

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**DONOSNOST SLOVENSКИH VZAJEMNIH
POKOJNINSКИH SKLADOV V OBDOBJU
2005 - 2008**

Ljubljana, avgust 2009

ANJA HUMAR

IZJAVA

Študentka **Anja Humar** izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **mag. Sonje Ratej Pirkovič**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne

Podpis:

KAZALO

UVOD.....	1
1. POKOJNINSKI SISTEM.....	1
1.1. DOKLADNI IN NALOŽBENI SISTEM FINANCIRANJA.....	2
1.2. TRISTEBRNI POKOJNINSKI SISTEM.....	3
2. PROSTVOLJNO DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE.....	4
2.1. POKOJNINSKI NAČRT.....	4
2.2. IZVAJALCI DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA.....	5
2.2.1. Vzajemni pokojninski skladi	6
2.2.2. Pokojninska družba.....	6
2.2.3. Zavarovalnice	7
2.3. PONUDNIKI DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA V SLOVENIJI...	7
2.4. NALOŽBENA POLITIKA IN VRSTE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV.....	8
2.4.1. Omejitve strukture naložb pokojninskih skladov	9
2.4.2. Zajamčeni donos pokojninskih skladov.....	12
3. MERILA USPEŠNOSTI VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV.....	12
3.1. VREDNOST PREMOŽENJA POKOJNINSKIH SKLADOV.....	12
3.2. DONOSNOST POKOJNINSKIH SKLADOV.....	13
3.3. TVEGANOST POKOJNINSKIH SKLADOV.....	14
3.4. UČINKOVITOST VLAGANJA POKOJNINSKIH SKLADOV.....	14
4. ANALIZA DONOSNOSTI VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV V OBDOBJU 2005 – 2008.....	15
4.1. POVPREČNI MESEČNI DONOS.....	16
4.2. STANDARDNI ODKLON.....	17
4.3. KOEFICIENT VARIACIJE.....	18
4.4. SHARPOV KOEFICIENT.....	19
4.5. CELOTNA DONOSNOST VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV V OBDOBJU 2005 – 2008.....	20
SKLEP.....	22
LITERATURA IN VIRI.....	24
PRILOGE	

UVOD

Slovenija se je z ustanovitvijo pokojninskih skladov približala ostalim evropskim državam. Pokojninski skladi so glavni izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in so ustanovljeni, z namenom upravljati sredstva zavarovancev v zameno za povračilo stroškov upravljanja. Izvajajo jih lahko banke, zavarovalnice in pokojninske družbe in se lahko oblikujejo kot vzajemni pokojninski skladi, pokojninske družbe ali zavarovalnice. Njihov poglaviti cilj je skrbeti za kapitalsko urejenost, ki se nanaša na zagotavljanje zadostnega kapitala za obvladovanje tveganj, skrb za likvidnost in solventnost premoženja v okviru zakonskih omejitev.

V zadnjem času so se v dnevnem časopisju pojavili članki o donosnosti slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih. To pa predvsem zaradi razvpite finančne krize, ki je ravno tako kot ostale finančne institucije prizadela tudi naše pokojninske sklade. Padec vrednosti delnic in drugih vrednostnih papirjev, v katere skladi vlagajo svoje premoženje, je bil glavni krivec za padce njihove donosnosti. Pokojninski skladi zasledujejo konzervativno naložbeno politiko, ki sklade na eni strani omejuje s strukturo naložb, na drugi strani pa z zajamčenim donosom. Njihova struktura naložb temelji predvsem na bolj varnih naložbah, ki nosijo minimalno tveganje in posledično tudi nižji donos v primerjavi z ostalimi načini vlaganja.

Pričujoče diplomsko delo je sestavljeno iz štirih poglavji. Prvo poglavje opisuje slovenski pokojninski sistem, ki ga sestavljajo trije stebri. Drugo poglavje je namenjeno opisu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. V tem delu smo opisali pokojninski načrt, izvajalce dodatnega zavarovanja in naložbeno politiko skladov. V tretjem poglavju pa govorimo o glavnih merilih uspešnosti, ki jih bomo v zadnjem, četrtem poglavju, tudi uporabili pri analizi donosnosti. Kasneje uporabljena merila uspešnosti so: vrednost premoženja, donosnost in tveganost ter merilo učinkovitosti vlaganja v pokojninske sklade.

Najpomembnejše, četrto poglavje, je namenjeno analizi donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov za obdobje 2005 – 2008. Preverili bomo predvsem, kaj se je zgodilo z vzajemnimi pokojninskimi skladi v letu 2008, ko so vrednosti na trgu iz dneva v dan padale. V zadnjem delu četrtega poglavja smo preverili, kakšne so donosnosti skladov v primerjavi z minimalno zajamčeno donosnostjo po posameznih letih glede na vloge v začetku posameznega leta. Sledi sklep s kratkim povzetkom ugotovitev.

1. POKOJNINSKI SISTEM

Zavedati se moramo, da se danes prebivalstvo stara in da se bo takšen trend, po izračunih strokovnjakov, nadaljeval tudi v prihodnosti. Po projekcijah Eurostata se bo staranje prebivalstva intenzivno nadaljevalo, saj se bo delež oseb, starejših od 65 let, od leta 2008 do leta 2060 povzpел s 17,1 % na 30 %, delež oseb v starost 80 let in več pa s 4,4 % na 12,1 % v enakem obdobju (Prebivalstvo Slovenije se stara - potrebno je medgeneracijsko sožitje, 2008, str. 16).

Ker je to čas, ko se upokojuje t.i. »baby boom« generacija, se pojavlja dvom o tem ali bo v prihodnje delovno aktivna populacija sposobna polniti pokojninsko blagajno, da se bodo iz nje lahko črpale pokojnine upokojenecov. Kvaliteta življenja po upokojitvi bo tako v vedno

večji meri odvisna od prihrankov, ki jih bomo ustvarili v času zaposlitve in uspešnosti upravljanja z njimi (Razpotnik, 2008, str. 60). Po zadnjih podatkih na spletni strani Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (<http://www.zpiz.si>), je bilo v letu 2008 v Sloveniji v povprečju 907.284 zavarovancev (konec decembra 2008, 904.084 zavarovancev), upokojencev pa v povprečju 551.258. Kar pomeni, da 1,64 zavarovanca pokriva enega upokojenca. Razmerje med številom zavarovancev in upokojencev se izenačuje, kar pomeni, da sredstev, ki jih delovno aktivno prebivalstvo vlaga v skupno blagajno obveznega pokojninskega zavarovanja, kmalu ne bodo dovolj za izplačevanje pokojnin iz obveznega dela zavarovanja.

Kot dodaten razlog za varčevanje v sedanjosti za prihodnost moramo navesti tudi dejstvo, da se pokojninska osnova znižuje. Podatek, da je leta 2000 povprečna javna pokojnina znašala 75,3 % povprečne plače, decembra 2008 pa le še 61,5 %, je zastrašujoč (<http://www.pokojninskad-a.si>).

Po osamosvojitvi smo leta 1992 sprejeli prvo slovensko pokojninsko reformo, z namenom odpraviti problem predčasnega upokojevanja. Leta 1999 se je zgodila še druga, nekoliko večja pokojninska reforma, ki je stopila v veljavo s 1. 1. 2000 in, velja še danes. Namen reforme v pokojninskem sistemu je bil oblikovati sistem, ki bo boljši od obstoječega in ki bo upokojencem zagotavljal primerne pokojnine. Najpomembnejša pridobitev reforme je bila uvedba tretjega stebra, t.i. prostovoljnega pokojninskega zavarovanja oziroma varčevanja ter uveljavitev naložbenega sistema.

V sedanjemu sistemu obstajata oba, dokladni in naložbeni sistem financiranja pokojnin. Obstajajo prednosti in slabosti ter razlike med njima.

1.1. DOKLADNI IN NALOŽBENI SISTEM FINANCIRANJA

Dokladni sistem financiranja (*pay as you go*) oziroma PAYG pokojninski sistem se je ohranil v prvem stebru. Ta temelji na medgeneracijski pogodbi, kar pomeni, da delovno aktivni del prebivalstva z obveznimi prispevki direktno prispeva v pokojninsko blagajno iz katere se črpajo sredstva za pokojnine trenutnih upokojencev. V primeru, da sredstev ni dovolj, vskoči država in krije razliko s transferji iz državnega proračuna. Pravice zavarovancev so pri tem sistemu financiranja dokaj omejene in se po obdobjih celo manjšajo.

Takšni sistemi so bili postavljeni v času visoke zaposlenosti in številno močne aktivne populacije, sedaj pa se zaradi hitro naraščajočih izdatkov za pokojnine spopadajo s problemi in slabimi prognozami za prihodnost (Pungračič, 2008, str. 48).

Naložbeni sistem financiranja je uveljavljen v dodatnem prostovoljnem pokojninskem zavarovanju. Razlika z dokladnim sistemom financiranja je v tem, da se tu zavarovalčevi vložki zbirajo na posebnem računu, ločeno od premoženja upravljavca in ločeno od ostalih članov. Na tem računu se vložki obrestujejo oziroma plemenitijo z dobički iz naložb. Ko zavarovalec dopolni določeno starost oziroma pogoje, na podlagi katerih je bilo varčevanje sklenjeno, se mu iz sredstev na njegovem računu zagotovi dodatno pokojnino.

1.2. TRISTEBRNI POKOJNINSKI SISTEM

S pokojninsko reformo se je uvedel tristebni pokojninski sistem, ki ga določa Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (*kasneje ZPIZ-1*).

Prvi steber je sistem obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Vanj so vključeni vsi delovno aktivni prebivalci, ki skupaj z delodajalcem prispevajo sredstva v pokojninsko blagajno. Deluje na principu medgeneracijske pogodbe, kar pomeni, da gredo finančna sredstva pridobljena s prispevki od plač zavarovancev, s prispevki delodajalcev in delno s sredstvi iz državnega proračuna takoj v izplačila pokojnin za trenutne upokojence. Prispevki so že vnaprej zakonsko določeni v odstotku od bruto plače posameznika. Glavna naloga prvega stebra je zagotoviti posamezniku občutek finančne varnosti.

Drugi steber pokojninskega in invalidskega zavarovanja je namenjen osebam, ki so predhodno že vključene v prvi steber zavarovanja, saj predstavlja drugi steber nekakšno nadaljevanje prvega. Sredstva se financirajo po naložbenem sistemu, kar pomeni, da se vplačila posameznikov ali delodajalcev nalagajo na poseben, varčevalni račun, da se obrestujejo in vlagajo v donosne naložbe. Izplačane mesečne rente so odvisne od višine vplačanih prispevkov in donosnosti naložb, v katera so sredstva naložena.

Dodatno pokojninsko in invalidsko zavarovanje v sklopu drugega stebra delimo na:

- *obvezno pokojninsko zavarovanje*, kjer gre za zbiranje prispevkov delodajalcev z namenom, da se zagotovijo pravice do dodatne pokojnine in druge pravice za zavarovance, ki opravljajo težavna in nevarnostim izpostavljena dela ali tista dela, ki so omejena s starostjo.
- *prostovoljno pokojninsko zavarovanje*, ki ga izvajajo vzajemni pokojninski skladi, pokojninske družbe in zavarovalnice, kot je določeno v pokojninskem načrtu. Tudi pri tej obliki zavarovanja se sredstva kopičijo na osebni račun z namenom, da se zavarovancem ob izpolnjenih pogojih iz pokojninskega načrta zagotovi dodatno pokojnino oziroma dodatne pravice.

Obstajata dve obliki prostovoljnega zavarovanja, in sicer kolektivno in individualno prostovoljno zavarovanje.

V *kolektivno prostovoljnem zavarovanju* je vključena večina zavarovancev. Premije plačuje podjetje oziroma se plačuje kombinirano, del plača delodajalec, del pa zavarovanec sam. Na vplačano premijo se priznajo davčne olajšave za odmero dohodnine, vendar ob predpostavki, da so izpolnjeni pogoji iz pokojninskega načrta, ki ga izda delodajalec in da vključuje vsaj 51 % zaposlenih, ki so v delovnem razmerju pri delodajalcu, ki pokojninski načrt financira.

V *individualno prostovoljno zavarovanje* se vključi posameznik prostovoljno in ni pomembno, ali je že vključen tudi v obvezni del pokojninskega zavarovanja. Premije vplačuje posameznik sam in tako uveljavlja davčne olajšave za vplačane premije in odlog dohodnine.

Tretji steber oziroma prostovoljno pokojninsko zavarovanje je individualna oblika zavarovanja, ki ga zavarovanec sklene na lastno željo. V to obliko zavarovanja se lahko vključijo osebe, ki niso predhodno vključene tudi v obvezni del zavarovanja in ki si želijo ob upokojitvi prejemati višji dohodek. Pri tej obliki zavarovanja zavarovanec prevzema vso naložbeno tveganje z zajamčenim donosom na vplačano čisto premijo. Premije se izplačujejo iz neto prejemkov zavarovanca za določeno obdobje za katerega je zavarovanje sklenil. Višina vplačanih premij ni omejena, premije ne prinašajo davčnih olajšav in pri izplačilu teh pokojnin zavarovanec ne plača dohodnine, ker je bila le-ta že plačana skozi vplačila premij.

2. PROSTOVOLJNO DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je vplačevanje sredstev na osebni račun z namenom, da se po določeni starosti in ob izpolnjenih pogojih v pokojninskem načrtu izplača pokojnina in pridobijo določene pravice do pokojnine. V to obliko zavarovanja se po zakonu lahko vključi le zavarovanec ali uživalec pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja.

Osnova za izvajanje prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (*kasneje PDPZ*), je pogodbeni akt t.i. pokojninski načrt.

2.1. POKOJNINSKI NAČRT

Pokojninski načrt je dokument (pogodba), ki določa pogoje za pridobitev pravic iz pokojninskega zavarovanja, vrsto in obseg teh pravic ter postopek za njihovo uveljavitev (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 81-82). Njegov namen je določiti pravila poslovanja skladov, ki se navezujejo na vplačila premij in izplačila sredstev oziroma rent upravičencem. Po Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju iz 296. člena (2000, str. 380-382) mora pokojninski načrt vsebovati:

- pogoje za vključitev v pokojninski načrt,
- višino premije oziroma način izračuna višine premije,
- način in roke za plačevanje premije ter pravne posledice, če premija ni plačana,
- določbo o neprenosljivosti pravic iz dodatnega pokojninskega zavarovanja,
- prepoved zastave police prostovoljnega dodatnega zavarovanja, oziroma prepoved zastave police iz enot premoženja vzajemnega pokojninskega sklada.

Dodatne predpostavke, ki jih mora pokojninski načrt obsegati v zvezi s kritjem izplačila dodatne starostne in predčasne starostne pokojnine so:

- opredelitev zavarovanja kot zavarovanja pri katerem zavarovanec prevzema naložbeno tveganje,
- naložbena politika,
- zajamčeni donos,
- višina stroškov, ki jih zaračunava izvajalec pokojninskega načrta,

- pogoji za pridobitev pravice do dodatne starostne pokojnine oz. predčasne dodatne starostne pokojnine,
- način izračuna odkupne vrednosti,
- način izračunavanja pokojninske rente,
- določba ali bo pokojninsko rento izplačeval izvajalec pokojninskega načrta ali pa bo izvajalec pokojninskega načrta v imenu in za račun zavarovanca z zavarovalnico sklenil ustrezno zavarovalno pogodbo,
- pogoji za prenehanje zavarovanja pred pridobitvijo pravice do dodatne starostne pokojnine oz. predčasne starostne pokojnine in pravice zavarovanca oz. upravičenca v takšnih primerih.

Pokojninski načrt postane veljaven, ko ga odobri minister, pristojen za delo. Ta razsodi, ali je pokojninski načrt pripravljen v skladu z veljavno zakonodajo. Po uradni odobritvi mora biti pokojninski načrt vpisan tudi v poseben register, ki ga vodi pristojni davčni organ. Na podlagi tega se upravljavcu izda odločbo o odreditvi pokojninskega načrta najkasneje v 60. dneh od dneva prejema popolne zahteve o odobritvi. Pokojninski načrt lahko oblikuje delodajalec, zavarovalnica, banka ali pokojninska družba.

Z vpisom v davčni register lahko delodajalec ali zavarovanec sam (odvisno od tega ali gre za kolektivni ali individualni pokojninski načrt) koristi pravico do davčnih olajšav. Višina premije, za katero je mogoče koristiti davčne olajšave dodatnega pokojninskega zavarovanja, je navzdol omejena na 24,20 € na mesečni ravni, ne pa več kot 2.604,54 € na letni ravni za leto 2009, vendar ne več kot 5,844 % bruto plače vlagatelja (<http://www.kapitalska-druzba.si>).

2.2. IZVAJALCI DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA

Izvajalci dodatnega pokojninskega zavarovanja morajo za opravljanje svoje funkcije izpolnjevati zakonsko določene pogoje. Vsak izvajalec izdelava pokojninski načrt. Od Ministrstva za delo, Agencije za zavarovalništvo ali Agencije za trg vrednostnih papirjev mora pridobiti ustrezna soglasja, da je njihovo poslovanje zakonsko upravičeno.

Dodatno pokojninsko zavarovanje izvajajo:

- pokojninski skladi, ki so organizirani kot:
 - vzajemni pokojninski skladi ali
 - pokojninske družbe;
- zavarovalnice, ki dobijo po Zakonu o zavarovalništvu dovoljenje za opravljanje teh storitev.

2.2.1. Vzajemni pokojninski skladi

Vzajemni pokojninski sklad (*kasneje VPS*) je premoženje, ki se financira z vplačili premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in z donosi upravljanja VPS. Ker vzajemni pokojninski sklad ni pravna oseba, mora imeti pooblaščen osebo, ki v njegovem imenu upravlja s premoženjem vlagateljev. Upravljavca je lahko zavarovalnica, ki ima dovoljenje za opravljanje teh poslov po Zakonu o zavarovalništvu ali banka, ki ima dovoljenje za opravljanje takih poslov po Zakonu o bančništvu.

VPS se oblikuje in upravlja izključno v korist zavarovancev prostovoljnega zavarovanja (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 115) in je njihova last. Zavarovanec si pridobiva lastništvo nad skladom z vplačili premij. Glede na višino sredstev na individualnem računu zavarovanca se nato določi lastniško pravico.

Po zakonu mora vsak VPS imeti najmanj 1.000 članov, z izjemo prvega leta, ko je dovoljeno delovanje sklada tudi z manjšim številom članov.

Vzajemni pokojninski sklad se oblikuje kot odprti ali kot zaprti VPS.

- *Odprti VPS* lahko ustanovi banka ali zavarovalnica. Vanj so vključeni zavarovanci obveznega pokojninskega zavarovanja ne glede na to, kje so zaposleni.
- Član *zaprtega VPS* je lahko oseba, ki je v delovnem razmerju pri ustanovitelju sklada. Oblikuje ga lahko eno ali več podjetij, ki sprejmejo pravila in izpolnjujejo pogoje VPS.

Po zakonu je upravljavca VPS upravičen do povračila vstopnih in izstopnih stroškov ter do letne provizije za upravljanje. Vstopni stroški se zaračunajo ob vplačilu premije glede na vplačilo, izstopni stroški se zaračunajo v odstotku odkupne vrednosti, letna provizija pa v odstotku od povprečne čiste letne vrednosti sredstev VPS.

2.2.2. Pokojninska družba

Pokojninska družba je, za razliko od VPS pravna oseba, s pravnim statusom in ima po Zakonu za invalidsko in pokojninski zavarovanje, dovoljenje za opravljanje dejavnosti, ki se navezujejo samo na dejavnost dodatnega pokojninskega zavarovanja in na nobeno drugo. Za dejavnost prostovoljnega dodatnega zavarovanja se po 339. členu ZPIZ-1 šteje:

- zbiranje premij prostovoljnega pokojninskega zavarovanja in vodenja osebnih računov zavarovancev,
- upravljanje s premoženjem pokojninske družbe,
- izplačevanje pokojninske rente,
- upravljanje z zaprtimi in odprtimi vzajemnimi pokojninskimi skladi.

Pokojninska družba je organizirana kot delniška družba. Če ni zakonsko drugače opredeljeno, se za pokojninske družbe uporablja določbe zakona, ki ureja zavarovalništvo o zavarovalni delniški družbi. Osnovni kapital pokojninske družbe mora po prvem odstavku 340. člena ZPIZ-1 vedno znašati tretjino minimalnega kapitala, ki ga za zavarovalnico, ki opravlja

zavarovalne posle v skupini življenjskih zavarovanj, predpisuje Zakon o zavarovalništvu (*kasneje ZZavar*), in ne sme biti nikoli nižji od višine zajamčenega kapitala, ki ga za to zavarovalnico določa zakon, ki ureja zavarovalništvo.

V 337. členu ZPIZ-1 je določeno, da mora pokojninska družba imeti najmanj 15.000 zavarovancev za opravljanje svoje dejavnosti, z izjemo prvega leta poslovanja. Manjše število članov se glede visokih stroškov administracije in stroškov upravljanja skorajda ne izplača. Povprečni stroški na zavarovanca se z večanjem števila zavarovancev nižajo, pokojninske rente pa posledično višajo.

2.2.3. Zavarovalnice

Zavarovalnice, ki imajo po Zakonu o zavarovalništvu dovoljenje za opravljanje zavarovalniških poslov, lahko izvajajo pokojninski načrt. Lahko nastopijo v vlogi izvajalca pokojninskih načrtov v okviru drugega stebra, lahko pa ponujajo dodatno pokojninsko in invalidsko zavarovanje v okviru tretjega stebra, če jim Ministrstvo za delo odobri pokojninski načrt.

2.3. PONUDNIKI DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA V SLOVENIJI

V Sloveniji imamo enajst ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, od tega tri upravljavce pokojninskih družb in tri zavarovalnice ter pet upravljavcev VPS. Vsak upravljavec VPS ponuja po en sklad razen Kapitalske družbe, ki ponuja dva VPS. Eden je odprti sklad KVPS, drugi pa zaprti VPS za javne uslužbence (*kasneje ZVPSJU*). Vsi skladi izvajajo kolektivno in individualno pokojninsko zavarovanje razen vzajemnega pokojninskega sklada ZVPSJU, ki izvaja le kolektivno zavarovanje.

Tabela 1: Ponudniki dodatnega pokojninskega sistema v Sloveniji

Vzajemni pokojninski sklad (ime sklada)	Pokojninska družba	Zavarovalnica
Abanka (A III)	Moja naložba	Adriatic Slovenica
Probanka (Delta)	Pokojninska družba A	Prva osebna zavarovalnica ¹
Kapitalska družba (KVPS in ZVPSJU)	Skupna pokojninska družba	Zavarovalnica Triglav
Generali zavarovalnica (Leon 2)		
Banka Koper (OVPS)		

Vir: MDDZS, 2008.

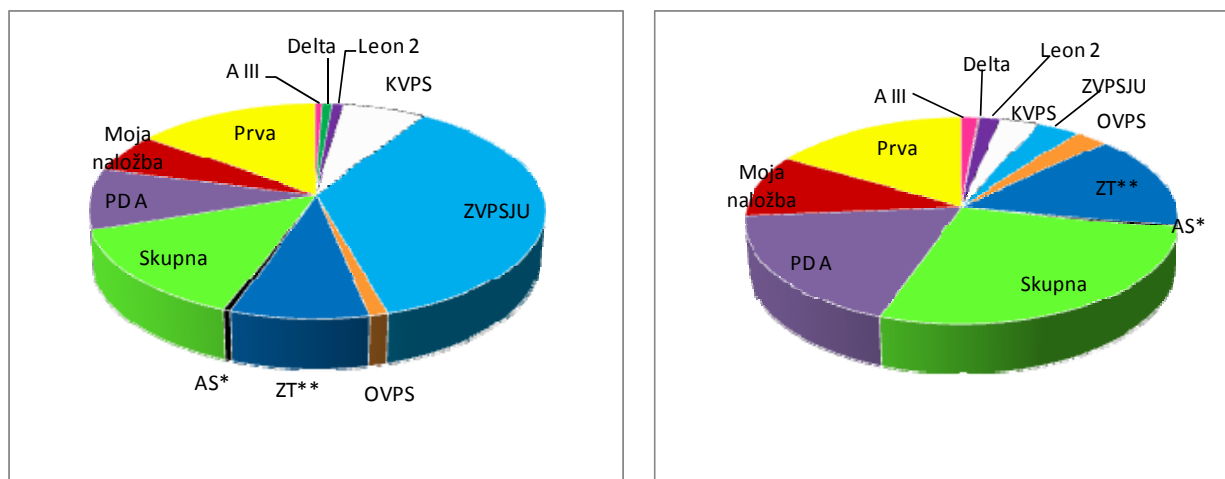
Slovenski vzajemni pokojninski skladi so začeli poslovati v letu 2001, z izjemama Abankinega VPS A III, ki je začel s poslovanjem s 1. 1. 2002, in ZVPSJU Kapitalske družbe, ki je bil ustanovljen šele leta 2004, z namenom zagotoviti dodatno pokojnino javnim uslužbencem.

¹ Prva pokojninska družba je po izdani odločbi Agencije za zavarovalni nadzor za prenos vseh zavarovalnih pogodb prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja po pokojninskih načrtih prenesla na hčerinsko družbo z imenom Prva osebna zavarovalnica z dnem 31.7.2007 (www.prva.net).

Slika 1 prikazuje delež zavarovancev v posameznem VPS in delež zbranih premij za posamezni VPS. V pokojninske sklade je vključenih več kot 500.000 zavarovancev, kar je dobra polovica vseh zaposlenih. Od tega ima največ članov sklad Kapitalske družbe ZVPSJU (187.191 članov oziroma 36,59 % tržni delež), najmanj pa zavarovalnica Adriatic Slovenica (2.317 članov oziroma 0,45 % tržni delež). Skupno imajo največ članov VPS, če pa izvzamemo ZVPSJU, ker je ta predviden le za javne uslužbence in ker izvaja le kolektivno zavarovanje, imajo največji tržni delež pokojninske družbe in to kar 44,2 % (povzeto Hafner, 2009, str. 27). Ostalih 55,7 % v tem primeru ostaja VPS in zavarovalnicam.

Po mnenju Tomaža Modica (2009, 27. januar) število zavarovancev, vključenih v kolektivni pokojninski načrt, kljub trenutnemu negativnemu trendu donosov in razmeram v svetu, še vedno raste. Kar pa ne velja za individualne pokojninske načrte. Tem se število zavarovancev manjša. Lani so VPS v kolektivnem pokojninskem načrtu ponovno dosegli visoko rast sredstev v upravljanju in zanemarljivo malo zavarovancev se je odločilo za izstop iz skladov.

Slika 1: Zavarovanci (levo) in zbrane premije (desno) v posameznem pokojninskem skladu za leto 2008.



AS* je oznaka za zavarovalnico Adriatic Slovenica
 ZT** je oznaka za Zavarovalnico Triglav

Vir: A. Hafner, Za dodatne pokojnine zbranih 869 milijonov evrov, 2009, str. 27.

Desni del slike 1 prikazuje delež zbranih premij pokojninskih skladov za leto 2008. Skupni znesek vplačanih premij je v letu 2008 znašal 833.640 tisoč €. Od tega največ v pokojninski družbi Skupna, kjer so znašale vplačane premije 226.400 tisoč €, oziroma kar 27,16 % vseh vplačanih premij. Sledijo ji Pokojninska družba A z 153.360 tisoč € oz. 18,4 % in Prva osebna zavarovalnica z 140.320 tisoč € oz. 16,83 % vseh zbranih premij. Najnižji znesek vplačanih premij je v letu 2008 imela Probankina Delta, samo 1.190 tisoč € oziroma 0,14 % od vseh zbranih premij.

2.4. NALOŽBENA POLITIKA IN VRSTE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

Politika vodenja pokojninskega sklada je zaporedje ukrepov, ki jih določa upravljavec pokojninskega sklada (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 91) in predvidi strukturo naložb ter omejitve pri vlaganju. Naložbena politika vlaganja skladov je v Sloveniji dokaj konzervativna. Poglavitni cilji konzervativnega vlaganja so ohraniti realno vrednost glavnice,

stabilen donos in čim manjša nihanja vrednosti premoženja. Osnovno vodilo pri upravljanju sredstev sklada je varnost, pred doseganjem donosov (Izjava o naložbeni politiki A III vzajemnega pokojninskega sklada Abanke, 2009, str. 3). Naložbeno politiko pokojninskih skladov ureja Zakon o zavarovalništvu v 121. in 122. členu, ki se nanašata na naložbe kritnega sklada². Zakon omejuje izvajalca pri vodenju naložbene politike, predvsem glede strukture in razpršenosti naložb v katere lahko skladi vlagajo. To pomeni, da je tveganost naložb manjša. Naslednja omejitev naložbene politike skladov je minimalna zajamčena donosnost, ki jo skladi po zakonu morajo dosegati.

2.4.1. Omejitve strukture naložb pokojninskih skladov

Upravljalavec sklada je dolžan pri izvajanju naložbene politike spoštovati omejitve, ki mu jih glede strukture in razpršenosti naložb določa zakonodaja za naložbe kritnega sklada. Kot najpomembnejše omejitve strukture naložb po 122. členu ZZavar (Uradni List RS št. 109/2006) naj omenimo naslednje teze:

- naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja ne smejo presegati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij,
- naložbe v delnice in obveznice, s katerimi se ne trguje na trgu vrednostnih papirjev, ne smejo presegati 10 % sredstev sklada,
- naložbe v delnice in delniške investicijske sklade ne smejo skupaj presegati 30 % sredstev sklada,
- naložbe v obvezniške investicijske sklade ne smejo presegati 40 % sredstev,
- naložbe v nepremičnine ne smejo presegati 30 % vseh sredstev,
- naložbe v bančne depozite ne smejo presegati 30 % sredstev,
- gotovina v sredstvih ne sme presegati 3 % od celote zavarovalno-tehničnih rezervacij sklada.

Prenovljeni ZPIZ-1 (Uradni List RS št. 109/2006) iz leta 2006, v 306. č členu o največji dopustni izpostavljenosti po vrstah naložb, dovoljuje celotno premoženje skupaj naložiti:

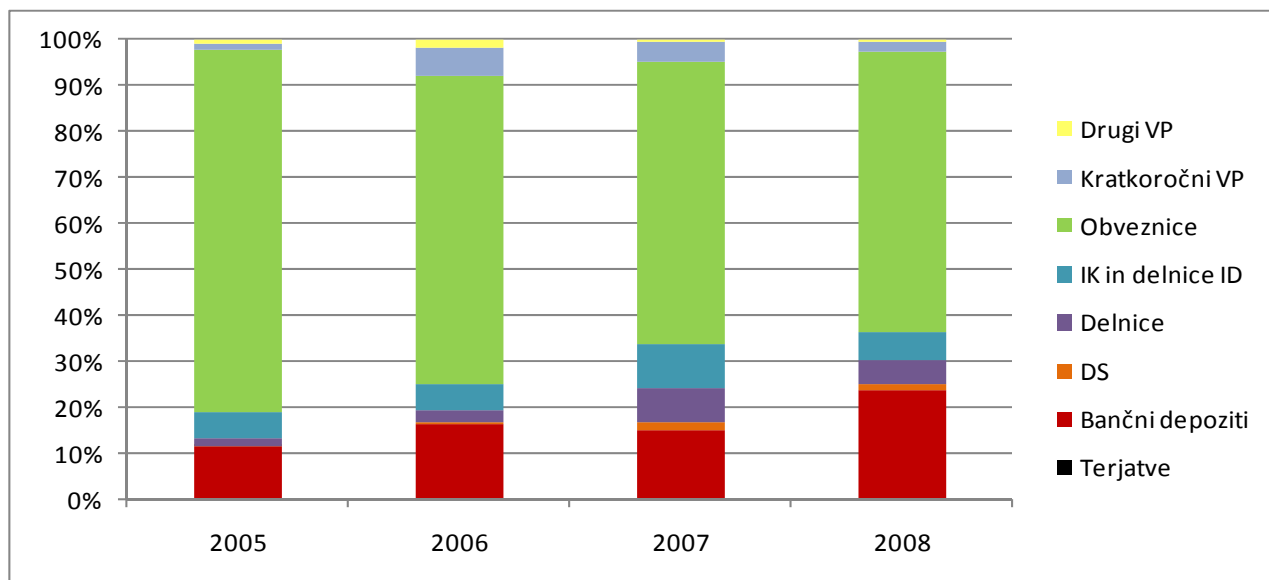
- do 70 % v delnice in podjetniške obveznice s katerimi se trguje na organiziranih trgih,
- do 30 % v naložbe, s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih,
- do 30% v sredstva, nominirana v drugih valutah kot v tolarju (euro).

Slika 2 (na str. 10) prikazuje primerjavo premoženja VPS po letih za obdobje od leta 2005 do leta 2008. Deleži naložb so se skozi obdobje nekoliko spreminjali, vendar sta kljub temu deleža obveznic in bančnih depozitov ostala še vedno prevladujoči naložbi. Delež obveznic se je v primerjanem obdobju znižal za 17,84 %. Bančni depoziti kot druga najobsežnejša naložba, so svoj delež v tem obdobju podvojili (v letu 2008 na 23,60 %). V tem obdobju je

² Kritno premoženje je premoženje zavarovalnice namenjeno kritju bodočih obveznosti iz zavarovanj, morebitnih izgub zaradi tveganj v zvezi z zavarovalnimi posli ter v zvezi s katerimi je zavarovalnica dolžna oblikovati zavarovano-tehnične rezervacije (ZPIZ-1, Uradni List RS, št. 109/2006).

odstotek delnic v portfelju skladov narasel iz 1,57 % v letu 2005 na 7,75 % v letu 2007. V letu 2008 so skladi zaradi kriznih razmer na trgu, deleže tveganih naložb preusmerili v varnejše naložbe, tako je delež naložb v delnice za to leto znašal 5,29 %. Najmanjši delež pa še vedno zavzemajo terjatve (0,19 % za leto 2008).

Slika 2: Sestava premoženja vzajemnih pokojninskih skladov za leta 2005, 2006, 2007 in 2008



Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2008, str. 35 in Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2007, str.32.

Upravljavca sklada vplaga sredstva v vrednostne papirje s fiksnim donosom, v vrednostne papirje z variabilnim donosom in v denarne bančne depozite. Sprememba sestave naložb vzajemnih pokojninskih skladov je posledica sprememb na trgih, porast deleža naložb v bančne depozite pa gre pripisati povečanju obrestnih mer (Šterk, 2008, str. 39). Kot smo že omenili, je naložbena politika slovenskih VPS zelo konservativna, zato prevladujejo predvsem naložbe v državne vrednostne papirje.

Sledi kratek opis najpogostejših vrst naložb vzajemnih pokojninskih skladov.

Delnice

Delnica je lastniški vrednostni papir, ki lastniku zagotavlja solastništvo v podjetju in vključenost v osnovni kapital podjetja. Vrednost delnice je odvisna od njene ponudbe in povpraševanja po njej. Večje kot je povpraševanje po delnici, večja je cena delnice. Delnice sodijo med najbolj tvegane naložbe in prinašajo višje donose kot ostale naložbe. So zelo nepredvidljiva naložba, ker zanje ne moremo napovedati prihodnjih denarnih tokov. Kleindienst meni, da je donosnost delnic odraz tekoče dividendne donosnosti (2,5 % - 3 %), pričakovane dolgoročne stopnje gospodarske rasti (2 % - 3 %) in pričakovane stopnje inflacije (2 % - 2,5 %) (Ugovšek, 2009). Tako dobimo od 6,5 % do 8,5 % nominalno in od 4,5 % do 5,5 % realno rast delnic. Ker vrednost delnic stalno niha, se vanje spleča vlagati na daljši rok (za obdobje desetih let ali več).

Obveznice

Obveznice so dolžniški vrednostni papir, kjer se izdajatelj obveznice zaveže imetniku obveznice, da mu bo plačal obresti in vrnil glavnico v nominalni vrednosti ob njeni

zapadlosti. Izdajatelj je lahko država, banka, občina ali podjetje. Varnost vlaganja v obveznice je pogojena s samim izdajateljem. Zato so najbolj varne državne obveznice, saj zanje jamči država z vsem svojim premoženjem. Dolgoročne državne obveznice so v zadnjih stotih letih rasle po 0,71 % letno, zakladne menice pa so v povprečju pridobile 0,18 % (Ugovšek, 2009). Pomembno je, da so obresti določene že ob izdaji obveznice in tako omogočajo pokojninskim skladom usklajevanje donosnosti naložb z vnaprej obljubljenimi donosi zavarovancev. Najbolj zanimive so takrat, ko obrestne mere padejo, saj takrat njihov tečaj naraste in izdajatelju omogoča realizacijo kapitalskega dobička. Razlika z delnicami je v tem, da zagotavljajo stalen denarni tok v obliki izplačila obresti.

Kratkoročne naložbe (državni in drugi vrednostni papirji)

Kratkoročne naložbe predstavljajo zelo nizko tveganje oziroma tveganje, s katerim je pogojena tudi nižja donosnost naložb. Navadno so vložki v kratkoročne naložbe manjši v primerjavi z ostalimi naložbami v katere vlagajo pokojninski skladi. To pa zato, ker se vanje vlaga, ko se pojavi potreba po likvidnosti oziroma, ko se stanje na trgu z dolgoročnimi naložbami drastično spremeni.

Denarne rezerve

Štiri temeljne oblike denarnih rezerv (Kliendienst, 2001, str. 192) so: gotovina, bančne vloge na vpogled, vezane bančne vloge in zakladne menice Republike Slovenije.

Ker so ta sredstva zelo likvidna, se vanje splača vlagati ob spremembah na trgih. Za vloženo obdobje se obrestujejo in prinašajo nizko oziroma skoraj nikakršno tveganje. So lečasna rešitev, ko moramo imeti na razpolago sredstva, ki jih bomo kasneje uporabili za naložbo v dolgoročne naložbe.

Posojila

Posojila spadajo med finančne instrumente s stalnim donosom, ki zagotavljajo višjo pričakovano donosnost kot obveznice, vendar so slabo likvidna (Cencelj, 2002, str. 22).

Nepremičnine

Vlaganje v nepremičnine je koristno le zaradi razpršenosti premoženja, kajti kot naložba nepremičnine niso ravno najboljša izbira. Njihova prva neugodna lastnost je nelikvidnost. To pomeni, da jih ne moremo takoj prodati po tržni ceni in zato obstaja možnost, da ne bomo dosegli pričakovanega donosa. Naslednja lastnost oz. slabost nepremičnin so z njimi povezani visoki transakcijski stroški, ki so višji od stroškov vlaganja v delnice ali obveznice.

Tuji vrednostni papirji

Investiranje v vrednostne papirje tujih trgov pomeni za portfelj, kjer prevladujejo domače delnice, obveznice, nepremičnine in gotovina, ugodnejše razmerje med tveganjem in pričakovanim donosom. Donos pri teh naložbah ni enak domačemu, saj tuji trgi poslujejo pod drugačnimi makroekonomskimi pogoji kot domači. Temu sledi, da bodo učinki razpršitve naložb ugodnejši.

Konec leta 2006 je Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala Sklep o izjavi naložbene politike in o obvladovanju tveganja pokojninskih skladov (Uradni List št. 137/2006). Izvajalci morajo od druge polovice leta 2007 agenciji vsako leto predložiti izjavo o naložbeni politiki, usklajeno s pokojninskim načrtom in z načrtom o obvladovanju tveganja. Tako so izvajalci po sprejetju sklepa začeli preusmerjati naložbe predvsem v dolžniške vrednostne papirje, v državne papirje in v tiste, za katere jamči država, v vrednostne papirje tujih izdajateljev ter v sestavljene vrednostne papirje.

2.4.2. Zajamčeni donos pokojninskih skladov

ZPIZ-1 določa, da je dodatno pokojninsko zavarovanje, zavarovanje, pri katerem zavarovanec prevzema naložbeno tveganje z zajamčenim donosom na vplačano čisto premijo. Zakon določa, da mora biti zajamčeni donos izražen z letno stopnjo donosnosti, za katero jamči upravljavec pokojninskega sklada. Letna stopnja zajamčenega donosa, ne sme biti nižja od 40 % povprečne letne obrestne mere državnih vrednostnih papirjev z dospelostjo nad enim letom. Vendar navadno upravljavci v pokojninskih načrtih navajajo višji odstotek zajamčene donosnosti. Vzajemni pokojninski skladi kot Abankin A III, Odprti VPS Banke Koper, oba VPS Kapitalske družbe ter Skupna pokojninska družba so se zavezali dosegati 50 % povprečne letne obrestne mere dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev, pokojninska družba Moja naložba ter vzajemna pokojninska sklada Delta in Leon 2, pa kar za 60 % povprečne letne obrestne mere dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev. Le Prva osebna zavarovalnica se je v pokojninskem načrtu obvezala dosegati minimalni zajamčeni donos.

Pred spremembo sklepa o naložbeni politiki skladov je bilo določeno, da v primeru, ko upravljavec zajamčenega donosa za določeno obdobje ne doseže in nima dovolj sredstev v rezervacijah, to razliko krije iz lastnih virov. Po novih določbah zakona iz leta 2006 pa mora upravljavec v breme kapitala oblikovati rezervacije za nedoseganje zajamčene donosnosti v znesku, ki je enak razliki med zajamčeno in dejansko čisto vrednostjo sredstev (Uradni list RS, št. 109/2006, 322. člen). Vendar je zakonska podlaga za slovenske VPS še vedno pomanjkljiva. Do razlik prihaja, ker pokojninski načrt predvideva vplačilo, zakon pa le oblikovanje rezervacij.

3. MERILA USPEŠNOSTI VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV

V tem poglavju bomo pojasnili nekaj pomembnih kazalnikov s katerimi ugotavljamo uspešnost naložb sklada. Najprej se uspešnost kaže v vrednosti premoženja naložbe oziroma v vrednosti njenih enot. Kot naslednje bomo opredeli donosnost in tveganost pokojninskih skladov ter njihove najpomembnejše kazalnike, od povprečne mesečne donosnosti, standardnega odklona, do koeficienta variacije. Na zadnje pa bomo obravnavali Sharпов koeficient, ki velja za dobrega pokazatelja uspešnega upravljanja skladov.

3.1. VREDNOST PREMOŽENJA POKOJNINSKIH SKLADOV

Uspešnost naložb sklada se kaže v vrednosti enote premoženja (*kasneje VEP*) sklada za posamezen mesec. Premoženje sklada se meri v enotah, ki jih ima zavarovanec na svojem osebнем računu. Ko ta vplača premijo (ali zanj to stori delodajalec), mu upravljavec sklada glede na višino vplačila na osebni račun pripiše določeno število enot premoženja. Premija se

tako preračuna v število enot premoženja na določen dan. Ta dan imenujemo dan konverzije, ki ga določi agencija. Če se premijo nakaže na dan konverzije po 12. uri tega dne, se za dan konverzije šteje naslednji datum konverzije.

Čista vplačana premija je premija, ki jo član plača in je zmanjšana za vstopne stroške, ki jih zaračunava upravljavec sklada. Vrednost enote premoženja izračuna upravljavec enkrat mesečno na dan konverzije in jo tudi javno objavi. VEP se izračuna s pomočjo naslednje enačbe.

$$VEP_t = \frac{\check{C}SV_t}{n_t} \quad (1)$$

$\check{C}SV_t$ čista sedanja vrednost premoženja na dan konverzije,

n_t število enot premoženja VPS v obtoku na dan konverzije.

3.2. DONOSNOST POKOJNINSKIH SKLADOV

Donos označuje število denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju. Donosnost pa je donos, izražen v odstotkih glede na investirani znesek (Berk, Lončarski & Zajec, 2006, str. 56). Doseganje donosnosti je za pokojninske sklade izrednega pomena, kajti na podlagi donosnosti se krepi premoženje skladov. Poleg naložbene politike sklada je donosnost odvisna tudi od sposobnosti in zmožnosti upravljavca pri upravljanju sklada ter gospodarskih razmer na trgu.

VPS so dolžni mesečno objavljati doseženo donosnost, medtem ko pokojninske družbe in zavarovalnice svojo donosnost objavijo le enkrat letno. Upravljavec VPS ob koncu vsakega meseca izračuna donos za zadnjih 12 mesecev. Izračuna jo kot razliko med vrednostjo obračunske enote na zadnji delovni dan tekočega meseca in vrednostjo te enote na zadnji delovni dan pred 12 meseci. Dejanska donosnost je izražena v odstotkih.

$$d_t = \frac{VEP_t - VEP_{t-12}}{VEP_{t-12}} * 100 \quad (2)$$

VEP_t VEP na določen dan,

VEP_{t-12} VEP na določen dan pred 12 meseci.

Po spremembi zakona v letu 2006, ZPIZ-1 v 322. členu določa, da mora na koncu obračunskega obdobja izračunati dejansko čisto vrednost sredstev VPS kot razliko med sredstvi in obveznostmi VPS. V primeru, da je ta za obračunsko obdobje nižja od zajamčene vrednosti sredstev, mora upravljavec v breme kapitala oblikovati rezervacije za nedoseganje zajamčene donosnosti v znesku, ki je enak razliki med zajamčeno in dejansko čisto vrednostjo sredstev.

3.3. TVEGANOST POKOJNINSKIH SKLADOV

Obstajajo različne oblike tveganj pri poslovanju z naložbami, ki posledično vplivajo na finančni rezultat. Investitorji imajo različen odnos do tveganja, eni so mu bolj naklonjeni, drugi manj. Kleindienst (2001, str. 68) pravi, da je odnos do tveganja verjetno največja subjektivna ovira, s katero se mora spopasti investitor, pri njenem odstranjevanju, pa lahko ključno vlogo odigra usposobljen finančni svetovalec. Tveganje se meri preko gibanja cen vrednostnih papirjev oziroma preko donosnosti le-teh. Večje kot je nihanje, večje je tveganje in obratno.

Standardni odklon je merilo tveganja, ki nam pokaže, za koliko v povprečju dejanska stopnja donosa odstopa od pričakovane stopnje donosa. Drugače rečeno, pove nam, kako je celotna vrednost porazdelitve zgoščena okoli pričakovane vrednosti. Izračuna se ga na podlagi preteklih podatkov.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n - 1}} \quad (3)$$

r_i donosnost sklada,

\bar{r} povprečna donosnost sklada,

n število obdobji za katero preračunavamo standardni odklon.

Majhen standardni odklon kaže na majhno razpršenost enot, kar pomeni, da so enote razporejene okoli aritmetične sredine in obratno. Standardni odklon je dober pokazatelj tveganja naložbe.

Koeficient variacije je delež standardnega odklona v pričakovani stopnji donosa oziroma delež tveganja na enoto donosnosti (Brigham & Houston, 1998). Omogoča primerjavo variabilnosti različnih spremenljivk.

$$KV = \frac{\sigma}{\bar{r}} \quad (4)$$

Dobljeni rezultat nam pove, kakšen del povprečne donosnosti sklada predstavlja standardni odklon. Nižja vrednost koeficienta kaže na stabilnejše stanje sklada in obratno.

3.4. UČINKOVITOST VLAGANJA POKOJNINSKIH SKLADOV

Učinkovitost vlaganja je ena izmed najpomembnejših kategorij pri odločitvah upraviteljev in vlagateljev. Ta kaže povezavo med donosnostjo in tveganostjo naložb, ki vlagatelje najbolj zanimata. S pomočjo različnih kazalnikov lahko preverimo, kakšno je razmerje med tveganostjo in donosnostjo. Eden izmed kazalnikov uspešnosti vlaganja je tudi Sharpov koeficient, ki smo ga uporabili pri naši analizi donosnosti VPS.

Sharpov koeficient predstavlja mero uspešnosti in primerja preseženo donosnost premoženja z variabilnostjo njegove donosnosti v pričakovanem obdobju (Jorion, 2007, str. 373). Pokaže nam, koliko dodatnega tveganja upravljevec lahko pretvori v dodaten donos v primerjavi s

celotnim tveganjem v obdobju. Kot merilo celotnega tveganja vzamemo standardni odklon. Izračunamo ga s pomočjo spodnje formule.

$$\text{Sharpov koeficient} = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p} \quad (5)$$

\bar{r}_p donosnost naložbe,

\bar{r}_f donosnost ne tvegane naložbe

σ_p standardni odklon naložbe.

Sharpov koeficient je dober pokazatelj uspešnosti poslovanja. To nam pove koeficientov predznak. Če je le-ta pozitiven pomeni, da je poslovanje uspešno, v nasprotnem primeru, pa upravljavec pri svojem delu ni uspešen. Če med seboj primerjamo primerljive sklade, je boljši tisti sklad, ki ima višji Sharpov koeficient.

4. ANALIZA DONOSNOSTI VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV V OBDOBJU 2005 - 2008

V tem poglavju bomo na primerih s pomočjo nekaterih kazalnikov preverili, kaj se je dogajalo s šestimi slovenskimi vzajemnimi pokojninskimi skladi v obdobju od 1. januarja 2005 do 31. decembra 2008. Analiza donosnosti bo potekala po naslednjih točkah:

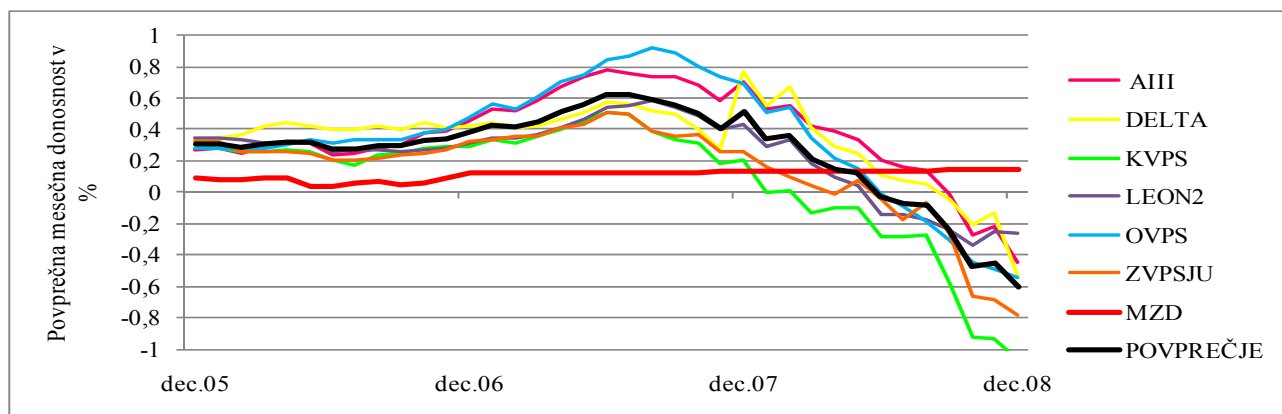
1. Izračunali bomo mesečne donosnosti posameznih VPS s pomočjo mesečnih vrednosti enot premoženja za posamezni vzajemni pokojninski sklad. Nato bomo iz mesečnih donosnosti izračunali povprečne dvanajst mesečne donosnosti ter jih primerjali s povprečno minimalno zajamčeno mesečno donosnostjo v istem obdobju. Ta izračun nam bo povedal, kaj se je dogajalo z donosnostjo skladov v obravnavanem obdobju.
2. S pomočjo povprečne mesečne donosnosti bomo izračunali standardne odklone posameznih VPS za obdobje dvanajstih mesecev. Standardni odklon velja za najboljšega pokazatelja celotnega tveganja vzajemnih pokojninskih skladov.
3. Koeficient variacije, ki je razmerje med standardnim odklonom in povprečnim donosom sklada, nam bo pokazal, kakšno je tveganje sklada v primerjavi z njegovim donosom.
4. S pomočjo Sharpovega koeficienta, kot pokazatelja uspešnosti poslovanja skladov, bomo poskušali oceniti ali je bilo poslovanje skladov skozi obdobje uspešno ali ne.
5. Ker so VPS omejeni z doseganjem minimalne zajamčene donosnosti, bomo v zadnjem delu analize preverili, kakšno je stanje ob enkratnem vložku v sklade na točno določen datum (prvi dan v letu) glede na izstop na zadnji dan leta 2008.

Izračuni vseh omenjenih kazalnikov se nahajajo v prilogah za vsak VPS posebej.

4.1. POVPREČNI MESEČNI DONOS

Povprečne mesečne donosnosti VPS za obdobje 2005 - 2008 so izračunane kot drseča aritmetična sredina mesečnih donosov za eno leto. Slika 3 prikazuje gibanje povprečne mesečne donosnosti za posamezne VPS, v primerjavi s povprečjem donosnosti skladov ter primerjavo z zakonsko določeno minimalno zajamčeno donosnostjo (*kasneje MZD*).

Slika 3: Primerjava povprečnega mesečnega donosa VPS za obdobje 2005 – 2008 (v %)



MZD je kratica za povprečno minimalno zajamčeno donosnost.

Pri vseh VPS je od začetka obravnavanega obdobja povprečna mesečna donosnost počasi naraščala in bila nad MZD. V prvem delu leta 2006 sta hitreje naraščala Abankin A III in Odprti VPS Banke Koper, vse do konca leta 2007. Probankina Delta je kljub temu, da je imela v letu 2006 najvišjo donosnost, naraščala z vmesnimi padci do decembra 2007. V drugi polovici leta 2007 se je situacija na svetovnih trgih spremenila. Vrednosti naložb so začele padati, kar je vplivalo tudi na slovenske izvajalce dodatnega pokojninskega zavarovanja. Največji padec imata sklada Kapitalne družbe. KVPS je prvi padel pod minimalen zakonsko določeno zajamčeno donosnost. Ta je dosegal negativne povprečne mesečne donosnosti že začetek leta 2008, medtem ko se pri drugih skladih razmere na trgu še niso tako poznale. Sledil mu je Zaprti VPS javnih uslužbencev, nato pa še VPS Leon 2, OVPS, Delta in kot zadnji, proti koncu leta 2008, še Abankin A III.

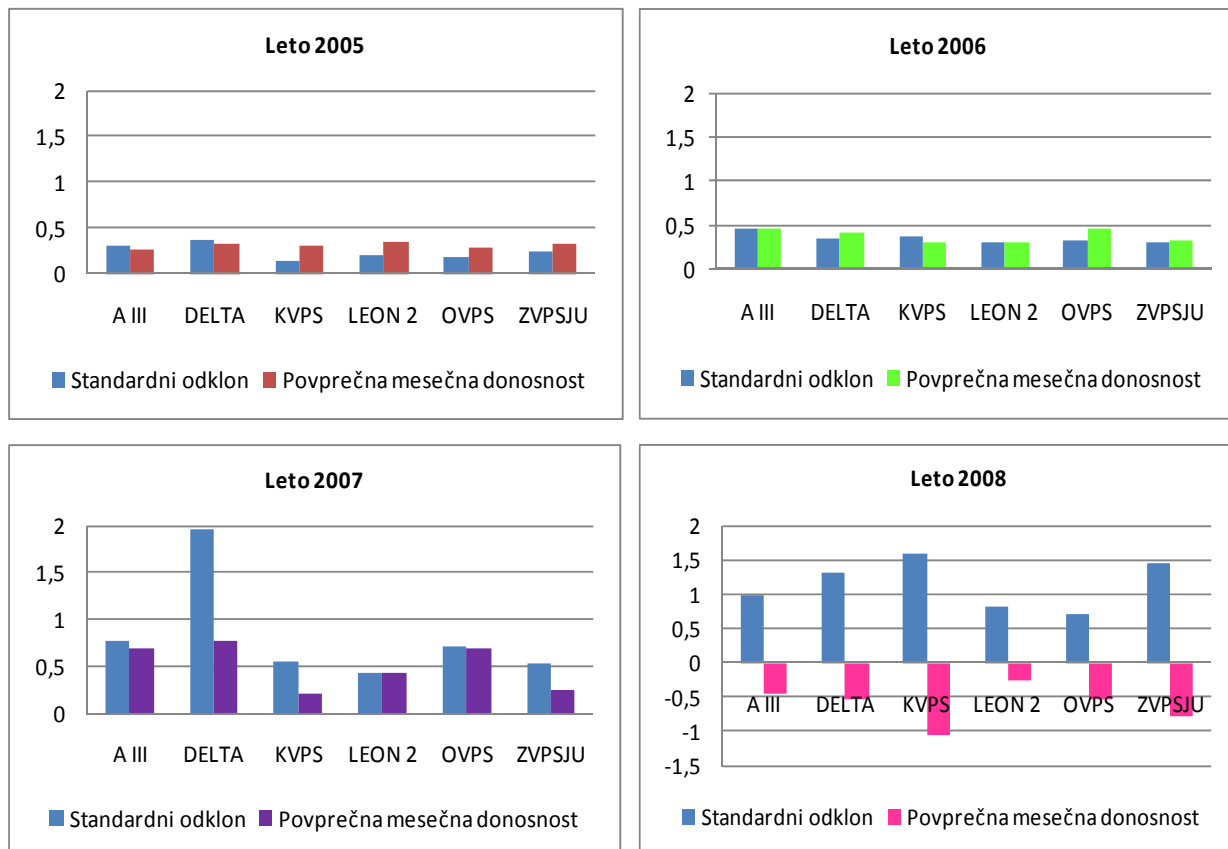
Če primerjamo povprečne letne donosnosti skladov vidimo, da so najvišjo donosnost dosegali ravno v letu 2007. Najboljša je bila Probankina Delta (0,77 %), sledila sta ji še Abankin A III (0,71 %) in Odprti VPS Banke Koper (0,69 %). Ti trije VPS so tudi edini, ki so v celotnem obravnavanem obdobju, presegali povprečje donosnosti. Generalijev Leon 2 pa je bil skozi obdobje v skladu s povprečno donosnostjo, oziroma tik pod njo.

Sicer povprečni donos ni najboljši kazalec, ker ne upošteva tveganja premoženja. Kajti v primeru, da imata dva sklada enako donosnost, na podlagi mesečnega donosa ne moremo določiti, kateri je boljši. Če pa upoštevamo še njuna standardna odklona, lahko napovemo, da je uspešnejši tisti sklad z nižjim standardnim odklonom, ker je tudi manj tvegan.

4.2. STANDARDNI ODKLON

Za standardni odklon velja, da je tveganost manjša, čim nižja je njegova vrednost. Spodnja slika 4, prikazuje primerjavo povprečnih donosnosti in standardnega odklona VPS po posameznih letih.

Slika 4: Primerjava standardnega odklona letnega donosa in povprečne letne donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov za obdobje po letih (%)



Iz slike vidimo, da so vrednosti standardnih odklonov pri vseh VPS skozi obravnavano obdobje naraščale, kar ni najboljše. Le pri Delti so se v zadnjem letu vrednosti nekoliko znižale glede na prejšnja leta. Sledi, da so naložbe v sklade po letu 2005 postajale vedno bolj tvegane. To je povzročila deloma sprememba v strukturi naložb, saj so skladi po letu 2006 zaradi milejših določil v zakonodaji, povečali deleže višje tveganih naložb. To nam pokaže tudi slika 2 (na str. 10), kjer vidimo, da se je med leti 2006 in 2007 v celotni strukturi naložb povečal delež delnic in investicijskih kuponov.

Največji preskok se je zgodil ravno pri Probankini Delti v letu 2007, ko je imela najvišji standardni odklon (1,97 %) in hkrati najvišjo povprečno mesečno donosnost v tem letu (0,77 %). Razlog za to je, da je v tem letu Delta povečala investiranje v tujino (delnice, investicijski kuponi vzajemnih skladov). Delež variabilnih naložb doma in v tujini, je tako znašal 36 % (Letno poročilo vzajemnega pokojninskega sklada Delta za leto 2007, str. 20).

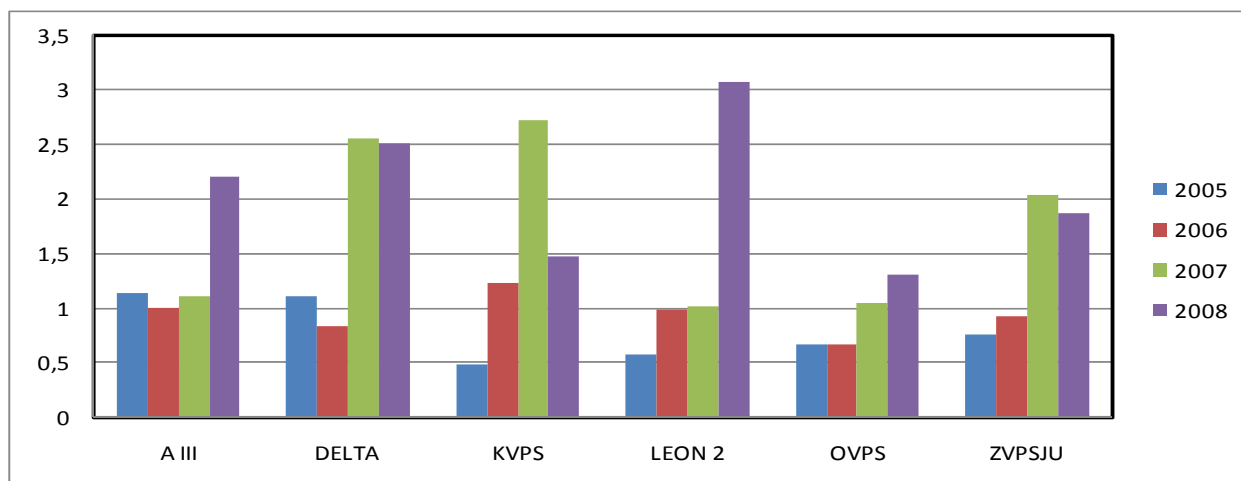
Leto 2008 je bilo za sklade skrajno neugodno leto, zato so upravljavci preusmerili svoje naložbe v manj tvegane domače in tuje državne in podjetniške obveznice ter druge naložbe s fiksnim donosom. Njihovi standardni odkloni so bili kljub temu, v primerjavi s prejšnjimi leti

med najvišjimi. Predvsem zaradi nihanj vrednosti naložb. Izjemi sta Odprti VPS Banke Koper in Probankina Delta, katerima je standardni odklon glede na predhodna leta v letu 2008 znižal. V tem letu je bil najmanj tvegan OVPS (0,77 %), najbolj tvegan pa KVPS (1,57 %).

4.3. KOEFICIENT VARIACIJE

Koeficient variacije je dober pokazatelj nihanj donosa glede na povprečni donos in nam pove koliko povprečne vrednosti znaša standardni odklon.

Slika 5: Primerjava koeficienta variacije vzajemnih pokojninskih skladov za obdobje 2005 – 2008



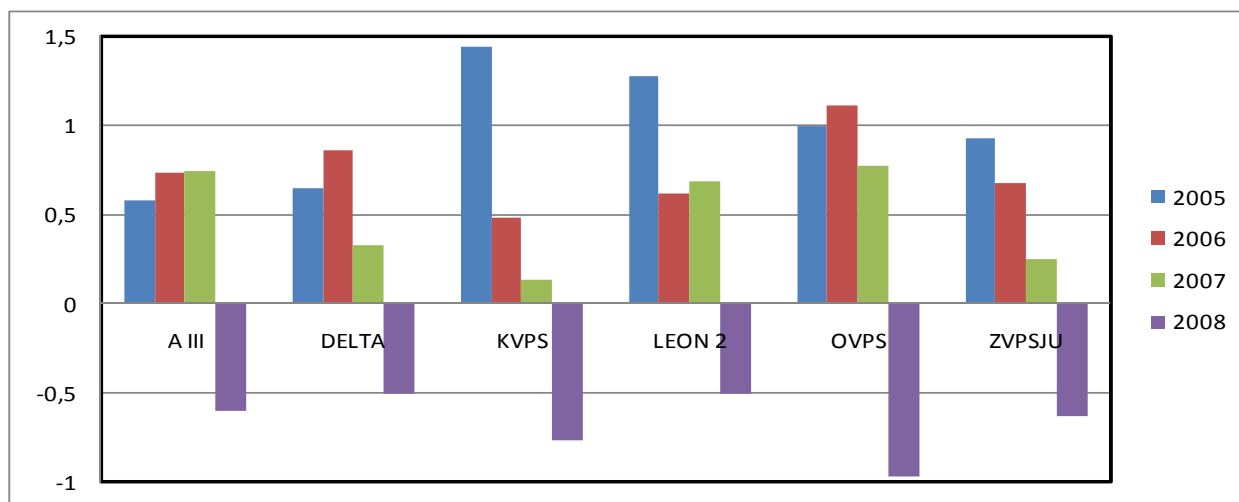
Iz slike 5 vidimo, da so se največja odstopanja zgodila v letih 2007 in 2008. To sta bili nekakšni prelomni leti za VPS. Najprej zaradi spremembe strukture naložb v letu 2007, nato pa zaradi nihanj donosov in padcev povprečnih donosov v letu 2008. V letu 2007 sta z najvišjim koeficientom variacije najbolj izstopala KVPS (2,72) in Delta (2,55). Najnižji koeficient je dosegel Generalijev Leon 2 (1,02).

V letu 2008 primerjamo koeficiente variacije med seboj po absolutnih vrednostih. Ker so vrednosti donosnosti skladov zelo nihale in bile po absolutni vrednosti nizke, so poskočili tudi koeficienti. Največji preskok je bil pri skladu Leon 2, ki je iz prejšnjega leta z najnižjim koeficientom (1,02) dosegel v tem letu najvišjega (3,09). To kaže na velika odstopanja v razmerju standardnega odklona in povprečne donosnosti. Najbolje se je v tem letu odrezal Odprti VPS Banke Koper, ki z najnižjim standardnim odklonom in koeficientom variacije kaže na stabilno stanje njegovih naložb.

4.4. SHARPOV KOEFICIENT

Slika 6 prikazuje Sharpove koeficiente VPS za obdobje 2005 - 2008. Koeficientov predznak je pokazatelj uspešnosti vlagatelja. Že na prvi pogled se iz spodnjega grafa vidi, da so bili vzajemni pokojninski skladi v letih 2005, 2006 in 2007 uspešno upravljani. V zadnjem preučevanem letu 2008 pa nobeden VPS ni dosegel pozitivne vrednosti. Podatki za zadnje leto ne odražajo nujno slabega poslovanja skladov, pač pa so tudi odraz razmer na trgih.

Slika 6: Primerjava Sharpovih koeficientov vzajemnih pokojninski skladov za obdobje 2005 – 2008



Če se osredotočimo na prva tri leta, lahko rečemo, da so ob upoštevanju tveganja skladi uspešno poslovali. Prvo preučevano leto je bil najboljši sklad KVPS. Dosegel je 1,14-krat višjo donosnost nad ne tvegano donosnostjo, deljeno s standardnim odklonom. Sledila sta mu Leon 2 in OVPS. Slednji je imel za preučevano obdobje, v povprečju gledano, najvišje Sharpove koeficiente, kar kaže na uspešno upravljanje. V naslednjih dveh letih je za najbolje upravljanega veljal Odprti VPS Banke Koper.

Leto 2008 je bilo tako kot za vse finančne institucije tudi za sklade neuspešno leto. To odražajo tudi njihovi Sharpovi koeficienti, saj so njihove vrednosti v letu 2008 negativne. Razloga za to ne bi iskali samo pri slabšem upravljanju, pač pa tudi pri spremembah na trgu. Kljub vsemu je imel najvišjo, čeprav negativno vrednost, Generalijev Leon 2, sledila mu je Probankina Delta, Abankin A III, oba sklada Kapitalske družbe in kot zadnji, kljub najnižjim standardnim odklonom in koeficientom variacije, Odprti VPS Banke Koper.

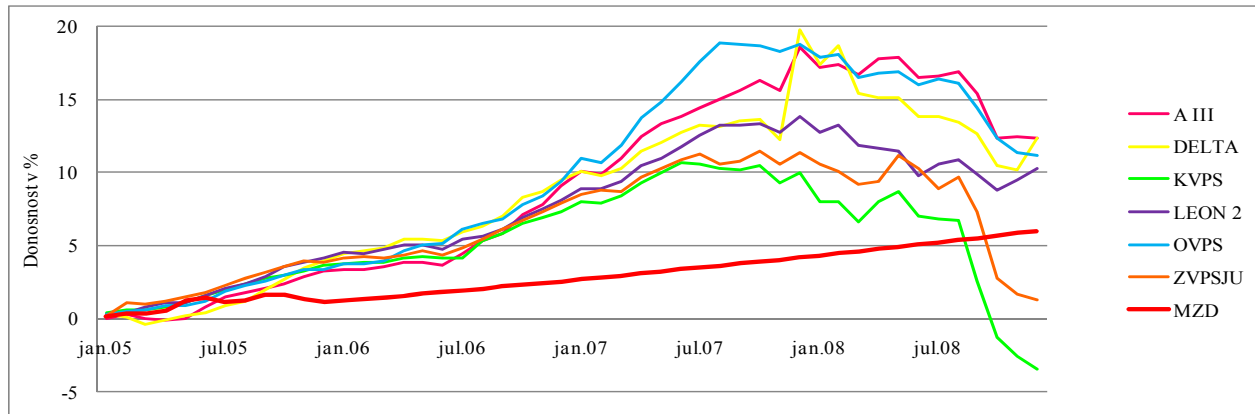
4.5. CELOTNA DONOSNOST VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV V OBDOBJU 2005 - 2008

Ta del analize je namenjen pregledu donosnosti vlog v VPS po posameznih letih. V sklade se navadno vplačuje mesečno, vendar v našem primeru smo za prikaz določili za dan vloge na prvi dan v letu. Tako bomo lažje prikazali dogajanje s povprečno donosnostjo skladov v primerjavi z minimalno zajamčeno donosnostjo, ki jo določa Ministrstvo za finance. Skladi si lahko glede na lastno oceno določijo, kakšno zajamčeno donosnost bodo zasledovali. Vsekakor pa ta ne sme biti nižja od 40 % povprečne letne obrestne mere dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev.

Celotno donosnost v obdobju smo izračunali iz produkta obrestovalnega faktorja dejanske mesečne stopnje donosa sklada za tekoči mesec in obrestovalnega faktorja za čas od prvega dne obdobja do prejšnjega meseca. Temu produktu smo odšteli 1 in izrazili v odstotkih. Podrobnejši prikaz izračunov je v prilogah.

Slika 7 nam kaže donosnosti za vlogo iz dne 1. 1. 2005. V prvi polovici leta 2005 so bile donosnosti skladov A III in Delta nekoliko pod minimalno zajamčeno donosnostjo. V naslednjih letih sta sklada izboljšala svoj položaj in do konca leta 2008 še vedno presegala MZD. V tem obdobju izstopa Probankina Delta, ko je svojo donosnost iz novembra v december 2007 močno dvignila in dosegla skupno najvišjo donosnost.

Slika 7: Doseganje zajamčenega donosa od 1.1.2005 do 31.12.2008



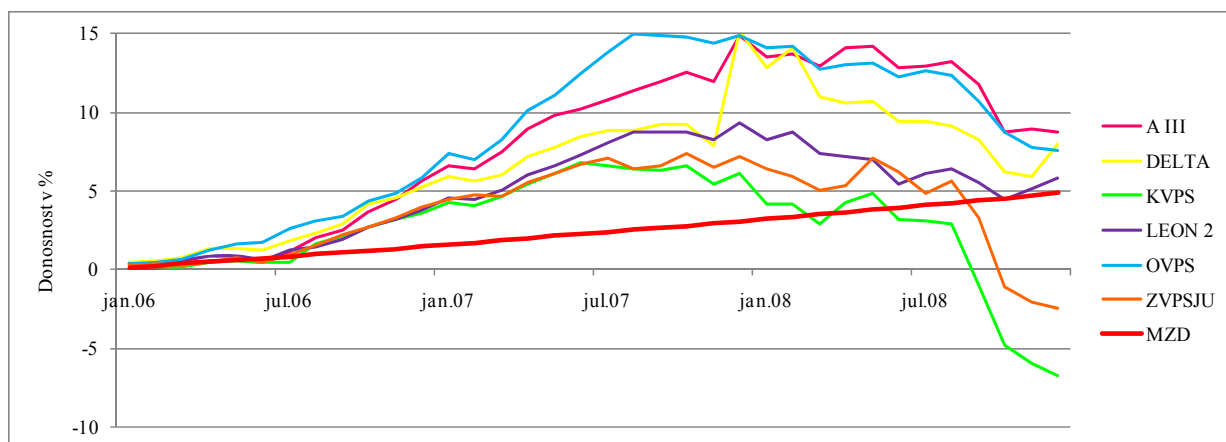
MZD je kratica za povprečje mesečnih minimalnih zajamčenih donosnosti.

Vsem VPS je skozi to štiriletno varčevalno obdobje donosnost do konca leta 2007 naraščala in bila vedno nad MZD. V drugi polovici leta 2008 pa vidimo, da je donosnost skladov KVPS in ZVPSJU padla pod MZD. V tem primeru bi Kapitalska družba, iz rezerv, ki jih je oblikovala, morala ob izstopu vlagatelja konec decembra 2008 pokriti razliko med MZD in dejansko donosnostjo.

Pri vlogi s 1. 1. 2006 (slika 8 na str. 21) je slika podobna prejšnji. Donosnosti skladov so v prvih dveh letih presegale MZD, najbolj v letu 2007. Pri KVPS se v začetku leta 2008 že kažejo manjša nihanja, vendar do takrat vsi skladi presegajo MZD. Najvišjo donosnost še vedno dosega Odprti VPS Banke Koper, najnižjo pa KVPS, ki je že v juniju 2008 padel pod

MZD, v oktobru 2008 pa še ZVPSJU. Tako bi Kapitalska družba moral vlagatelju ob izstopu, zopet pokriti razliko med MZD in dejansko donosnostjo.

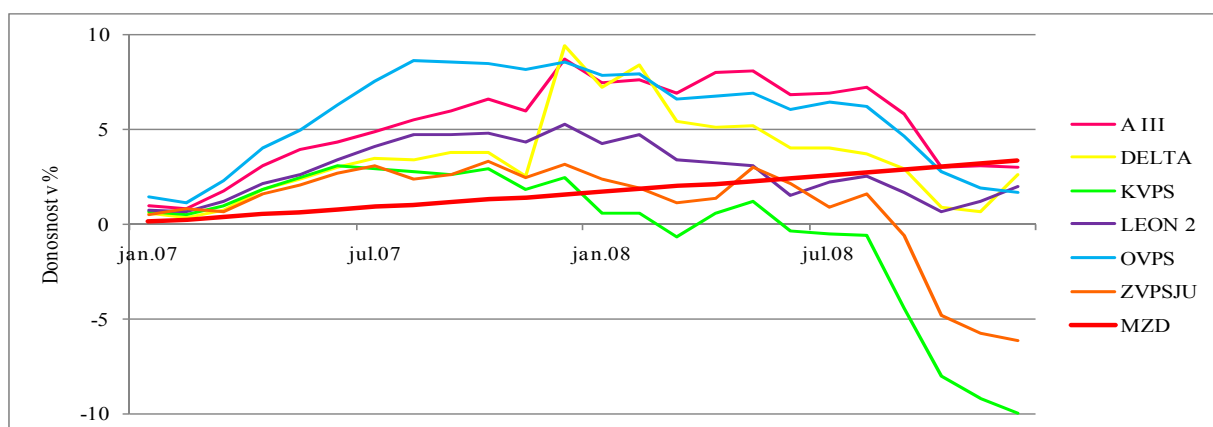
Slika 8: Doseganje zajamčenega donosa od 1.1.2006 do 31.12.2008



MZD je kratica za povprečje mesečnih minimalnih zajamčenih donosnosti.

Pri sliki 9 so že vidni drugačni rezultati poslovanja. V primeru, da bi začeli vlagati v VPS s 1. 1. 2007, z donosi ne bi bili najbolj zadovoljni. Kajti skladi z letom 2008 niso dosegali pozitivne mesečne donosnosti. Kot že v prejšnjih dveh primerih sta oba sklada Kapitalske družbe prva zdrsnila pod minimalno zajamčeno donosnost že v začetku 2008. Tako bi morali pri Kapitalski družbi za to obdobje, ob izstopu vlagatelja, kriti nedoseganje MZD za celo leto 2008. Naslednji, ki je zdrsnil pod mejo, je bil Generalijev Leon 2, in sicer v mesecu juniju. V zadnjem četrtletju pa še Delta in OVPS. Šele v decembru 2008 je donosnost padla pod MZD tudi Abankinemu skladu A III.

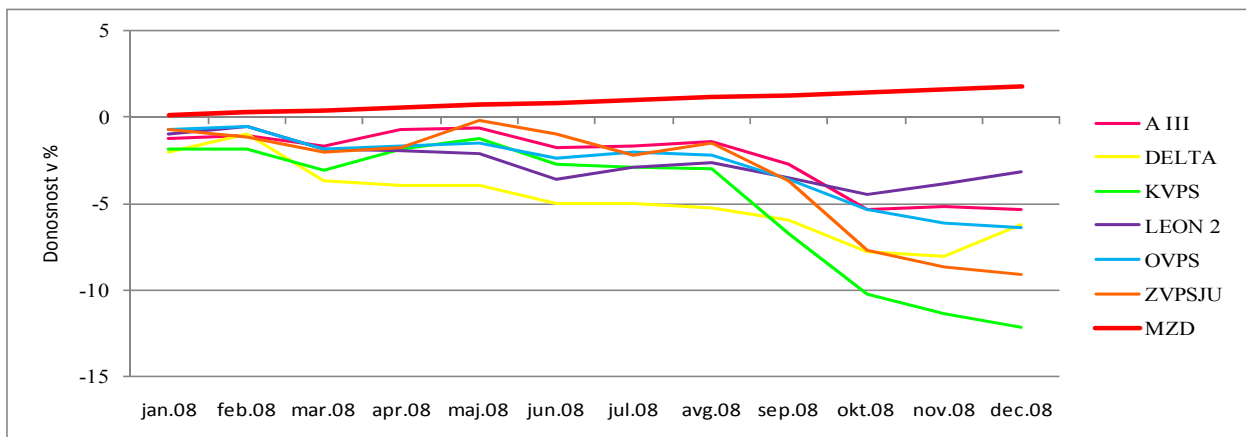
Slika 9: Doseganje zajamčenega donosa od 1.1.2007 do 31.12.2008



MZD je kratica za povprečje mesečnih minimalnih zajamčenih donosnosti.

Poslovanje skladov se je v letu 2008, zaradi vse večjih težav na finančnem področju, izjemno poslabšalo. V tem obdobju so bile donosnosti VSP nizke ali celo negativne. Noben sklad ni dosegal pozitivne povprečne donosnosti, kaj šele MZD (povprečna minimalna zajamčena donosnost za leto 2008 je znašala 0,15 % na mesečni ravni). Donosnosti VPS so v letu 2008 le strmo padale.

Slika 10: Doseganje zajamčenega donosa od 1.1.2008 do 31.12.2008



MZD je kratica za povprečje mesečnih minimalnih zajamčenih donosnosti.

V takšnih razmerah je zakonsko določena minimalna zajamčena donosnost še kako dobrodošla. Zajamčeno donosnost vlagatelji v pokojninske sklade smatrajo kot veliko zaviralno pri doseganju višjih donosov, kar se je v letu 2008 izkazalo za ravno nasprotno. Zavarovanec, kljub negativni donosnosti sklada ob izstopu dobi vsaj minimalen zajamčeni donos.

V najslabši situaciji so vlagatelji v KVPS, saj je njegova skupna donosnost padla krepko pod nivo (-12,18 % v decembru 2008). Sledi mu Zaprti VPS javnih uslužbencev z -9,05 %. Na zadnji dan v letu 2008 je imel KAD oblikovane rezervacije za nedoseganje zajamčene donosnosti za vse sklade skupaj v višini 53,2 milijona € (Čeh, 2009).

Pri ostalih VPS opazimo proti koncu leta 2008 rahel dvig donosnosti. Takrat se je minimalni zajamčeni donosnosti še najbolj približal Leon 2 s sicer -3,19 %. Ta VPS je tudi edini, ki je lansko leto imel najmanj sredstev v delnicah.

SKLEP

Politika naložb, ki jo zasledujejo naši vzajemni pokojninski skladi, velja za zelo omejujočo. Dopušča vlaganja v manj tvegane naložbe, kar posledično prinaša nižje donose v primerjavi z drugimi vrstami naložb. Z letom 2006 so se te zahteve nekoliko omilile, saj je zakonodaja dopustila skladom večje vložke v bolj tvegane naložbe. Vendar so v lanskem letu skladi ponovno prestrukturirali svoje naložbe v manj tvegane. Predvsem zaradi vse slabših razmer na trgu vrednostnih papirjev.

Analiza donosnosti slovenskih vzajemnih pokojninskih skladov je pokazala, da je povprečna donosnost pri skladih do leta 2008 počasi naraščala oziroma se je gibala nad MZD. Nad povprečjem so se skozi obdobje gibali skladi OVPS, A III in Delta. Leon 2 je zasledoval povprečje in bil po obdobjih nad oziroma pod MZD. Sklada Kapitalske družbe pa sta bila skozi obdobje pod povprečjem, vendar še vedno nad MZD. V letu 2008 smo bili priča strmemu padcu donosnosti pri vseh skladih. Najbolj kritična sta bila prav sklada Kapitalske družbe.

Po letu 2006 so zaradi omilitve zakonskih zahtev glede strukture naložb, skladi v svojem portfelju naložb povečali delež delnic in ostalih bolj tveganih naložb, kar se je odražalo tudi na povišanem standardnem odklonu VPS. Ta kaže na povečano tveganost naložb skladov v letu 2007. V tem letu je bila najbolj tvegani VPS Probankina Delta. V letu 2008, ko so imeli vsi skladi negativno povprečno mesečno donosnost, pa sta glede standardnega odklona najbolj izstopala sklada Kapitalske družbe. Podobno se je dogajalo s koeficientom variacije. V zadnjih dveh obravnavanih letih so vrednosti zopet najbolj izstopale pri obeh skladih Kapitalske družbe in pri VPS Delta za leto 2007 ter pri VPS Leonu 2, Delti in A III za leto 2008, ko upoštevamo absolutne vrednosti koeficienta variacije.

Naslednji kazalnik, ki smo ga uporabili za preverjanje uspešnega upravljanja s skladi, je Sharpov koeficient. Ta je pokazal, da so bili do leta 2008 VPS dobro upravljeni. Za leto 2008 so bile vrednosti Sharpovega koeficienta negativne, kar bi pripisali dogajanju na trgu vrednostnih papirjev in upravljanju. Po tem kriteriju je bil v zadnjem letu najslabši OVPS, kljub najnižjemu standardnemu odklonu in koeficientu variacije. Najboljša pa sta bila Probankina Delta in Generalijev Leon 2.

Vzajemni pokojninski skladi so omejeni z doseganjem zajamčene donosnosti. V primeru, da želi vlagatelj izstopiti iz sklada in sklad ne dosega zajamčenega donosa, je vlagatelju potrebno izplačati razliko med dejanskim in zajamčenim donosom iz rezervacij oziroma iz lastnega kapitala, v primeru, da je teh rezervacij premalo. Kakšno je stanje v preučevanem obdobju smo preverili z vlogami za prvi dan v letu in za kriterij uporabili minimalno zajamčeno donosnost, ki jo določa Ministrstvo za finance.

Za vlogo s 1. 1. 2005 in s 1. 1. 2006 so vsi skladi do konca leta 2008 presegali MZD, razen obeh skladov Kapitalske družbe. Tako bi morala Kapitalska družba vlagatelju ob izstopu na zadnji dan leta 2008 izplačati razliko med MZD in dejansko donosnostjo sklada. Za vlogo s 1. 1. 2007 bi MZD dosegali le v letu 2007, kajti v naslednjem letu je vsem VPS dejanska donosnost padla pod MZD. Z januarjem 2008 KVPS, nato ZVPSJU, v juniju 2008 Generalijevega Leonu 2, v drugi polovici leta 2008 Probankini Delti in Odprtemu VPS Banke Koper ter v decembru 2008 še Abankinemu A III. V tem primeru bi vsi izvajalci skladov morali svojim vlagateljem ob izstopu kriti nedoseženo donosnost. Za vlogo s 1. 1. 2008 pa bi vlagatelji ob izstopu prejeli le MZD, saj noben sklad ni dosegal ali presegel predpisane donosnosti.

V tem trenutku bi zakonsko omejitev glede zajamčene donosnosti opredelili kvečjemu kot prednost in ne kot oviro. Z vnaprej določeno minimalno stopnjo donosa je zagotovljeno, da se zagotovi vsaj minimalno zajamčeno donosnost privarčevanih sredstev. Vlagatelji bi sicer glede na trenutne razmere izgubili večino svojega premoženja. Vendar zakonska podlaga slovenskih VPS še vedno ni najboljše opredeljena kar se tiče oblikovanja rezervacij oziroma vplačil upravljavcev v sklad.

LITERATURA IN VIRI

1. Berk, A., Lončarski, I. & Zajec, P. (2006). *Poslovne finance; vodnik po predmetu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Brigham, E. F. & Houston, J. F. (1998). *Fundamentals of Financial Management*. (8th ed.). Orlando: The Dryden Press.
3. Cencelj, A. (2002). *Naložbena politika pokojninskih skladov* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Čeh, S. (2009, 23. februar). Skromno, a lani med najboljšimi naložbami. Delo FT. Najdeno 10. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.zavarovalni-portal.net/skromno_a_lani_med_najboljsimi_nalobami.html.
5. Finance.si. Najdeno 16. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/skladi.php?mode=pokvs>.
6. Hafner, A. (2009, maj). Za dodatne pokojnine zbranih 869 milijonov evrov. *Finance*. Priloga Denar in trgi, (4), str. 27.
7. Izjava o naložbeni politiki A III vzajemnega pokojninskega sklada Abanke (2009), Abanka Vipava d.d., Ljubljana.
8. Jorion, P. (2007). *Financial Risk Manager Handbook 2007 – 2008*. (4th ed.). New Jersey: John Wiley&Sons, Inc..
9. Kapitalska družba (<http://www.kapitalska-druzba.si>).
10. Kleindienst, R. (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba.
11. Letno poročilo vzajemnega pokojninskega sklada Delta za leto 2007. (2007). Ljubljana: Probanka, str. 20.
12. Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve (<http://www.mddsz.gov.si>).
13. Ministrstvo za finance (<http://www.mf.gov.si>).
14. Modic, T. (2009, 27. januar). Pokojninski skladi kljub »varnim naložbam« v rdečih številkah. *Poslovni Dnevnik*. Najdeno 13. aprila 2009 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042239780.
15. Pokojninska družba A (<http://www.pokojninskad-a.si>).
16. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2007 (2008). Agencija za trg vrednostnih papirjev. Ljubljana.
17. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2008 (2009). Agencija za trg vrednostnih papirjev. Ljubljana.
18. *Prebivalstvo Slovenije se stara – potrebno je medgeneracijsko sožitje*. (2008). Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije. Najdeno 3. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.stat.si/doc/pub/Staranje_prebivalstva_slo.pdf.

19. Prva (http://www.prva.net/o_ppd.asp?FolderId=122).
20. Pungračič, S. (2008). Pokojnina naj bo garantirana. *Kapital*, 18 (456), 48-52.
21. Razpotnik, V. (2008). Že danes načrtujte pokojnino. *Kapital*, 18 (456), 60-61.
22. Sklep o izjavi o naložbeni politiki ter o obvladovanju tveganj pokojninskega sklada. (2006). Uradni list RS. (Št. 137/2006). Najdeno 7. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=2006137&stevilka=5752>.
23. Šterk, D. (2008). *Primerjava naložbenih politik pokojninskih skladov* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. Ugovšek, J. (2009, 16. april). Kleidienst: Pričakovana donosnost delnic med petimi in šestimi odstotki. *Finance*. Najdeno 7. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/244256>.
25. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (2006). *Uradni list RS*. (Št. 109/2006) Najdeno 20. april 2009 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=32>.
26. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju z uvodnimi pojasnili in s stvarnim kazalom Jožeta Kuhlja (2000). *Uradni list RS*.
27. Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (<http://www.zpiz.si>).
28. Žnidaršič, Kranjc, A. (2000). *Kako prevzeti odgovornost za lastno starost*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

PRILOGE

Priloga 1: Izračuni kazalnikov za vzajemni pokojninski sklad A III za obdobje 2005-2008.

Obdobje	VEP	Dejanski mesečni donos (%)	Minimalen zjamčen donos (%)	Povprečen mesečni donos (%)	Povprečen minimalen mesečni donos (%)	Standardni odklon mesečnega donosa	Koeficient variacije	Sharpov koeficient
jan.05	0,6773	0,0073	0,21					
feb.05	0,6793	0,2834	0,18					
mar.05	0,6773	-0,2887	-0,02					
apr.05	0,6766	-0,1109	0,17					
maj.05	0,6773	0,1172	0,74					
jun.05	0,6825	0,7639	0,15					
jul.05	0,6874	0,7214	-0,23					
avg.05	0,6898	0,3399	0,07					
sep.05	0,6918	0,2964	0,34					
okt.05	0,6938	0,2835	-0,01					
nov.05	0,6968	0,4391	-0,27					
dec.05	0,6995	0,3892	-0,22	0,2701	0,0925	0,3084	1,1416	0,5760
jan.06	0,7001	0,0775	0,12	0,2760	0,0850	0,3036	1,0999	0,6292
feb.06	0,7001	-0,0060	0,12	0,2519	0,0800	0,3142	1,2475	0,5470
mar.06	0,7014	0,1967	0,12	0,2923	0,0917	0,2658	0,9093	0,7549
apr.06	0,7036	0,3094	0,12	0,3274	0,0875	0,2336	0,7136	1,0268
maj.06	0,7032	-0,0534	0,12	0,3132	0,0358	0,2520	0,8048	1,1004
jun.06	0,7024	-0,1127	0,12	0,2401	0,0333	0,2360	0,9831	0,8760
jul.06	0,7077	0,7545	0,12	0,2428	0,0625	0,2423	0,9976	0,7444
avg.06	0,7134	0,7960	0,12	0,2809	0,0667	0,2900	1,0324	0,7387
sep.06	0,7169	0,4914	0,12	0,2971	0,0483	0,2963	0,9973	0,8396
okt.06	0,7254	1,1933	0,12	0,3729	0,0592	0,3931	1,0541	0,7981
nov.06	0,7304	0,6845	0,12	0,3934	0,0917	0,4031	1,0248	0,7484
dec.06	0,7387	1,1427	0,12	0,4562	0,1200	0,4574	1,0028	0,7349
jan.07	0,7458	0,9566	0,13	0,5294	0,1208	0,4617	0,8720	0,8850
feb.07	0,7446	-0,1609	0,13	0,5165	0,1217	0,4798	0,9289	0,8229
mar.07	0,7518	0,9670	0,13	0,5807	0,1225	0,4846	0,8346	0,9455
apr.07	0,7618	1,3301	0,13	0,6658	0,1233	0,5209	0,7824	1,0413
maj.07	0,7680	0,8139	0,13	0,7380	0,1242	0,4697	0,6364	1,3069
jun.07	0,7710	0,3906	0,13	0,7800	0,1250	0,4048	0,5190	1,6180
jul.07	0,7749	0,5058	0,13	0,7593	0,1258	0,4125	0,5433	1,5355
avg.07	0,7792	0,5549	0,13	0,7392	0,1267	0,4164	0,5634	1,4709
sep.07	0,7830	0,4877	0,13	0,7389	0,1275	0,4166	0,5639	1,4674
okt.07	0,7874	0,5619	0,13	0,6862	0,1283	0,3932	0,5730	1,4188
nov.07	0,7831	-0,5461	0,13	0,5837	0,1292	0,5303	0,9085	0,8571
dec.07	0,8034	2,5923	0,13	0,7045	0,1300	0,7769	1,1029	0,7394
jan.08	0,7938	-1,1949	0,14	0,5252	0,1308	0,9438	1,7971	0,4178
feb.08	0,7952	0,1764	0,14	0,5533	0,1317	0,9264	1,6743	0,4551
mar.08	0,7901	-0,6413	0,14	0,4193	0,1325	0,9761	2,3281	0,2938
apr.08	0,7978	0,9746	0,14	0,3896	0,1333	0,9510	2,4407	0,2695
maj.08	0,7987	0,1128	0,14	0,3312	0,1342	0,9441	2,8504	0,2087
jun.08	0,7892	-1,1894	0,14	0,1995	0,1350	1,0403	5,2135	0,0620
jul.08	0,7897	0,0634	0,15	0,1627	0,1367	1,0363	6,3706	0,0251
avg.08	0,7919	0,2786	0,15	0,1396	0,1383	1,0299	7,3748	0,0013
sep.08	0,7815	-1,3133	0,15	-0,0104	0,1400	1,1032	-105,7178	-0,1364
okt.08	0,7608	-2,6488	0,15	-0,2780	0,1417	1,3198	-4,7476	-0,3180
nov.08	0,7617	0,1183	0,15	-0,2226	0,1433	1,3215	-5,9358	-0,2769
dec.08	0,7609	-0,1050	0,15	-0,4474	0,1450	0,9859	-2,2037	-0,6008

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 2: Primerjava doseganja zajamčenega donosa za vzajemni pokojninski sklad AIII za vsako leto posebej, za obdobje 2005-2008

Obdobje	Donos od 1.1.2005 (%)	Minimalen donos od 1.1.2005 (%)	Donos od 1.1.2006 (%)	Minimalen donos od 1.1.2006 (%)	Donos od 1.1.2007 (%)	Minimalen donos od 1.1.2007 (%)	Donos od 1.1.2008 (%)	Minimalen donos od 1.1.2008 (%)
jan.05	0,0073	0,2100						
feb.05	0,2907	0,3904						
mar.05	0,0011	0,3703						
apr.05	-0,1098	0,5409						
maj.05	0,0073	1,2849						
jun.05	0,7713	1,4369						
jul.05	1,4983	1,2036						
avg.05	1,8433	1,2744						
sep.05	2,1452	1,6187						
okt.05	2,4348	1,6086						
nov.05	2,8845	1,3342						
dec.05	3,2850	1,1113						
jan.06	3,3651	1,2326	0,0775	0,1200				
feb.06	3,3589	1,3541	0,0716	0,2401				
mar.06	3,5623	1,4757	0,2684	0,3604				
apr.06	3,8826	1,5975	0,5786	0,4809				
maj.06	3,8272	1,7194	0,5249	0,6014				
jun.06	3,7101	1,8415	0,4116	0,7222				
jul.06	4,4926	1,9637	1,1692	0,8430				
avg.06	5,3243	2,0860	1,9745	0,9640				
sep.06	5,8419	2,2085	2,4755	1,0852				
okt.06	7,1049	2,3312	3,6984	1,2065				
nov.06	7,8381	2,4540	4,4083	1,3279				
dec.06	9,0703	2,5769	5,6013	1,4495				
jan.07	10,1137	2,7103	6,6115	1,5814	0,9566	0,1300		
feb.07	9,9365	2,8438	6,4400	1,7135	0,7942	0,2602		
mar.07	10,9996	2,9775	7,4692	1,8457	1,7688	0,3905		
apr.07	12,4760	3,1114	8,8987	1,9781	3,1225	0,5210		
maj.07	13,3914	3,2454	9,7850	2,1107	3,9618	0,6517		
jun.07	13,8343	3,3796	10,2138	2,2434	4,3679	0,7825		
jul.07	14,4102	3,5140	10,7713	2,3763	4,8958	0,9136		
avg.07	15,0450	3,6486	11,3860	2,5094	5,4779	1,0447		
sep.07	15,6061	3,7834	11,9292	2,6427	5,9923	1,1761		
okt.07	16,2557	3,9183	12,5582	2,7761	6,5879	1,3076		
nov.07	15,6208	4,0534	11,9435	2,9097	6,0058	1,4393		
dec.07	18,6180	4,1886	14,8454	3,0435	8,7538	1,5712		
jan.08	17,2006	4,3345	13,4731	3,1878	7,4542	1,7134	-1,1949	0,1400
feb.08	17,4074	4,4806	13,6732	3,3322	7,6437	1,8558	-1,0207	0,2802
mar.08	16,6544	4,6268	12,9441	3,4769	6,9534	1,9984	-1,6555	0,4206
apr.08	17,7912	4,7733	14,0449	3,6218	7,9957	2,1412	-0,6970	0,5612
maj.08	17,9241	4,9200	14,1735	3,7668	8,1175	2,2842	-0,5850	0,7020
jun.08	16,5215	5,0669	12,8155	3,9121	6,8315	2,4274	-1,7675	0,8429
jul.08	16,5953	5,2245	12,8870	4,0680	6,8992	2,5810	-1,7053	0,9942
avg.08	16,9201	5,3823	13,2015	4,2241	7,1970	2,7349	-1,4314	1,1457
sep.08	15,3846	5,5404	11,7148	4,3804	5,7892	2,8890	-2,7259	1,2974
okt.08	12,3284	5,6987	8,7557	4,5370	2,9871	3,0433	-5,3025	1,4494
nov.08	12,4612	5,8573	8,8844	4,6938	3,1090	3,1979	-5,1904	1,6015
dec.08	12,3431	6,0160	8,7700	4,8508	3,0007	3,3527	-5,2900	1,7539

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 3: Izračuni kazalnikov za vzajemni pokojninski sklad Delta za obdobje 2005 - 2008

Obdobje	VEP	Dejanski mesečni donos (%)	Minimalen zajamčen donos (%)	Povprečen mesečni donos (%)	Povprečen minimalen mesečni donos (%)	Standardni odklon mesečnega donosa	Koeficient variacije	Sharpov koeficient
jan.05	6,4071	0,2990	0,21					
feb.05	6,3936	-0,2107	0,18					
mar.05	6,3674	-0,4098	-0,02					
apr.05	6,3860	0,2921	0,17					
maj.05	6,4046	0,2913	0,74					
jun.05	6,4154	0,1686	0,15					
jul.05	6,4474	0,4988	-0,23					
avg.05	6,4632	0,2451	0,07					
sep.05	6,5172	0,8355	0,34					
okt.05	6,5614	0,6782	-0,01					
nov.05	6,609	0,7255	-0,27					
dec.05	6,6448	0,5417	-0,22	0,3296	0,0925	0,3672	1,1141	0,6457
jan.06	6,6743	0,4440	0,12	0,3417	0,0850	0,3685	1,0785	0,6966
feb.06	6,6843	0,1498	0,12	0,3717	0,0800	0,3323	0,8939	0,8780
mar.06	6,6969	0,1885	0,12	0,4216	0,0917	0,2350	0,5574	1,4039
apr.06	6,7362	0,5868	0,12	0,4461	0,0875	0,2356	0,5282	1,5220
maj.06	6,7341	-0,0312	0,12	0,4193	0,0358	0,2707	0,6456	1,4166
jun.06	6,7286	-0,0817	0,12	0,3984	0,0333	0,2998	0,7526	1,2176
jul.06	6,7675	0,5781	0,12	0,4050	0,0625	0,3031	0,7483	1,1301
avg.06	6,7959	0,4197	0,12	0,4196	0,0667	0,2989	0,7124	1,1808
sep.06	6,8366	0,5989	0,12	0,3999	0,0483	0,2759	0,6899	1,2742
okt.06	6,9212	1,2375	0,12	0,4465	0,0592	0,3612	0,8090	1,0722
nov.06	6,9452	0,3468	0,12	0,4149	0,0917	0,3510	0,8460	0,9209
dec.06	6,9919	0,6724	0,12	0,4258	0,1200	0,3573	0,8391	0,8559
jan.07	7,0343	0,6064	0,13	0,4393	0,1208	0,3611	0,8219	0,8821
feb.07	7,0161	-0,2587	0,13	0,4053	0,1217	0,4072	1,0047	0,6965
mar.07	7,0423	0,3734	0,13	0,4207	0,1225	0,4017	0,9548	0,7423
apr.07	7,1185	1,0820	0,13	0,4620	0,1233	0,4436	0,9602	0,7634
maj.07	7,1603	0,5872	0,13	0,5135	0,1242	0,4161	0,8104	0,9356
jun.07	7,2031	0,5977	0,13	0,5701	0,1250	0,3716	0,6519	1,1977
jul.07	7,2336	0,4234	0,13	0,5572	0,1258	0,3740	0,6712	1,1534
avg.07	7,2301	-0,0484	0,13	0,5182	0,1267	0,4121	0,7953	0,9501
sep.07	7,2560	0,3582	0,13	0,4982	0,1275	0,4137	0,8305	0,8960
okt.07	7,2590	0,0413	0,13	0,3985	0,1283	0,3600	0,9034	0,7504
nov.07	7,1689	-1,2412	0,13	0,2662	0,1292	0,5955	2,2376	0,2300
dec.07	7,6528	6,7500	0,13	0,7726	0,1300	1,9702	2,5500	0,3262
jan.08	7,4958	-2,0515	0,14	0,5511	0,1308	2,1332	3,8707	0,1970
feb.08	7,5821	1,1513	0,14	0,6686	0,1317	2,1234	3,1757	0,2529
mar.08	7,3746	-2,7367	0,14	0,4095	0,1325	2,3413	5,7182	0,1183
apr.08	7,3510	-0,3200	0,14	0,2926	0,1333	2,3397	7,9958	0,0681
maj.08	7,3536	0,0354	0,14	0,2466	0,1342	2,3388	9,4831	0,0481
jun.08	7,2720	-1,1097	0,14	0,1043	0,1350	2,3673	22,6868	-0,0129
jul.08	7,2736	0,0220	0,15	0,0709	0,1367	2,3652	33,3626	-0,0278
avg.08	7,2496	-0,3300	0,15	0,0474	0,1383	2,3679	49,9249	-0,0384
sep.08	7,1951	-0,7518	0,15	-0,0451	0,1400	2,3763	-52,7232	-0,0779
okt.08	7,0558	-1,9360	0,15	-0,2099	0,1417	2,4375	-11,6153	-0,1442
nov.08	7,0374	-0,2608	0,15	-0,1281	0,1433	2,4161	-18,8540	-0,1124
dec.08	7,1746	1,9496	0,15	-0,5282	0,1450	1,3247	-2,5080	-0,5082

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 4: Primerjava doseganja zajamčenega donosa za vzajemni pokojninski sklad Delta za vsako leto posebej, za obdobje 2005-2008

Obdobje	Donos od 1.1.2005 (%)	Minimalen donos od 1.1.2005 (%)	Donos od 1.1.2006 (%)	Minimalen donos od 1.1.2006 (%)	Donos od 1.1.2007 (%)	Minimalen donos od 1.1.2007 (%)	Donos od 1.1.2008 (%)	Minimalen donos od 1.1.2008 (%)
jan.05	0,2990	0,2100						
feb.05	0,0877	0,3904						
mar.05	-0,3225	0,3703						
apr.05	-0,0313	0,5409						
maj.05	0,2599	1,2849						
jun.05	0,4289	1,4369						
jul.05	0,9299	1,2036						
avg.05	1,1772	1,2744						
sep.05	2,0225	1,6187						
okt.05	2,7145	1,6086						
nov.05	3,4596	1,3342						
dec.05	4,0200	1,1113						
jan.06	4,4818	1,2326	0,4440	0,1200				
feb.06	4,6384	1,3541	0,5944	0,2401				
mar.06	4,8356	1,4757	0,7841	0,3604				
apr.06	5,4508	1,5975	1,3755	0,4809				
maj.06	5,4180	1,7194	1,3439	0,6014				
jun.06	5,3319	1,8415	1,2611	0,7222				
jul.06	5,9408	1,9637	1,8466	0,8430				
avg.06	6,3854	2,0860	2,2740	0,9640				
sep.06	7,0225	2,2085	2,8865	1,0852				
okt.06	8,3469	2,3312	4,1596	1,2065				
nov.06	8,7226	2,4540	4,5208	1,3279				
dec.06	9,4537	2,5769	5,2236	1,4495				
jan.07	10,1174	2,7103	5,8617	1,5814	0,6064	0,1300		
feb.07	9,8325	2,8438	5,5878	1,7135	0,3461	0,2602		
mar.07	10,2426	2,9775	5,9821	1,8457	0,7208	0,3905		
apr.07	11,4355	3,1114	7,1289	1,9781	1,8107	0,5210		
maj.07	12,0899	3,2454	7,7579	2,1107	2,4085	0,6517		
jun.07	12,7599	3,3796	8,4021	2,2434	3,0206	0,7825		
jul.07	13,2373	3,5140	8,8611	2,3763	3,4569	0,9136		
avg.07	13,1825	3,6486	8,8084	2,5094	3,4068	1,0447		
sep.07	13,5880	3,7834	9,1982	2,6427	3,7772	1,1761		
okt.07	13,6349	3,9183	9,2433	2,7761	3,8201	1,3076		
nov.07	12,2245	4,0534	7,8874	2,9097	2,5315	1,4393		
dec.07	19,7996	4,1886	15,1698	3,0435	9,4524	1,5712		
jan.08	17,3419	4,3345	12,8070	3,1878	7,2069	1,7134	-2,0515	0,1400
feb.08	18,6929	4,4806	14,1058	3,3322	8,4412	1,8558	-0,9238	0,2802
mar.08	15,4446	4,6268	10,9830	3,4769	5,4735	1,9984	-3,6353	0,4206
apr.08	15,0751	4,7733	10,6279	3,6218	5,1359	2,1412	-3,9437	0,5612
maj.08	15,1158	4,9200	10,6670	3,7668	5,1731	2,2842	-3,9097	0,7020
jun.08	13,8384	5,0669	9,4390	3,9121	4,0061	2,4274	-4,9760	0,8429
jul.08	13,8635	5,2245	9,4630	4,0680	4,0289	2,5810	-4,9550	0,9942
avg.08	13,4878	5,3823	9,1019	4,2241	3,6857	2,7349	-5,2687	1,1457
sep.08	12,6346	5,5404	8,2817	4,3804	2,9062	2,8890	-5,9808	1,2974
okt.08	10,4540	5,6987	6,1853	4,5370	0,9139	3,0433	-7,8011	1,4494
nov.08	10,1659	5,8573	5,9084	4,6938	0,6508	3,1979	-8,0415	1,6015
dec.08	12,3137	6,0160	7,9732	4,8508	2,6130	3,3527	-6,2487	1,7539

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 5: Izračuni kazalnikov za vzajemni pokojninski sklad Leon 2 za obdobje 2005-2008

Obdobje	VEP	Dejanski mesečni donos (%)	Minimalen zajamčen donos (%)	Povprečen mesečni donos (%)	Povprečen minimalen mesečni donos (%)	Standardni odklon mesečnega donosa	Koeficient variacije	Sharpov koeficient
jan.05	5,9798	0,3272	0,21					
feb.05	5,9852	0,0903	0,18					
mar.05	6,0101	0,4160	-0,02					
apr.05	6,0275	0,2895	0,17					
maj.05	6,0240	-0,0581	0,74					
jun.05	6,0540	0,4980	0,15					
jul.05	6,0825	0,4708	-0,23					
avg.05	6,1020	0,3206	0,07					
sep.05	6,1348	0,5375	0,34					
okt.05	6,1751	0,6569	-0,01					
nov.05	6,1936	0,2996	-0,27					
dec.05	6,2094	0,2551	-0,22	0,3420	0,0925	0,1954	0,5714	1,2766
jan.06	6,2307	0,3430	0,12	0,3433	0,0850	0,1953	0,5691	1,3222
feb.06	6,2281	-0,0417	0,12	0,3323	0,0800	0,2137	0,6433	1,1803
mar.06	6,2420	0,2232	0,12	0,3162	0,0917	0,2141	0,6772	1,0486
apr.06	6,2639	0,3508	0,12	0,3213	0,0875	0,2142	0,6665	1,0918
maj.06	6,2599	-0,0639	0,12	0,3208	0,0358	0,2151	0,6704	1,3250
jun.06	6,2429	-0,2716	0,12	0,2567	0,0333	0,2661	1,0368	0,8393
jul.06	6,2833	0,6471	0,12	0,2714	0,0625	0,2833	1,0440	0,7373
avg.06	6,2987	0,2451	0,12	0,2651	0,0667	0,2830	1,0675	0,7012
sep.06	6,3291	0,4826	0,12	0,2605	0,0483	0,2786	1,0693	0,7617
okt.06	6,3745	0,7173	0,12	0,2656	0,0592	0,2868	1,0801	0,7196
nov.06	6,4075	0,5177	0,12	0,2837	0,0917	0,2960	1,0430	0,6490
dec.06	6,4454	0,5915	0,12	0,3118	0,1200	0,3087	0,9900	0,6213
jan.07	6,4917	0,7183	0,13	0,3430	0,1208	0,3304	0,9630	0,6726
feb.07	6,4885	-0,0493	0,13	0,3424	0,1217	0,3312	0,9671	0,6666
mar.07	6,5224	0,5225	0,13	0,3674	0,1225	0,3326	0,9055	0,7361
apr.07	6,5833	0,9337	0,13	0,4159	0,1233	0,3704	0,8906	0,7899
maj.07	6,6163	0,5013	0,13	0,4630	0,1242	0,3384	0,7309	1,0013
jun.07	6,6623	0,6953	0,13	0,5436	0,1250	0,2516	0,4628	1,6639
jul.07	6,7086	0,6950	0,13	0,5476	0,1258	0,2537	0,4634	1,6622
avg.07	6,7507	0,6276	0,13	0,5794	0,1267	0,2357	0,4067	1,9214
sep.07	6,7490	-0,0252	0,13	0,5371	0,1275	0,2932	0,5459	1,3971
okt.07	6,7537	0,0696	0,13	0,4832	0,1283	0,3158	0,6535	1,1237
nov.07	6,7232	-0,4516	0,13	0,4024	0,1292	0,4146	1,0304	0,6590
dec.07	6,7873	0,9534	0,13	0,4325	0,1300	0,4419	1,0216	0,6847
jan.08	6,7212	-0,9739	0,14	0,2915	0,1308	0,5882	2,0176	0,2732
feb.08	6,7501	0,4300	0,14	0,3315	0,1317	0,5791	1,7472	0,3450
mar.08	6,6649	-1,2622	0,14	0,1827	0,1325	0,7341	4,0170	0,0684
apr.08	6,6551	-0,1470	0,14	0,0927	0,1333	0,6990	7,5423	-0,0582
maj.08	6,6455	-0,1443	0,14	0,0389	0,1342	0,6895	17,7307	-0,1382
jun.08	6,5455	-1,5048	0,14	-0,1444	0,1350	0,7850	-5,4343	-0,3560
jul.08	6,5895	0,6722	0,15	-0,1463	0,1367	0,7828	-5,3490	-0,3615
avg.08	6,6091	0,2974	0,15	-0,1739	0,1383	0,7585	-4,3632	-0,4116
sep.08	6,5526	-0,8549	0,15	-0,2430	0,1400	0,7812	-3,2150	-0,4902
okt.08	6,4867	-1,0057	0,15	-0,3326	0,1417	0,8035	-2,4157	-0,5903
nov.08	6,5250	0,5904	0,15	-0,2458	0,1433	0,8447	-3,4369	-0,4606
dec.08	6,5719	0,7188	0,15	-0,2653	0,1450	0,8167	-3,0780	-0,5024

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 6: Primerjava doseganja zajamčenega donosa za vzajemni pokojninski sklad Leon 2 za vsako leto posebej, za obdobje 2005-2008

Obdobje	Donos od 1.1.2005 (%)	Minimalen donos od 1.1.2005 (%)	Donos od 1.1.2006 (%)	Minimalen donos od 1.1.2006 (%)	Donos od 1.1.2007 (%)	Minimalen donos od 1.1.2007 (%)	Donos od 1.1.2008 (%)	Minimalen donos od 1.1.2008 (%)
jan.05	0,3272	0,2100						
feb.05	0,4178	0,3904						
mar.05	0,8355	0,3703						
apr.05	1,1275	0,5409						
maj.05	1,0687	1,2849						
jun.05	1,5721	1,4369						
jul.05	2,0502	1,2036						
avg.05	2,3774	1,2744						
sep.05	2,9277	1,6187						
okt.05	3,6038	1,6086						
nov.05	3,9142	1,3342						
dec.05	4,1793	1,1113						
jan.06	4,5367	1,2326	0,3430	0,1200				
feb.06	4,4931	1,3541	0,3012	0,2401				
mar.06	4,7263	1,4757	0,5250	0,3604				
apr.06	5,0937	1,5975	0,8777	0,4809				
maj.06	5,0266	1,7194	0,8133	0,6014				
jun.06	4,7414	1,8415	0,5395	0,7222				
jul.06	5,4192	1,9637	1,1901	0,8430				
avg.06	5,6776	2,0860	1,4381	0,9640				
sep.06	6,1876	2,2085	1,9277	1,0852				
okt.06	6,9493	2,3312	2,6589	1,2065				
nov.06	7,5030	2,4540	3,1903	1,3279				
dec.06	8,1389	2,5769	3,8007	1,4495				
jan.07	8,9157	2,7103	4,5463	1,5814	0,7183	0,1300		
feb.07	8,8620	2,8438	4,4948	1,7135	0,6687	0,2602		
mar.07	9,4307	2,9775	5,0407	1,8457	1,1947	0,3905		
apr.07	10,4525	3,1114	6,0215	1,9781	2,1395	0,5210		
maj.07	11,0062	3,2454	6,5530	2,1107	2,6515	0,6517		
jun.07	11,7779	3,3796	7,2938	2,2434	3,3652	0,7825		
jul.07	12,5547	3,5140	8,0394	2,3763	4,0835	0,9136		
avg.07	13,2611	3,6486	8,7174	2,5094	4,7367	1,0447		
sep.07	13,2326	3,7834	8,6901	2,6427	4,7103	1,1761		
okt.07	13,3114	3,9183	8,7657	2,7761	4,7833	1,3076		
nov.07	12,7997	4,0534	8,2746	2,9097	4,3101	1,4393		
dec.07	13,8751	4,1886	9,3069	3,0435	5,3046	1,5712		
jan.08	12,7661	4,3345	8,2423	3,1878	4,2790	1,7134	-0,9739	0,1400
feb.08	13,2510	4,4806	8,7078	3,3322	4,7274	1,8558	-0,5481	0,2802
mar.08	11,8216	4,6268	7,3357	3,4769	3,4055	1,9984	-1,8034	0,4206
apr.08	11,6571	4,7733	7,1778	3,6218	3,2535	2,1412	-1,9478	0,5612
maj.08	11,4961	4,9200	7,0232	3,7668	3,1045	2,2842	-2,0892	0,7020
jun.08	9,8183	5,0669	5,4128	3,9121	1,5530	2,4274	-3,5625	0,8429
jul.08	10,5565	5,2245	6,1214	4,0680	2,2357	2,5810	-2,9143	0,9942
avg.08	10,8854	5,3823	6,4370	4,2241	2,5398	2,7349	-2,6255	1,1457
sep.08	9,9374	5,5404	5,5271	4,3804	1,6632	2,8890	-3,4579	1,2974
okt.08	8,8318	5,6987	4,4658	4,5370	0,6408	3,0433	-4,4289	1,4494
nov.08	9,4744	5,8573	5,0826	4,6938	1,2350	3,1979	-3,8646	1,6015
dec.08	10,2612	6,0160	5,8379	4,8508	1,9626	3,3527	-3,1736	1,7539

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 7: Izračuni kazalnikov za vzajemni pokojninski sklad KVPS za obdobje 2005-2008

Obdobje	VEP	Dejanski mesečni donos (%)	Minimalen zajamčen donos (%)	Povprečen mesečni donos (%)	Povprečen minimalen mesečni donos (%)	Standardni odklon mesečnega donosa	Koeficient variacije	Sharpov koeficient
jan.05	0,6281	0,4157	0,21					
feb.05	0,6295	0,2229	0,18					
mar.05	0,6296	0,0159	-0,02					
apr.05	0,6306	0,1588	0,17					
maj.05	0,6322	0,2537	0,74					
jun.05	0,6353	0,4904	0,15					
jul.05	0,6382	0,4565	-0,23					
avg.05	0,6404	0,3447	0,07					
sep.05	0,6431	0,4216	0,34					
okt.05	0,6440	0,1399	-0,01					
nov.05	0,6461	0,3261	-0,27					
dec.05	0,6484	0,3560	-0,22	0,3002	0,0925	0,1443	0,4807	1,4392
jan.06	0,6493	0,1388	0,12	0,2771	0,0850	0,1463	0,5279	1,3133
feb.06	0,6497	0,0616	0,12	0,2637	0,0800	0,1586	0,6015	1,1580
mar.06	0,6495	-0,0308	0,12	0,2598	0,0917	0,1656	0,6376	1,0149
apr.06	0,6516	0,3233	0,12	0,2735	0,0875	0,1633	0,5972	1,1388
maj.06	0,6521	0,0767	0,12	0,2587	0,0358	0,1730	0,6685	1,2886
jun.06	0,6513	-0,1227	0,12	0,2077	0,0333	0,1882	0,9064	0,9262
jul.06	0,6513	0,0000	0,12	0,1696	0,0625	0,1793	1,0569	0,5975
avg.06	0,6590	1,1823	0,12	0,2394	0,0667	0,3424	1,4303	0,5045
sep.06	0,6622	0,4856	0,12	0,2447	0,0483	0,3460	1,4138	0,5676
okt.06	0,6661	0,5889	0,12	0,2822	0,0592	0,3577	1,2678	0,6234
nov.06	0,6688	0,4053	0,12	0,2888	0,0917	0,3593	1,2444	0,5485
dec.06	0,6715	0,4037	0,12	0,2927	0,1200	0,3604	1,2312	0,4793
jan.07	0,6759	0,6552	0,13	0,3358	0,1208	0,3710	1,1050	0,5793
feb.07	0,6749	-0,1480	0,13	0,3183	0,1217	0,3896	1,2239	0,5048
mar.07	0,6782	0,4890	0,13	0,3616	0,1225	0,3759	1,0394	0,6362
apr.07	0,6838	0,8257	0,13	0,4035	0,1233	0,3985	0,9877	0,7030
maj.07	0,6881	0,6288	0,13	0,4495	0,1242	0,3891	0,8657	0,8360
jun.07	0,6924	0,6249	0,13	0,5118	0,1250	0,3467	0,6775	1,1155
jul.07	0,6914	-0,1444	0,13	0,4998	0,1258	0,3680	0,7363	1,0162
avg.07	0,6901	-0,1880	0,13	0,3856	0,1267	0,3491	0,9053	0,7417
sep.07	0,6891	-0,1449	0,13	0,3330	0,1275	0,3788	1,1375	0,5426
okt.07	0,6911	0,2902	0,13	0,3081	0,1283	0,3702	1,2014	0,4857
nov.07	0,6836	-1,0852	0,13	0,1839	0,1292	0,5439	2,9573	0,1007
dec.07	0,6881	0,6583	0,13	0,2051	0,1300	0,5580	2,7204	0,1346
jan.08	0,6754	-1,8457	0,14	-0,0033	0,1308	0,7924	-242,2281	-0,1692
feb.08	0,6754	0,0000	0,14	0,0091	0,1317	0,7911	87,3430	-0,1550
mar.08	0,6670	-1,2437	0,14	-0,1353	0,1325	0,8514	-6,2912	-0,3146
apr.08	0,6757	1,3043	0,14	-0,0954	0,1333	0,9097	-9,5315	-0,2515
maj.08	0,6798	0,6068	0,14	-0,0973	0,1342	0,9082	-9,3351	-0,2549
jun.08	0,6692	-1,5593	0,14	-0,2793	0,1350	0,9672	-3,4630	-0,4283
jul.08	0,6682	-0,1494	0,15	-0,2797	0,1367	0,9672	-3,4576	-0,4305
avg.08	0,6674	-0,1197	0,15	-0,2740	0,1383	0,9679	-3,5323	-0,4260
sep.08	0,6420	-3,8058	0,15	-0,5791	0,1400	1,4028	-2,4224	-0,5126
okt.08	0,6175	-3,8162	0,15	-0,9213	0,1417	1,6505	-1,7914	-0,6440
nov.08	0,6098	-1,2470	0,15	-0,9348	0,1433	1,6526	-1,7679	-0,6524
dec.08	0,6043	-0,9019	0,15	-1,0648	0,1450	1,5754	-1,4795	-0,7679

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 8: Primerjava doseganja zajamčenega donosa za vzajemni pokojninski sklad KVPS za vsako leto posebej, za obdobje 2005-2008

Obdobje	Donos od 1.1.2005 (%)	Minimalen donos od 1.1.2005 (%)	Donos od 1.1.2006 (%)	Minimalen donos od 1.1.2006 (%)	Donos od 1.1.2007 (%)	Minimalen donos od 1.1.2007 (%)	Donos od 1.1.2008 (%)	Minimalen donos od 1.1.2008 (%)
jan.05	0,4157	0,2100						
feb.05	0,6395	0,3904						
mar.05	0,6555	0,3703						
apr.05	0,8153	0,5409						
maj.05	1,0711	1,2849						
jun.05	1,5667	1,4369						
jul.05	2,0304	1,2036						
avg.05	2,3821	1,2744						
sep.05	2,8137	1,6187						
okt.05	2,9576	1,6086						
nov.05	3,2934	1,3342						
dec.05	3,6611	1,1113						
jan.06	3,8050	1,2326	0,1388	0,1200				
feb.06	3,8689	1,3541	0,2005	0,2401				
mar.06	3,8369	1,4757	0,1696	0,3604				
apr.06	4,1727	1,5975	0,4935	0,4809				
maj.06	4,2526	1,7194	0,5706	0,6014				
jun.06	4,1247	1,8415	0,4473	0,7222				
jul.06	4,1247	1,9637	0,4473	0,8430				
avg.06	5,3557	2,0860	1,6348	0,9640				
sep.06	5,8673	2,2085	2,1283	1,0852				
okt.06	6,4908	2,3312	2,7298	1,2065				
nov.06	6,9225	2,4540	3,1462	1,3279				
dec.06	7,3541	2,5769	3,5626	1,4495				
jan.07	8,0576	2,7103	4,2412	1,5814	0,6552	0,1300		
feb.07	7,8977	2,8438	4,0870	1,7135	0,5063	0,2602		
mar.07	8,4253	2,9775	4,5959	1,8457	0,9978	0,3905		
apr.07	9,3205	3,1114	5,4596	1,9781	1,8317	0,5210		
maj.07	10,0080	3,2454	6,1228	2,1107	2,4721	0,6517		
jun.07	10,6954	3,3796	6,7859	2,2434	3,1124	0,7825		
jul.07	10,5356	3,5140	6,6317	2,3763	2,9635	0,9136		
avg.07	10,3277	3,6486	6,4312	2,5094	2,7699	1,0447		
sep.07	10,1679	3,7834	6,2770	2,6427	2,6210	1,1761		
okt.07	10,4876	3,9183	6,5854	2,7761	2,9188	1,3076		
nov.07	9,2886	4,0534	5,4287	2,9097	1,8019	1,4393		
dec.07	10,0080	4,1886	6,1228	3,0435	2,4721	1,5712		
jan.08	7,9776	4,3345	4,1641	3,1878	0,5808	1,7134	-1,8457	0,1400
feb.08	7,9776	4,4806	4,1641	3,3322	0,5808	1,8558	-1,8457	0,2802
mar.08	6,6347	4,6268	2,8686	3,4769	-0,6701	1,9984	-3,0664	0,4206
apr.08	8,0256	4,7733	4,2104	3,6218	0,6255	2,1412	-1,8021	0,5612
maj.08	8,6811	4,9200	4,8427	3,7668	1,2360	2,2842	-1,2062	0,7020
jun.08	6,9864	5,0669	3,2079	3,9121	-0,3425	2,4274	-2,7467	0,8429
jul.08	6,8265	5,2245	3,0537	4,0680	-0,4914	2,5810	-2,8920	0,9942
avg.08	6,6986	5,3823	2,9303	4,2241	-0,6106	2,7349	-3,0083	1,1457
sep.08	2,6379	5,5404	-0,9870	4,3804	-4,3931	2,8890	-6,6996	1,2974
okt.08	-1,2790	5,6987	-4,7656	4,5370	-8,0417	3,0433	-10,2601	1,4494
nov.08	-2,5100	5,8573	-5,9531	4,6938	-9,1884	3,1979	-11,3792	1,6015
dec.08	-3,3893	6,0160	-6,8014	4,8508	-10,0074	3,3527	-12,1785	1,7539

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 9: Izračuni kazalnikov za vzajemni pokojninski sklad OVPS za obdobje 2005-2008

Obdobje	VEP	Dejanski mesečni donos (%)	Minimalen zajamčen donos (%)	Povprečen mesečni donos (%)	Povprečen minimalen mesečni donos (%)	Standardni odklon mesečnega donosa	Koeficient variacije	Sharpov koeficient
jan.05	7,0808	0,2989	0,21					
feb.05	7,0963	0,2189	0,18					
mar.05	7,1009	0,0648	-0,02					
apr.05	7,1247	0,3352	0,17					
maj.05	7,1247	0,0000	0,74					
jun.05	7,1472	0,3158	0,15					
jul.05	7,1964	0,6884	-0,23					
avg.05	7,2209	0,3404	0,07					
sep.05	7,2444	0,3254	0,34					
okt.05	7,2731	0,3962	-0,01					
nov.05	7,2948	0,2984	-0,27					
dec.05	7,2977	0,0398	-0,22	0,2768	0,0925	0,1851	0,6687	0,9957
jan.06	7,3254	0,3796	0,12	0,2836	0,0850	0,1875	0,6611	1,0592
feb.06	7,3279	0,0341	0,12	0,2682	0,0800	0,2004	0,7473	0,9390
mar.06	7,3423	0,1965	0,12	0,2791	0,0917	0,1917	0,6866	0,9781
apr.06	7,3854	0,5870	0,12	0,3001	0,0875	0,2112	0,7035	1,0070
maj.06	7,4145	0,3940	0,12	0,3330	0,0358	0,1898	0,5700	1,5655
jun.06	7,4208	0,0850	0,12	0,3137	0,0333	0,2029	0,6469	1,3817
jul.06	7,4899	0,9312	0,12	0,3340	0,0625	0,2503	0,7494	1,0847
avg.06	7,5193	0,3925	0,12	0,3383	0,0667	0,2508	0,7415	1,0829
sep.06	7,5409	0,2873	0,12	0,3351	0,0483	0,2513	0,7498	1,1414
okt.06	7,6136	0,9641	0,12	0,3824	0,0592	0,3103	0,8115	1,0417
nov.06	7,6542	0,5333	0,12	0,4020	0,0917	0,3120	0,7760	0,9949
dec.06	7,7201	0,8610	0,12	0,4705	0,1200	0,3153	0,6702	1,1114
jan.07	7,8325	1,4559	0,13	0,5602	0,1208	0,4221	0,7536	1,0407
feb.07	7,8105	-0,2809	0,13	0,5339	0,1217	0,4654	0,8717	0,8858
mar.07	7,8964	1,0998	0,13	0,6092	0,1225	0,4787	0,7858	1,0166
apr.07	8,0323	1,7210	0,13	0,7037	0,1233	0,5760	0,8185	1,0076
maj.07	8,1044	0,8976	0,13	0,7456	0,1242	0,5697	0,7640	1,0909
jun.07	8,2042	1,2314	0,13	0,8412	0,1250	0,5444	0,6472	1,3156
jul.07	8,3018	1,1896	0,13	0,8627	0,1258	0,5533	0,6414	1,3318
avg.07	8,3899	1,0612	0,13	0,9184	0,1267	0,5350	0,5825	1,4799
sep.07	8,3819	-0,0954	0,13	0,8866	0,1275	0,5851	0,6600	1,2973
okt.07	8,3747	-0,0859	0,13	0,7991	0,1283	0,6476	0,8105	1,0357
nov.07	8,3506	-0,2878	0,13	0,7306	0,1292	0,7178	0,9825	0,8379
dec.07	8,3824	0,3808	0,13	0,6906	0,1300	0,7233	1,0473	0,7751
jan.08	8,3243	-0,6931	0,14	0,5115	0,1308	0,7804	1,5255	0,4879
feb.08	8,3344	0,1213	0,14	0,5451	0,1317	0,7513	1,3784	0,5502
mar.08	8,2280	-1,2766	0,14	0,3470	0,1325	0,8919	2,5700	0,2405
apr.08	8,2447	0,2030	0,14	0,2205	0,1333	0,7799	3,5366	0,1118
maj.08	8,2544	0,1177	0,14	0,1555	0,1342	0,7503	4,8242	0,0285
jun.08	8,1878	-0,8068	0,14	-0,0143	0,1350	0,7144	-49,8391	-0,2090
jul.08	8,2166	0,3517	0,15	-0,0842	0,1367	0,6209	-7,3773	-0,3557
avg.08	8,1981	-0,2252	0,15	-0,1914	0,1383	0,5055	-2,6414	-0,6523
sep.08	8,0807	-1,4320	0,15	-0,3027	0,1400	0,6173	-2,0390	-0,7172
okt.08	7,9345	-1,8092	0,15	-0,4464	0,1417	0,7487	-1,6774	-0,7854
nov.08	7,8659	-0,8646	0,15	-0,4944	0,1433	0,7561	-1,5292	-0,8435
dec.08	7,8481	-0,2263	0,15	-0,5450	0,1450	0,7112	-1,3049	-0,9702

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 10: Primerjava doseganja zajamčenega donosa za vzajemni pokojninski sklad OVPS za vsako leto posebej, za obdobje 2005-2008

Obdobje	Donos od 1.1.2005 (%)	Minimalen donos od 1.1.2005 (%)	Donos od 1.1.2006 (%)	Minimalen donos od 1.1.2006 (%)	Donos od 1.1.2007 (%)	Minimalen donos od 1.1.2007 (%)	Donos od 1.1.2008 (%)	Minimalen donos od 1.1.2008 (%)
jan.05	0,2989	0,2100						
feb.05	0,5184	0,3904						
mar.05	0,5836	0,3703						
apr.05	0,9207	0,5409						
maj.05	0,9207	1,2849						
jun.05	1,2394	1,4369						
jul.05	1,9363	1,2036						
avg.05	2,2834	1,2744						
sep.05	2,6163	1,6187						
okt.05	3,0228	1,6086						
nov.05	3,3302	1,3342						
dec.05	3,3712	1,1113						
jan.06	3,7636	1,2326	0,3796	0,1200				
feb.06	3,7990	1,3541	0,4138	0,2401				
mar.06	4,0030	1,4757	0,6112	0,3604				
apr.06	4,6135	1,5975	1,2017	0,4809				
maj.06	5,0257	1,7194	1,6005	0,6014				
jun.06	5,1149	1,8415	1,6868	0,7222				
jul.06	6,0937	1,9637	2,6337	0,8430				
avg.06	6,5102	2,0860	3,0366	0,9640				
sep.06	6,8162	2,2085	3,3326	1,0852				
okt.06	7,8459	2,3312	4,3288	1,2065				
nov.06	8,4210	2,4540	4,8851	1,3279				
dec.06	9,3545	2,5769	5,7881	1,4495				
jan.07	10,9466	2,7103	7,3283	1,5814	1,4559	0,1300		
feb.07	10,6350	2,8438	7,0269	1,7135	1,1710	0,2602		
mar.07	11,8518	2,9775	8,2040	1,8457	2,2836	0,3905		
apr.07	13,7768	3,1114	10,0662	1,9781	4,0440	0,5210		
maj.07	14,7981	3,2454	11,0542	2,1107	4,9779	0,6517		
jun.07	16,2117	3,3796	12,4217	2,2434	6,2706	0,7825		
jul.07	17,5942	3,5140	13,7591	2,3763	7,5349	0,9136		
avg.07	18,8422	3,6486	14,9664	2,5094	8,6761	1,0447		
sep.07	18,7288	3,7834	14,8567	2,6427	8,5724	1,1761		
okt.07	18,6269	3,9183	14,7581	2,7761	8,4792	1,3076		
nov.07	18,2855	4,0534	14,4278	2,9097	8,1670	1,4393		
dec.07	18,7359	4,1886	14,8636	3,0435	8,5789	1,5712		
jan.08	17,9129	4,3345	14,0674	3,1878	7,8263	1,7134	-0,6931	0,1400
feb.08	18,0560	4,4806	14,2058	3,3322	7,9572	1,8558	-0,5726	0,2802
mar.08	16,5489	4,6268	12,7479	3,4769	6,5789	1,9984	-1,8420	0,4206
apr.08	16,7854	4,7733	12,9767	3,6218	6,7952	2,1412	-1,6427	0,5612
maj.08	16,9228	4,9200	13,1096	3,7668	6,9209	2,2842	-1,5270	0,7020
jun.08	15,9794	5,0669	12,1970	3,9121	6,0582	2,4274	-2,3215	0,8429
jul.08	16,3874	5,2245	12,5916	4,0680	6,4313	2,5810	-1,9780	0,9942
avg.08	16,1253	5,3823	12,3381	4,2241	6,1916	2,7349	-2,1987	1,1457
sep.08	14,4624	5,5404	10,7294	4,3804	4,6709	2,8890	-3,5992	1,2974
okt.08	12,3915	5,6987	8,7260	4,5370	2,7772	3,0433	-5,3433	1,4494
nov.08	11,4197	5,8573	7,7860	4,6938	1,8886	3,1979	-6,1617	1,6015
dec.08	11,1676	6,0160	7,5421	4,8508	1,6580	3,3527	-6,3741	1,7539

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 11: Izračuni kazalnikov za vzajemni pokojninski sklad ZVPSJU za obdobje 2005-2008

Obdobje	VEP	Dejanski mesečni donos (%)	Minimalen zajamčen donos (%)	Povprečen mesečni donos (%)	Povprečen minimalen mesečni donos (%)	Standardni odklon mesečnega donosa	Koeficient variacije	Sharpov koeficient
jan.05	0,4406	0,2275	0,21					
feb.05	0,4444	0,8625	0,18					
mar.05	0,4442	-0,0450	-0,02					
apr.05	0,4450	0,1801	0,17					
maj.05	0,4464	0,3146	0,74					
jun.05	0,4476	0,2688	0,15					
jul.05	0,4496	0,4468	-0,23					
avg.05	0,4518	0,4893	0,07					
sep.05	0,4537	0,4205	0,34					
okt.05	0,4552	0,3306	-0,01					
nov.05	0,4569	0,3735	-0,27					
dec.05	0,4567	-0,0438	-0,22	0,3188	0,0925	0,2428	0,7616	0,9320
jan.06	0,4579	0,2628	0,12	0,3217	0,0850	0,2418	0,7516	0,9790
feb.06	0,4583	0,0874	0,12	0,2571	0,0800	0,1798	0,6992	0,9852
mar.06	0,458	-0,0655	0,12	0,2554	0,0917	0,1830	0,7164	0,8949
apr.06	0,4588	0,1747	0,12	0,2550	0,0875	0,1832	0,7185	0,9142
maj.06	0,4601	0,2833	0,12	0,2524	0,0358	0,1825	0,7231	1,1866
jun.06	0,4588	-0,2825	0,12	0,2064	0,0333	0,2387	1,1565	0,7251
jul.06	0,461	0,4795	0,12	0,2092	0,0625	0,2419	1,1565	0,6063
avg.06	0,4637	0,5857	0,12	0,2172	0,0667	0,2534	1,1666	0,5941
sep.06	0,4668	0,6685	0,12	0,2378	0,0483	0,2802	1,1779	0,6765
okt.06	0,4691	0,4927	0,12	0,2514	0,0592	0,2888	1,1490	0,6655
nov.06	0,4718	0,5756	0,12	0,2682	0,0917	0,3022	1,1266	0,5842
dec.06	0,4746	0,5935	0,12	0,3213	0,1200	0,2983	0,9285	0,6748
jan.07	0,4769	0,4846	0,13	0,3398	0,1208	0,3012	0,8865	0,7269
feb.07	0,4784	0,3145	0,13	0,3587	0,1217	0,2909	0,8109	0,8150
mar.07	0,4778	-0,1254	0,13	0,3537	0,1225	0,2992	0,8459	0,7728
apr.07	0,4821	0,9000	0,13	0,4142	0,1233	0,3313	0,7999	0,8779
maj.07	0,4846	0,5186	0,13	0,4338	0,1242	0,3298	0,7603	0,9387
jun.07	0,4873	0,5572	0,13	0,5037	0,1250	0,2412	0,4788	1,5704
jul.07	0,4892	0,3899	0,13	0,4963	0,1258	0,2434	0,4904	1,5221
avg.07	0,4860	-0,6541	0,13	0,3930	0,1267	0,4089	1,0405	0,6513
sep.07	0,4869	0,1852	0,13	0,3527	0,1275	0,4030	1,1427	0,5587
okt.07	0,4902	0,6778	0,13	0,3681	0,1283	0,4123	1,1201	0,5815
nov.07	0,4863	-0,7956	0,13	0,2538	0,1292	0,5243	2,0657	0,2378
dec.07	0,4896	0,6786	0,13	0,2609	0,1300	0,5299	2,0309	0,2471
jan.08	0,4861	-0,7149	0,14	0,1610	0,1308	0,5932	3,6853	0,0508
feb.08	0,4838	-0,4732	0,14	0,0953	0,1317	0,6178	6,4802	-0,0588
mar.08	0,4799	-0,8061	0,14	0,0386	0,1325	0,6690	17,3293	-0,1404
apr.08	0,4811	0,2501	0,14	-0,0156	0,1333	0,6172	-39,6833	-0,2412
maj.08	0,4889	1,6213	0,14	0,0763	0,1342	0,7677	10,0567	-0,0753
jun.08	0,4848	-0,8386	0,14	-0,0400	0,1350	0,7936	-19,8510	-0,2205
jul.08	0,4789	-1,2170	0,15	-0,1739	0,1367	0,8481	-4,8775	-0,3662
avg.08	0,4822	0,6891	0,15	-0,0619	0,1383	0,8674	-14,0016	-0,2309
sep.08	0,4718	-2,1568	0,15	-0,2571	0,1400	1,0508	-4,0870	-0,3779
okt.08	0,4518	-4,2391	0,15	-0,6669	0,1417	1,5110	-2,2658	-0,5351
nov.08	0,4472	-1,0181	0,15	-0,6854	0,1433	1,5141	-2,2090	-0,5474
dec.08	0,4453	-0,4249	0,15	-0,7774	0,1450	1,4561	-1,8732	-0,6334

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.

Priloga 12: Primerjava doseganja zajamčenega donosa za vzajemni pokojninski sklad ZVPSJU za vsako leto posebej, za obdobje 2005-2008

Obdobje	Donos od 1.1.2005 (%)	Minimalen donos od 1.1.2005 (%)	Donos od 1.1.2006 (%)	Minimalen donos od 1.1.2006 (%)	Donos od 1.1.2007 (%)	Minimalen donos od 1.1.2007 (%)	Donos od 1.1.2008 (%)	Minimalen donos od 1.1.2008 (%)
jan.05	0,2275	0,2100						
feb.05	1,0919	0,3904						
mar.05	1,0464	0,3703						
apr.05	1,2284	0,5409						
maj.05	1,5469	1,2849						
jun.05	1,8198	1,4369						
jul.05	2,2748	1,2036						
avg.05	2,7753	1,2744						
sep.05	3,2075	1,6187						
okt.05	3,5487	1,6086						
nov.05	3,9354	1,3342						
dec.05	3,8899	1,1113						
jan.06	4,1629	1,2326	0,2628	0,1200				
feb.06	4,2539	1,3541	0,3503	0,2401				
mar.06	4,1856	1,4757	0,2847	0,3604				
apr.06	4,3676	1,5975	0,4598	0,4809				
maj.06	4,6633	1,7194	0,7445	0,6014				
jun.06	4,3676	1,8415	0,4598	0,7222				
jul.06	4,8681	1,9637	0,9415	0,8430				
avg.06	5,4823	2,0860	1,5327	0,9640				
sep.06	6,1874	2,2085	2,2115	1,0852				
okt.06	6,7106	2,3312	2,7151	1,2065				
nov.06	7,3248	2,4540	3,3063	1,3279				
dec.06	7,9618	2,5769	3,9194	1,4495				
jan.07	8,4850	2,7103	4,4230	1,5814	0,4846	0,1300		
feb.07	8,8262	2,8438	4,7515	1,7135	0,8007	0,2602		
mar.07	8,6897	2,9775	4,6201	1,8457	0,6743	0,3905		
apr.07	9,6679	3,1114	5,5616	1,9781	1,5803	0,5210		
maj.07	10,2366	3,2454	6,1090	2,1107	2,1070	0,6517		
jun.07	10,8508	3,3796	6,7002	2,2434	2,6759	0,7825		
jul.07	11,2830	3,5140	7,1163	2,3763	3,0763	0,9136		
avg.07	10,5551	3,6486	6,4156	2,5094	2,4020	1,0447		
sep.07	10,7598	3,7834	6,6127	2,6427	2,5917	1,1761		
okt.07	11,5105	3,9183	7,3352	2,7761	3,2870	1,3076		
nov.07	10,6233	4,0534	6,4813	2,9097	2,4652	1,4393		
dec.07	11,3740	4,1886	7,2039	3,0435	3,1606	1,5712		
jan.08	10,5778	4,3345	6,4375	3,1878	2,4231	1,7134	-0,7149	0,1400
feb.08	10,0546	4,4806	5,9339	3,3322	1,9385	1,8558	-1,1846	0,2802
mar.08	9,1674	4,6268	5,0799	3,4769	1,1167	1,9984	-1,9812	0,4206
apr.08	9,4404	4,7733	5,3427	3,6218	1,3696	2,1412	-1,7361	0,5612
maj.08	11,2147	4,9200	7,0506	3,7668	3,0131	2,2842	-0,1430	0,7020
jun.08	10,2821	5,0669	6,1528	3,9121	2,1492	2,4274	-0,9804	0,8429
jul.08	8,9399	5,2245	4,8610	4,0680	0,9060	2,5810	-2,1855	0,9942
avg.08	9,6906	5,3823	5,5835	4,2241	1,6013	2,7349	-1,5114	1,1457
sep.08	7,3248	5,5404	3,3063	4,3804	-0,5900	2,8890	-3,6356	1,2974
okt.08	2,7753	5,6987	-1,0729	4,5370	-4,8040	3,0433	-7,7206	1,4494
nov.08	1,7288	5,8573	-2,0801	4,6938	-5,7733	3,1979	-8,6601	1,6015
dec.08	1,2966	6,0160	-2,4962	4,8508	-6,1736	3,3527	-9,0482	1,7539

Vir: Finance, Ministrstvo za finance in lastni izračun.