikah. Najbolj značilne so: izplačila zbranih sredstev v obliki anuitet, dviga sredstev pred upokojitvijo ali pa dviga sredstev ob upokojitvi. V Franciji imajo posamezniki možnost dobiti privarčevana sredstva praktično v vseh oblikah v primerjavi z Veliko Britanijo, kjer posamezniki sredstva dobijo le na dva načina: z anuitetnimi izplačili ali preko delnih vsot, vendar le do določenega zneska.

3 KATERE REŠITVE IN RAZMIŠLJANJA ZNOTRAJ EU BI BILA PRIMERNA ZA SLOVENIJO

Slovenija, ki ima v Evropi eno najslabših demografskih slik, z nadaljevanjem trenda zniževanja razmerja med delovno aktivno in upokojeno generacijo nujno potrebuje novo pokojninsko reformo. Ta bi posameznikom omogočila zagotovitev zadostnega prihodka ob upokojitvi ter jim tako omogočila finančno stabilnost in neodvisnost na stara leta.

Kot v večini ostalih evropskih držav tudi Slovenija želi posameznikom zagotoviti zadostna sredstva ob upokojitvi s pomočjo drugega in tretjega stebra, saj prvi steber ne zagotavlja dovolj velikega prihodka in je za delovno aktivno populacijo preveč obremenilen. Da bi povečali obseg prispevkov v ta dva stebra, jih moramo narediti bolj privlačna. Možen ukrep je spodbujanje individualnega pokojninskega zavarovanja, za kar je Češka uvedla dober model. Model temelji na direktnih doplačilih iz proračuna, ki zavarovancu na vsakih 12 rednih vplačanih premij doplača eno premijo ali določen znesek na zavarovančev individualni pokojninski račun (Ekart, 2008, str. 257). Takšna spodbujevalna politika tako povečuje donos posameznika in tudi povečuje delež delovno aktivnega prebivalstva, vključenega v pokojninske načrte, saj ta spodbujevalna politika deluje kot nekakšna razprodaja pokojninskih zavarovanj. Model češke spodbujevalne politike bi bil vključen v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v okviru drugega oziroma tretjega pokojninskega stebra.

V prostovoljni dodatni pokojninski sistem bi vključil tudi avtomatski vpis posameznikov v pokojninsko shemo, vendar bi se le-ti imeli možnost iz nje izpisati. Na takšen način deluje mnogo pokojninskih shem v Veliki Britaniji, ki na račun avtomatskega vpisa posameznikov v shemo beležijo večji odstotek udeležencev, ki v to shemo participirajo (Defined-contribution pension schemes, 2008, str. 53). Ta oblika vpisa je zelo primerna, saj veliko posameznikov ne najde časa, volje za vpis ali pa se v shemo ne želijo vpisati zaradi bojazni pred zlorabami ali goljufijami. Tako avtomatski vpis posameznikov ustvari nekakšno zaupanje do takšne vrste varčevanja za upokojitev, saj je za vsem skupaj država, ki ji posamezniki zaupajo. Avtomatski vpis v shemo je dober tudi iz stališča izpisa, saj veliko posameznikov želi delovati kot večinski del prebivalstva in se ob izpisu boji posledic ob upokojitvi.

Dobra praksa v nekaterih evropskih državah je tudi uvedba obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja za vse, še posebno mlajše zaposlene (Ekart, 2008, str. 258). Sredstva iz obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja pa bi se zbirala na individualnem računu posameznika.

Pri prostovoljnem dodatnem kot tudi obveznem dodatnem pokojninskem zavarovanju pa je pomembno poudariti, da bi moral vsak zavarovanec imeti možnost izbrati med izvajalci zavarovalnih storitev. Tako bi se na trgu vzpostavila konkurenca, ki bi pozitivno vplivala na razvoj slovenskega pokojninskega sistema. Seveda bi imeli zavarovanci možnost izbire tudi med produkti, ki jih ponujajo posamezni izvajalci, vendar le v okviru prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Sredstva, vložena v obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje, pa bi bila vložena v mešano (ang. life-cycle) naložbo.

Tudi kolektivno zavarovanje ustvari pomemben del prihodka, saj delodajalci v pokojninsko blagajno v okviru prvega stebra prispevajo kar 8,85 % na bruto plačo zaposlenega. Ker pa prvi steber dolgoročno ni vzdržen, bi bilo primerno prispevke delodajalcev počasi preusmeriti v obliko obveznih prispevkov delodajalcev na individualne račune posameznikov. Menim, da bi bila stopnja prispevka delodajalcev na individualne račune na začetku enaka 3 % in bi se nato vsako leto povečala za pol odstotka. Ta individualni račun bi bil voden v okviru drugega stebra skupaj s prispevki iz obveznega in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, če bi bili zavarovanci vključeni v prvi steber pokojninskega zavarovanja. V nasprotnem primeru pa bi se prispevki iz prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja zbirali v okviru tretjega stebra.

Kot pomemben del varčevanja za starost vidim tudi vidik izbora pokojninskih produktov s primerno naložbeno politiko, ki je za posameznike v končni fazi ključnega pomena. Posamezniki lahko kljub varčevanju skozi celotno delovno obdobje v primeru izbora produktov z rizičnimi naložbenimi politikami izgubijo velik del donosa ali celo del vložka, ki so ga privarčevali skozi celotno delovno obdobje. Seveda pa naložbena politika ne more biti enaka za obvezno kot tudi prostovoljno zavarovanje, saj dohodek iz naslova obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja omogoča socialno varnost posameznikov. Dohodek iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja pa omogoča ohranjanje življenjskega standarda.

V obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje naj bi bili z zakonom vključeni prav vsi zaposleni, tako tisti, ki jim bo to zavarovanje zagotovilo edini prihodek ob upokojitvi, kot tudi tisti, ki bodo imeli prihodke tudi iz prostovoljnega dodatnega zavarovanja in drugih virov sredstev. Zato je potrebno sredstva, ki se zbirajo na individualnih računih iz obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja, kot tudi prispevana sredstva delodajalcev, ki bi se namesto v prvi steber zbirala na individualne račune posameznikov, naložiti varno. Do sedaj je bila praksa, da izvajalci sredstva nalagajo v skladu z minimalno zajamčeno donosnostjo, kjer morajo le-ti ob nedoseganju minimalne zajamčene donosnosti razliko doplačati sami. To dejstvo je še posebej problematično, saj so izvajalci pri nalaganju sredstev zelo previdni, to pa posledično zmanjšuje stopnjo donosa naložb. Tako sredstva tistih, ki imajo do upokojitve še 40 let, niso naložena skladno z ročnostjo naložbe, temveč enako kot sredstva ostalih zavarovancev, kar pa zmanjšuje donosnost, ki bi jo zavarovanci lahko dosegli. Zato bi predlagal spremembo doseganja minimalne zajamčene donosnosti na ravni celotnega obdobja zavarovanja in ne na letni ravni. Smiselno pa bi bilo razmisliti tudi o skladih brez zajamčenega donosa, ob določenih omejitvah bolj tveganih naložb (Ekart, 2008, str. 256). Sredstva bi bila vložena v mešano (ang. life-cycle) naložbo, saj le-ta zagotavlja varno naložbo ob dokaj nizkem tveganju za zavarovance z vsemi ročnostmi. Ob upokojitvi pa bi bila sredstva zavarovancem izplačljiva v obliki anuitet ali pa kot kombinacija izplačila določenega odstotka celotnih sredstev ob upokojitvi, ostalo pa v obliki anuitet.

V okviru prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja pa bi zavarovanci imeli možnost vlagati sredstva v široko paleto skladov in zavarovalniških produktov, ki bi bili različni od izvajalca do izvajalca. Skladi bi bili tako obvezniški, mešani ali delniški z raznimi dodatnimi opcijami (garancije ipd.). Zavarovancem, ki pa se ne bi želeli aktivno odločiti za izbiro, pa bi bil denar naložen v mešano naložbo (ang. life-cycle), kot v primeru obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Sama izplačila zbranih sredstev pa bi bila možna v vseh oblikah.

Temu primerno je potrebno spremeniti tudi nekatere omejitve v zakonu. Sam bi se zavzemal za usmeritev, ki bi omogočala takšno naložbeno politiko, po kateri bi se lahko 100 % kritnega premoženja vlagalo tako v delnice, obveznice kot tudi investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb. Tako odpravljene omejitve bi omogočale izvajanje mešane (ang. life-cycle) naložbene strategije. V okviru prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja pa bi bila tako omogočena tudi 100 % delniška naložbena strategija, vendar bi naložbeno tveganje nosili posamezniki, ki so se za takšno naložbeno strategijo odločili.

SKLEP

Zadnja pokojninska zakonodaja iz leta 2000 je Sloveniji prinesla dodatna dva stebra pokojninskega sistema. Obvezni steber, ki je prej zagotavljal ustrezne pokojnine upokojenemu prebivalstvu, bo počasi izgubil svojo vlogo, saj ga bodo v to prisilile neugodne demografske spremembe. Večjo vlogo sta dobila drugi in tretji steber. Ta dva stebra naj bi namreč v prihodnosti pomenila osnovo za dohodek iz prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, saj naj bi posameznikom zagotavljala pomemben del sredstev za preživetje in tudi sredstva za ohranjanje življenjskega standarda.

Sočasno z nadomestitvijo prvega stebra pokojninskega sistema z drugima dvema pa prehaja odgovornost za ustrezno višino pokojnine iz države na posameznika. Le-ta ima že zdaj večjo vlogo pri oblikovanju svojega dohodka ob upokojitvi, kot pa jo je imel v enostebrnem pokojninskem sistemu. Seveda lahko to odgovornost zmanjšamo z določenimi ukrepi, ki bi pomenili manjše tveganje tako za posameznika kot tudi državo. Eden izmed možnih ukrepov bi lahko bila uvedba obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki bi potekala na osnovi individualnih računov zavarovancev, sredstva pa bi bila vložena v mešano (ang. life-cycle) naložbo kot osnovno naložbeno strategijo.

Mešana (ang. life-cycle) naložbena strategija bi posameznikom omogočala relativno visoke donose ob relativno nizkem tveganju, saj je zelo prilagojena ročnosti posameznikove upokojitve. To pomeni, da so v zgodnji dobi posameznika, ko ima do upokojitve še zelo dolgo, sredstva vložena pretežno v delniške naložbe. Bolj se posameznik približuje upokojitvi, bolj se povečuje delež obvezniških naložb.

Superiornost mešane (life-cycle) in delniške naložbene strategije nasproti obvezniški opisuje tudi simulacijski model. Le-ta se bolj kot na standardni odklon zbranih sredstev ob upokojitvi osredotoča na nizke percentile le-teh ter primerja najslabše donose posameznikov za različne naložbene strategije. Ta pristop je bolj primeren zaradi nesimetrične porazdelitve zbranih sredstev ob upokojitvi. Rezultati simulacije tako kažejo, da imajo naložbe v obveznice zelo majhno, če sploh kakšno korist, saj je verjetnost zelo slabih donosov pri obveznicah večja. Verjetnost, da izključno delniška naložbena strategija na dolgi rok prinese slabši donos kot izključno obvezniška, pa je enaka 0,07 %.

Za razliko od obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja bi pri prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju posamezniki lahko prosto izbirali med naložbenimi strategijami. Tako bi tveganju naklonjeni zavarovanci vlagali v delniške naložbe, tveganju nenaklonjeni pa v naložbe z različnimi vrstami garancij. Po pravilu pa bi vsem zavarovancem, ki iz različnih razlogov ne bi želeli sami izbirati naložbene strategije, ponudili mešano (ang. life-cycle) naložbeno strategijo.

Sprememba je potrebna tudi pri prepoznavnosti in stimulaciji posameznikov za vlaganje v dodatno pokojninsko zavarovanje. Poleg obstoječih davčnih olajšav bi bilo smotrno uvesti tudi avtomatski vpis v pokojninske sheme, ki pa bi bile še vedno prostovoljne. K večji participaciji posameznikov bi pripomogla na primer tudi direktna doplačila države v vrednosti ene premije na vsakih 12 vplačanih premij s strani posameznika. Vse to bi povečalo delež prebivalstva, ki varčuje v prostovoljnih dodatnih shemah. Povečal bi se tudi obseg sredstev, privarčevanih na individualnih računih.

Posamezniki bi tako imeli zagotovljen dohodek in s tem povezano tudi varnost na stara leta, ko dohodek najbolj potrebujejo, saj ga sami težje ustvarijo. Samo naložbenje v lastniške in dolžniške vrednostne papirje pa bi imelo pozitivne učinke tudi na gospodarstvo, saj bi le-to pomenilo neposredne naložbe v gospodarstvo. Spremembe v pokojninskem sistemu bi tako ustvarile socialno bolj prijazno okolje za državljane ter spodbudilo gospodarsko rast.

LITERATURA IN VIRI

1. Ahčan, A. (2006). *Zavarovalništvo* (prosojnice predavanj: PDPZ Problematika, Pokojninska problematika). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Berk Skok, A. & Pogačar, P. (2007). *Predlog zakona o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju*. Ljubljana. Str. 3-11.
3. *Defined-contribution pension schemes*. (2008). Brussels: EFAMA. Str. 33-48 in 53-56.
4. *Demografski kazalniki in načini njihovega izračunavanja [Statistični urad Republike Slovenije]*. Najdeno 6. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.stat.si/doc/pub/rr816-2004/IZRACUNI_SLO.htm.
5. Ekart, M. (2008). Dodatno pokojninsko zavarovanje osem let pozneje (pričakovanja, realnost in izzivi za prihodnost). *Zbornik 15. dnevov slovenskega zavarovalništva* (str. 249-260). Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje.
6. Lušina, U. (2006). *Pokojninski sistem v Sloveniji ter vpliv uvedbe enotne davčne stopnje na pokojnine v Sloveniji* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. Majcen, B., Verbič, M., Nieuwkoop, R. & Sambt, J. (2005). Analiza prihodnjih trendov slovenskega pokojninskega sistema z dinamičnim modelom splošnega ravnovesja. *IB revija*(3).Najdeno 5. maja 2008 na spletnem naslovu http://www2.arnes.si/~ssdmverb/paper-2005-03.pdf.
8. Malačič, J. (2000). *Demografija – teorija, analiza, metode in modeli*. (Četrta izdaja) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

9. *Nacionalno strateško poročilo o primernih in vzdržnih pokojninah Republike Slovenije 2005*. (julij 2005). Ljubljana: Ministrstvo za delo družino in socialne zadeve. Najdeno 8. maja 2008 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/employment_social/spsi/docs/social_protection/2005/si_sl.pdf.
10. *Pokojninski sistem [Kapitalska družba]*. Najdeno 29. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www.kapitalska-druzba.si/pokojninski_sistem.
11. Pogačar, M. (2006). *Življenjsko zavarovanje in 3. steber pokojninskega zavarovanja* [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. *Prebivalstvo Slovenije 2004 in 2005* (2007). Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije.(828). Najdeno 6. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.stat.si/doc/pub/rr-828-07.pdf.
13. Radovan, M. (2008). Finančna varnost v tretjem obdobju – pokojninska zavarovanja. *Zbornik 15. dnevov slovenskega zavarovalništv*a (str. 261-271). Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje.
14. *Stebri pokojninskega sistema*. Najdeno 29. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www.posrcumlad.si/index.php?id=158.
15. *Trije pokojninski stebri [Prva osebna zavarovalnica d.d.]*. Najdeno 29. aprila 2008 na spletnem naslovu http://www.prva.net/pokojninska_reforma.asp?FolderId=117.
16. Veseligaj, J. (2007). *Naložbena Življenjska zavarovanja kot oblika prostovoljnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji* [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. *World population prospects: The 2006 revision population database [United Nations]- High variant for Slovenia*. Najdeno 5. maja 2008 na spletnem naslovu http://esa.un.org/unpp/index.asp?panel=3.
18. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 109/2006, 23. oktober 2006).
19. Zakon o Zavarovalništvu. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 109/2006, 23. oktober 2006).
20. *Zlom pokojninskih sistemov in zniževanje državnih pokojnin v Sloveniji in drugih državah evropske unije*. Najdeno 30. april 2008 na spletnem naslovu http://www.promik.info/pokojnine.htm.