

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**UPRAVLJANJE POKOJNINSKIH SKLADOV**

**Ljubljana, junij 2002**

**BOŠTJAN HERIČ**

## **IZJAVA**

Študent Boštjan Herič izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 18.6.2002

Podpis: \_\_\_\_\_

<b>1) UVOD</b>	<b>1</b>
<b>2) POKOJNINSKI SKLADI</b>	<b>3</b>
2.1) VRSTE POKOJNINSKIH SKLADOV IN NJIHOVI UPRAVLJAVCI	5
2.2) NALO BE POKOJNINSKIH SKLADOV	7
2.3) PRAVNA UREDITEV POSLOVANJA POKOJNINSKIH SKLADOV	8
<b>3) INVESTICIJSKA POLITIKA POKOJNINSKEGA SKLADA</b>	<b>10</b>
3.1) OBLIKOVANJE INVESTICIJSKE POLITIKE	10
3.1.1) Pojem investicijska politika	10
3.1.2) Elementi investicijske politike	11
3.1.2.1) Poslanstvo	11
3.1.2.2) Odnos do tveganja	11
3.1.2.3) Cilji investicijske politike	11
3.1.2.4) Politika oblikovanja portfelja naložb	12
3.1.2.5) Upravljavci naložb	13
3.1.2.6) Ocenjevanje uspešnosti upravljanja naložb	13
3.1.3) Investicijska politika v vlogi stabilizatorja	14
3.1.4) Financerji pokojninskega načrta kot omejevalci tveganj	14
3.1.5) Elementi pisno oblikovane investicijske politike	15
3.2) IZVAJANJE INVESTICIJSKE POLITIKE	16
3.2.1) Vrste naložb	16
3.2.1.1) Delnice	18
3.2.1.2) Obveznice	18
3.2.1.3) Gotovina	19
3.2.1.4) Nepremičnine	19
3.2.1.5) Vrednostni papirji tujih izdajateljev	20
3.2.1.6) Izvedeni finančni instrumenti	20
3.2.2) Temelji oblikovanja portfelja naložb	21
3.2.2.1) Portfelj z učinkovitim razmerjem med tveganjem in donosnostjo	21
3.2.2.2) Določanje ciljne sestave naložb	22

3.2.3) Strateška alokacija naložb in prilagoditve v času	23
3.2.3.1) Strateška alokacija naložb	23
3.2.3.2) Taktična alokacija naložb	24
3.2.3.3) Zavarovanje vrednosti portfelja naložb	26
3.3) OBLIKOVANJE STRATEŠKE ALOKACIJE NALOŽB	27
3.3.1) Analitičen pristop k oblikovanju strateške alokacije naložb	27
3.3.1.1) Izbira sestave naložb	30
<b>4) MERJENJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI POKOJNINSKEGA SKLADA IN IZBOLJŠANJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI</b>	<b>30</b>
4.1) MERJENJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI	30
4.1.1) Donosnost naložbe	31
4.1.2) Tveganju prilagojena donosnost	31
4.1.2.1) Tveganje celotnega portfelja	32
4.1.2.2) Tveganje delov portfelja	33
4.1.2.3) Tržno tveganje in aktivno upravljanje	34
4.1.3) Možne primerjave (benchmarks)	36
4.1.3.1) Primerjave z indeksi	36
4.1.3.2) Primerjava z drugimi upravljavci	37
4.1.3.3) Primerjave z normaliziranim portfeljem	37
4.1.4) Elementi investicijske uspešnosti	39
4.2) IZBOLJŠANJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI	42
4.2.1) Uporaba mer uspešnosti	42
4.2.2) Faktorji, ki vplivajo na investicijsko uspešnost	43
<b>5) UPRAVLJANJE S TVEGANJI</b>	<b>44</b>
5.1) TVEGANJE POSAMEZNE NALOŽBE	45
5.1.1) Merjenje tveganja posamezne naložbe	45
5.2) POSAMEZNA NALOŽBA KOT DEL PORTFELJA NALOŽB IN NJENO TVEGANJE	46
5.2.1) Merjenje tveganja posamezne naložbe v portfelju naložb	46
5.2.1.1) CAPM model določanja zahtevane stopnje donosa naložb	47
5.2.1.2) APT (Arbitrage Pricing Theory)	48

5.3) UPRAVLJANJE S TVEGANJI PRI POKOJNINSKIH SKLADIH	49
5.3.1) Opredelitev tveganj pri poslovanju pokojninskega sklada in upravljanje s tveganji	50
5.3.1.1) Naložbeno tveganje	50
5.3.1.2) Skupno tveganje	51
5.3.1.3) Tveganje spremembe obrestne mere	51
5.3.1.4) Valutno tveganje	52
5.3.1.5) Tveganje izpostavljenosti	52
5.3.1.6) Tveganje spremembe splošne ravni cen	53
5.3.1.7) Nefinančna tveganja	53
5.4) OCENJEVANJE IZPOSTAVLJENOSTI TVEGANJU	54
5.4.1) Analiziranje tveganj	54
5.4.2) Value At Risk metoda	55
5.4.3) Stress testi	55
5.5) STRATEGIJE UPRAVLJANJA S TVEGANJI Z IZVEDENIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI	56
5.5.1) Osnovne vrste izvedenih finančnih instrumentov	57
5.5.1.1) Opcije	57
5.5.1.2) Termenske pogodbe (forwards) in futures pogodbe (futures)	58
5.5.2) Prednosti in slabosti izvedenih finančnih instrumentov	59
5.5.3) Izvedeni finančni instrumenti in finančni vzvod	61
5.5.4) Upravljanje tveganj z izvedenimi finančnimi instrumenti	61
5.5.4.1) Opcije in upravljanje s tveganji	61
5.5.4.2) Termenske pogodbe in upravljanje s tveganji	62
5.5.4.2.1) Zavarovanje pred tveganjem spremembe obrestne mere	63
5.5.4.3) Zamenjave kot alternativa opcijam in terminskim pogodbam	64
<b>6) UPRAVLJANJE UPRAVLJAVCEV IN STROŠKOV INVESTIRANJA POKOJNINSKEGA SKLADA</b>	<b>65</b>
6.1) UPRAVLJANJE UPRAVLJAVCEV	65
6.1.1) Izbira upravljavca pokojninskega sklada	65
6.1.2) Nadzor nad delovanjem upravljavcev	66

6.1.3) Plačilo za storitev upravljanja	68
6.1.4) Zamenjava upravljavca	69
6.2) UPRAVLJANJE STROŠKOV INVESTIRANJA POKOJNINSKEGA SKLADA	70
6.2.1) Obvladovanje stroškov investiranja	71
6.2.2) Vpliv "mehkih dolarjev"	71
<b>7) KAKO IZBOLJŠATI UPRAVLJANJE POKOJNINSKEGA SKLADA</b>	<b>72</b>
7.1) OPREDELITEV CILJEV POKOJNINSKEGA NAČRTA IN NJEGOVE OBLIKE	72
7.2) INVESTICIJSKA POLITIKA POKOJNINSKEGA SKLADA	73
7.3) PROFESIONALNA SKRBNOST UPRAVLJAVCA	73
7.4) INVESTIRANJE	74
7.5) UPRAVLJANJE	75
7.6) UPRAVLJANJE S TVEGANJI	75
<b>8) SLOVENSKIM POKOJNINSKIM SKLADOM NA POT</b>	<b>76</b>
8.1) VRSTE POKOJNINSKIH SKLADOV V SLOVENIJI	76
8.2) TRG PROSTOVOLJNEGA DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA	77
8.3) NEKATERE SLABOSTI PRAVNEGA OKVIRA POSLOVANJA POKOJNINSKIH SKLADOV	80
8.3.1) Pravila vrednotenja naložb	81
8.3.2) Omejevanje sestave naložb in predpisana zajamčena donosnost	83
8.4) VLOGA POKOJNINSKIH SKLADOV V SLOVENSKEM FINANČNEM PROSTORU	89
<b>9) SKLEP</b>	<b>92</b>
<b>LITERATURA</b>	<b>93</b>
<b>VIRI</b>	<b>96</b>



## 1) UVOD

Danes s vedno bolj soočamo s problemom staranja prebivalstva. Zaradi podaljševanja pričakovane življenjske dobe in zmanjševanja rodnosti se delež starejše populacije v razvitem svetu hitro povečuje. Zato so sistemi, v katerih aktivno prebivalstvo prispeva sredstva za starejše generacije, v težavah, saj mora manjša skupina aktivnih prebivalcev zagotoviti sredstva za vedno večjo skupino starejših prebivalcev. Pri tem tudi Slovenija ni izjema. Po podatkih Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje je bilo leta 1984 razmerje med aktivnimi prebivalci in upokojenci 3:1, v letu 2001 pa le še 1,65:1 (Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, 2002). V takih razmerah sistem obveznega pokojninskega zavarovanja, ki zagotavlja finančna sredstva starejši populaciji, na podlagi prispevkov aktivne populacije, ne more zagotoviti finančne varnosti starejši generaciji.

Svetovna banka v svoji študiji "Averting The Old Age Crisis" odgovarja na pomembna vprašanja v zvezi s problemom staranja prebivalstva:

- kako zagotoviti finančno varnost za starejšo generacijo,
- kakšna naj bo vloga javnega in privatnega sektorja v sistemu zagotavljanja finančne varnosti za starejšo generacijo,
- kako oblikovati sisteme, ki bodo pospeševali gospodarsko rast.

Študija opredeljuje tri funkcije sistema pokojninskega zavarovanja: prerazdelitev, varčevanje in zavarovanje. Pri ocenjevanju politik, ki omogočajo udeležanje navedenih treh funkcij, uporablja kriterij vpliva politike na starejše in kriterij vpliva na gospodarsko rast. Študija zaključuje, da je najugodnejši rezultat moč doseči s kombinacijo treh sistemov oziroma treh stebrov pokojninskega zavarovanja (World Bank, 1994, str. 16 in str. 248):

- javni sistem obveznega pokojninskega zavarovanja, ki s prerazdelitvijo skuša omiliti problem revščine starejših,
- obvezni sistem pokojninskega zavarovanja v upravljanju zasebnega sektorja,
- prostovoljno pokojninsko varčevanje v upravljanju zasebnega sektorja.

Prvi steber zagotavlja prerazdelitev, drugi in tretji skupaj zagotavljata varčevanje, vsi trije skupaj pa omogočajo reševanje problemov, ki so povezani s staranjem prebivalstva.

Z uvedbo "pokojninske reforme", ki pomeni krčenje pravic zavarovancev iz prvega obveznega stebra, tudi v Sloveniji uvajamo prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, katerega izvajalec je zasebni sektor. Gre za varčevanje za starost na osebnih varčevalnih računih, ki ga lahko izvajajo pokojninski skladi (vzajemni pokojninski skladi in pokojninske družbe) in zavarovalnice.



Delo obravnava tematsko področje upravljanja pokojninskih skladov. V Sloveniji je upravljanje pokojninskih skladov novo poslovno področje, čeprav bi lahko dejali, da gre za upravljanje finančnega premoženja v korist varčevalcev, s čimer pa že imamo nekajletne izkušnje. V mislih imam upravljanje vzajemnih skladov in (pooblaščenih) investicijskih družb, ki jih upravljajo družbe za upravljanje. Za preučevanje upravljanja pokojninskih skladov sem se odločil tudi zato, ker nekateri avtorji ocenjujejo, da ima trg pokojninskega varčevanja v naslednjih desetletjih med vsemi finančnimi storitvami največji potencial rasti (Glancy, 1995, str. 9) in (Whyman, 1996, str. 6). Tudi v Sloveniji pričakovanja glede razvoja niso majhna, kar konec koncev kaže veliko število ponudnikov pokojninskega zavarovanja in rast vplačanih premij.

Namen magistrskega dela je analizirati ključne teme, ki so povezane z upravljanjem pokojninskih skladov: investicijska politika, oblikovanje strateške alokacije naložb, merjenje investicijske uspešnosti, upravljanje s tveganji, upravljanje upravljavcev in stroškov investiranja.

V drugem poglavju opredeljujem pojem investicijskega sklada, analiziram najbolj pogoste vrste pokojninskih skladov, sestavo naložb pokojninskih skladov in pravno ureditev njihovega poslovanja.

V tretjem poglavju se ukvarjam z investicijsko politiko pokojninskega sklada, ki je temelj uspešnosti poslovanja pokojninskega sklada. Smelo upravljanje pokojninskih skladov se prične z oblikovanjem investicijske politike, pri čemer je osrednje mesto namenjeno določitvi strateške alokacije naložb. Strateška alokacija naložb je sestav delnic, obveznic in gotovine, ki dolgoročno sledi investicijski politiki in tako zagotavlja primerno stopnjo donosnosti sredstev pokojninskega sklada, brez izpostavljanja prekomernemu tveganju. Oblikovanju sledi izvajanje investicijske politike s pomočjo strategij taktične alokacije naložb.

Četrto poglavje obravnava merjenje investicijske uspešnosti pokojninskih skladov in ukrepe za izboljšanje investicijske uspešnosti. V praksi se primerjave uspešnosti pogosto poenostavljajo tako, da se izpostavlja dosežena uspešnost, medtem ko se faktor tveganja zanemarja. Za pravilno ovrednotenje dosežene uspešnosti in prevzetih tveganj moramo poznati različne mere uspešnosti in njihovo izrazno moč.

Danes so finančni trgi kompleksni in za naložbe ponujajo raznovrstne finančne instrumente. Tudi zato se vedno več pozornosti usmerja k upravljanju s tveganji, ki omogoča tako omejevanje tveganj kot povečevanje izpostavljenosti do posamezne vrste naložb z namenom povečati pričakovano donosnost portfelja naložb. Tveganje ne predstavlja nekega neželenega elementa, temveč potencial, ki omogoča doseganje

pričakovanih donosov. Strategije upravljanja s tveganji se pogosto izvajajo z izvedenimi finančnimi instrumenti. Kljub nekaterim slabim izkušnjam (Orange County, Barings) danes prevladuje stališče, da upravljavec, ki za obvladovanje tveganj ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov, ne ravna skrbno. Upravljanje s tveganji je predmet petega poglavja.

Predmet šestega poglavja je upravljanje upravljavcev in stroškov upravljanja pokojninskega sklada. Medtem ko upravljavci pokojninskih skladov upravljajo z naložbami v korist investitorjev, morajo investitorji upravljati z upravljavci naložb in stroški upravljanja pokojninskega sklada. Upravljanje upravljavcev vključuje izbiranje, nadzorovanje, nagrajevanje, in če je potrebno tudi zamenjavo upravljavcev pokojninskega sklada. Upravljanje s stroški pa pomeni kontroliranje stroškov investiranja, kar obsega predvsem stroške trgovanja in stroške skrbniških storitev.

V sedmem poglavju se ukvarjam z vprašanjem, kako izboljšati upravljanje pokojninskih skladov.

V osmem poglavju obravnavam poslovanje pokojninskih skladov v Sloveniji. Poglavje pričenam z opisom vrst pokojninskih skladov v Sloveniji in analizo trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Nadaljujem z analizo nekaterih slabosti pravne ureditve poslovanja pokojninskih skladov pri nas, pri čemer izpostavim pravila vrednotenja naložb, omejevanje naložb in zajamčeno donosnost. V zaključku poglavja se ukvarjam z vprašanjem vloge pokojninskih skladov v našem finančnem sistemu. Sledi sklep.

## **2) POKOJNINSKI SKLADI**

Pokojninski sklad lahko opredelimo kot sklad, ki je ustanovljen z namenom upravljanja z vplačanimi sredstvi varčevalcev, ki jih bodo varčevalci ob upokojitvi začeli prejemati v obliki pokojninskih rent.

Pokojninski skladi so najpomembnejši institucionalni investitorji na finančnih trgih razvitih držav. Pokojninski skladi so postali pomembni zaradi naslednjih razlogov (Fabozzi, 1994, str. 164):

- prihodki in premoženje gospodinjstev se je po drugi svetovni vojni zelo povečalo, kar dopušča, da gospodinjstva lahko namenijo več sredstev za dolgoročna varčevanja,

- pričakovana življenjska doba žensk in moških se podaljšuje, zato je potrebno za ekonomsko varno starost zagotoviti več sredstev,
- prostovoljno pokojninsko varčevanje je davčno spodbujeno na način, da je prosto davčnih bremen do izplačila pokojninskih rent.

V nadaljevanju za ilustracijo navajam podatke o premoženju gospodinjstev na prebivalca v Veliki Britaniji za leto 1998.

Preglednica 2.1: Sestava premoženja gospodinjstev v Veliki Britaniji za leto 1998 (v GBP na prebivalca)

	<b>Oblika premoženja</b>	<b>Vrednost na prebivalca (v GBP)</b>
1	Stanovanjske nepremičnine	24.600
2	Ostalo nepremično premoženje	2.200
3	Finančna sredstva	44.200
	Pokojninski skladi in življenjska zavarovanja	23.400
	Gotovina in bančni depoziti	9.400
	Delnice	9.300
	Obveznice	300
	Ostalo	1.800
4	Finančne obveznosti	10.200
5	Neto finančno premoženje (3-4)	34.000
	Neto premoženje skupaj	60.800

Vir: Hussain, 2000 str. 11

Iz preglednice izhaja, da gospodinjstva v Veliki Britaniji namenijo pokojninskemu varčevanju in življenjskemu zavarovanju sredstva, ki so po višini skoraj enaka njihovim naložbam v stanovanjske nepremičnine. Naložbe v pokojninske sklade in življenjska zavarovanja predstavljajo kar 69% neto finančnega premoženja gospodinjstev in 39% celotnega premoženja gospodinjstev.

Seveda pa je potrebno poudariti, da je Velika Britanija ena izmed držav z najbolj razvitim sistemom pokojninskih skladov, ki upravljajo zasebna sredstva namenjena pokojninam. V evropskem prostoru po obsegu sredstev pokojninskih skladov izstopajo naslednje države: Velika Britanija, Nizozemska, Nemčija, Švica in Danska.

V višini sredstev pokojninskih skladov na prebivalca izstopajo Švica (26.700 USD), Nizozemska, Danska in Velika Britanija. Največji delež v bruto domačem proizvodu dosega. Nizozemska s 124%, sledijo pa Švica, Danska in Velika Britanija z okoli 80% deležem.

Preglednica 2.2: Prebivalstvo in sredstva pokojninskih skladov v Evropi leta 1995

Država	Prebivalstvo (v milijonih)	Delež prebivalstva nad 65 let (v %)	Sredstva pokojninskih skladov (v milijardah USD)	Sredstva pokojninskih skladov na prebivalca (v 1000 USD)	Sredstva pokojninskih skladov kot delež v BDP (v%)
Belgija	10,1	15	17	1,7	8
Danska	5,2	16	105	20,2	77
Finska	5,1	14	28	5,5	21
Francija	58,1	15	-	-	-
Nemčija	81,2	15	285	3,5	16
Irska	3,6	11	15	4,2	32
Nizozemska	15,4	13	380	24,7	124
Portugalska	9,9	13	5	0,5	7
Švica	7,1	15	187	26,7	80
Velika Britanija	58,4	16	721	12,3	76

Vir: Harrison, 1995, str. 25

## 2.1) VRSTE POKOJNINSKIH SKLADOV IN NJIHOVI UPRAVLJAVCI

Fabozzi opredeljuje tri temeljne vrste pokojninskih skladov (Fabozzi, 1994, str. 165):

- pokojninski skladi z vnaprej opredeljenimi premijami (defined contribution plan),
- pokojninski skladi z vnaprej opredeljenimi koristmi (defined benefit plan),
- hibridni pokojninski skladi (hybrid pension plan).

Pri prvem tipu skladov so vnaprej znane premije, medtem ko koristi, bodoče pokojnine, zaradi naložbenega sistema, vnaprej niso poznane. Delodajalec, kot financer, je odgovoren le za redno plačevanje premij za zaposlene v skladu s pokojninskim načrtom, medtem ko ne zagotavlja višine privarčevanega zneska ob upokojitvi. Znesek, ki ga delodajalec navadno prispeva, je določen v odstotku od plače zaposlenega ali pa je vezan na delež doseženega dobička delodajalca. Višina privarčevanih sredstev zaposlenega je odvisna od vrednosti premoženja pokojninskega sklada oziroma od gibanja vrednosti naložb, ki so v portfelju pokojninskega sklada.

Delodajalec, ki je za svoje zaposlene oblikoval pokojninski sklad z vnaprej določenimi koristmi, se zaveže, da bo zaposlenemu ob upokojitvi izplačal določen znesek. Višina izplačila se določi s formulo, ki upošteva trajanje zaposlitve in višino plače. Pri tej obliki delodajalec prevzame obveznost izplačati dogovorjen znesek in tveganje, da sredstva pokojninskega sklada ne bodo zadoščala za izplačevanje pokojnin. Delodajalec lahko navedeno tveganje omeji tako, da sredstva pokojninskega sklada nameni za nakup polic življenjskega zavarovanja zaposlenih. V tem primeru govorimo o zavarovanih pokojninskih načrtih (insured plans). Zavarovan pokojninski načrt ni nujno bolj varen od

nezavarovane oblike, saj je prejem izplačila odvisen od sposobnosti zavarovalnice, da izpolni pogodbene obveznosti.

Hibridni pokojninski skladi združujejo lastnosti dveh temeljnih vrst pokojninskih skladov in so nastali zaradi njunih slabih strani. Pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi premijami zaposleni prevzemajo celotno investicijsko tveganje, medtem ko je investicijsko tveganje pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi koristmi tveganje delodajalca.

V hibridnem pokojninskem načrtu delodajalec prispeva dogovorjeno mesečno premijo, podobno kot pri pokojninskem skladu z vnaprej določenimi premijami. Delodajalec zaposlenemu zagotavlja minimalno pokojnino, ki je odvisna od trajanja zaposlitve in njegove plače. V kolikor sredstva pokojninskega sklada ne dosegajo sedanje vrednosti obveznosti, mora razliko doplačati zaposleni.

Schmidt navaja, da pokojninski skladi doživljajo dramatičen prehod od skladov z vnaprej določenimi koristmi na sklade z vnaprej določenimi premijami (Schmidt, 1997, str. 248). Najpomembnejši razlog je seveda investicijsko tveganje delodajalca, poleg tega pa je tudi administrativno vodenje sklada z vnaprej določenimi koristmi dražje. Za navedene sklade se namreč zahteva obsežnejše poročanje o njihovih obveznostih, kar omogoča spremljanje obveznosti delodajalca po dodatnih vplačilih.

Kimpel rast pokojninskih skladov z vnaprej določenimi premijami v Združenih državah Amerike pojasnjuje s tremi trendi (Kimpel, 1997, str. 255):

- večina rasti je bila povzročena zaradi ugodne davčne obravnave prejemkov zaposlenih, ki so jih namenili za pokojninska varčevanja z vnaprej določenimi premijami,
- zaposleni so zahtevali oblike varčevanja za starost, ki jim omogočajo nadzor nad njihovimi naložbami,
- dominacija vzajemnih pokojninskih skladov kot izvajalcev pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi premijami.

V Združenih državah Amerike je bil prehod na pokojninska varčevanja z vnaprej določenimi premijami spodbujen z davčno ugodnimi pokojninskimi načrti 401 (k). Uvedba nove oblike pokojninskega varčevanja je breme odločanja prenesla iz delodajalcev na zaposlene. Zaposleni se odloča, ali bo sodeloval v pokojninskem načrtu in kakšen bo njegov prispevek. Zaposleni tudi prevzema investicijsko tveganje in pozitivne učinke upravljanja s sredstvi. Prav zaradi navedenih učinkov so zaposleni zahtevali več nadzora nad svojimi naložbami, saj vplačane premije obravnavajo kot lasten denar. Kot najbolj prikladni izvajalci pokojninskega varčevanja so se izkazali vzajemni skladi, ki zagotavljajo strokovno upravljanje s sredstvi, dnevne informacije o vrednosti premoženja in omogočajo lažjo mobilnost v primeru menjave zaposlitve.

Pokojninski sklad je premoženje, ki ga v korist članov pokojninskega sklada upravljajo upravljavci. S premoženjem pokojninskih skladov upravljajo finančne institucije, ki se ukvarjajo z upravljanjem sredstev: banke, zavarovalnice in specializirani upravljavci premoženja.

## 2.2) NALOŽBE POKOJNINSKIH SKLADOV

Vsi, ki se ukvarjajo s pokojninskimi skladi (vlade, delodajalci, investicijski svetovalci in upravljavci) se ukvarjajo z vprašanjem, kaj določa sestavo naložb pokojninskih skladov po posameznih državah.

Pogosto na sestavo naložb pomembno vplivajo zakonsko predpisane omejitve naložb pokojninskih skladov. V preglednici je prikazana sestava naložb evropskih pokojninskih skladov.

Preglednica 2.3: Naložbe pokojninskih skladov v Evropi leta 1995 (v %)

Država	Domače delnice	Domače obveznice	Tuje delnice	Tuje obveznice	Nepremičnine	Gotovina
Belgija	17	22	33	18	4	6
Danska	14	70	3	2	9	2
Nemčija	6	72	3	4	13	2
Irska	25	19	42	3	6	5
Nizozemska	9	49	20	7	13	2
Portugalska	3	58	6	7	1	25
Švica	8	54	5	5	19	9
Velika Britanija	56	7	26	5	4	2

Vir: Harrison, 1995, str. 26

V Irski in Nizozemski obseg sredstev pokojninskih skladov presega tržno kapitalizacijo domačih delnic. Med vsemi državami ima Irska največji delež naložb v tujih delnicah, medtem ko je za Nizozemsko značilen velik delež naložb v domačih obveznicah in tujih delnicah.

Velika Britanija beleži najvišji delež naložb v domače delnice in najvišji skupni delež naložb v domače in tuje delnice, ki presega 80% vseh naložb. V bodoče se pričakuje zmanjšanje deleža lastniških naložb zaradi večjega pričakovanega obsega izplačil pokojninskih rent in zaradi večje skrbi za vzdrževanje solventnosti pokojninskih skladov.

Nadaljni faktor, ki vpliva na sestavo naložb, je inflacija. Visok delež delnic v portfelju pokojninskih skladov Velike Britanije in Irske je povezan s ciljem ohranjati realno vrednost naložb ob visoki inflaciji in pričakovanih neugodnih gibanjih deviznega tečaja.

Svetovalno podjetje William M. Mercer je analiziralo trende v alokaciji sredstev pokojninskih skladov in navedlo naslednje zaključke (Harrison, 1995, str. 27):

- Zakonsko določene omejitve sestave naložb in zakonsko postavljene zajamčene donosnosti pokojninskih skladov, katerih namen je zavarovati interese članov pokojninskih skladov, so omogočile pospešen razvoj trga domačih obveznic, ki državam omogoča financiranje njihovega proračunskega primanjkljaja. Na Nizozemskem so navedene omejitve spodbudile celo razvoj dolžniškega trga privatnih izdaj.
- Pričakujemo lahko, da bodo: nadaljna liberalizacija zakonodaje na področju omejevanja naložb pokojninskih skladov, naraščajoče zavedanje o izgubljenih priložnostih ter vedno večja kompleksnost industrije pokojninskih skladov, vodili k zmanjševanju deleža domačih obveznic v portfeljih pokojninskih skladov.

### 2.3) PRAVNA UREDITEV POSLOVANJA POKOJNINSKIH SKLADOV

Pokojninski skladi so pomemben del finančnega sistema, obenem pa so pomembni tudi za zaposlene, saj jim zagotavljajo dodatne pokojnine. Zato mora biti njihovo poslovanje pravno urejeno in nadzorovano s strani nadzornih institucij.

V Združenih državah Amerike je bil leta 1974 sprejet Employee Retirement Income Security Act (ERISA) z namenom varovati sredstva zaposlenih, namenjena za starost. Pred sprejetjem zakona delodajalcem ni bilo potrebno ločeno voditi sredstva, ki so bila namenjena pokojninam. V primeru stečaja delodajalca so zaposleni izgubili službo in obljubljene pokojnine. Zakon je uvedel ločevanje sredstev namenjenih pokojninam od sredstev podjetja in zavarovanje izplačila določenega dela pokojnine pri pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi pokojninami s strani državne agencije Pension Benefit Guaranty Corporation (Greenstein, 1997, str. 273).

Vittas navaja, da lahko regulatorna vprašanja v zvezi s pokojninskimi skladi razvrstimo v tri temeljne skupine (Vittas, 1996, str. 1):

- konceptualni okvir poslovanja pokojninskih skladov,
- vprašanja sestave in konkurenčnosti sektorja,
- vprašanja povezana z omejevanjem naložb, vrednotenjem naložb, minimalno zahtevano donosnostjo in državnim jamstvom.

Vittas opredeljuje dva temeljna regulatorna režima, in sicer:

- sproščen regulatorni režim (relaxed regulatory regime), ki je primeren za države z razvitim trgom kapitala in tradicijo na področju pokojninskih skladov,
- rigorozen regulatorni režim (draconian regulatory regime), ki je primeren za države z nerazvitim finančnim trgom in z malo izkušnjami s pokojninskimi skladi.

Temeljne lastnosti sproščenega regulatornega režima so (Vittas, 1996, str. 24):

- prostovoljna udeležba posameznika v pokojninskem skladu,
- visoka stopnja izbire posameznika glede izvajalca pokojninskega varčevanja,
- za izvajalce pokojninskega varčevanja se ne zahteva posebnih dovoljenj,
- varčevalci imajo lahko več varčevalnih računov,
- obstaja lahko več politik vrednotenja naložb,
- regulativa ne predpisuje vrste stroškov, ki bremenijo varčevalce in omogoča izvajanje politike popustov glede na obseg sredstev v upravljanju,
- uporaba pravila preudarnega upravljavca (prudent man rule) namesto določevanja dovoljenega obsega posameznih vrst naložb,
- naložbe v tujino so proste,
- zakonodaja ne določa minimalnih zajamčenih donosnosti in ne zagotavlja državnih jamstev.

Lastnosti rigoroznega regulatornega režima pa so (Vittas, 1997, str. 25):

- vključitev posameznika v pokojninski sklad je obvezna,
- določena stopnja izbire posameznika (npr. zamenjava upravljavca),
- izvajalci pokojninskega varčevanja morajo imeti dovoljene za poslovanje,
- varčevalec ima lahko le en varčevalni račun,
- vsi zaposleni v podjetju so lahko vključeni le v en pokojninski sklad,
- obstaja samo eno pravilo vrednotenja naložb,
- predpisane so dovoljene vrste stroškov v breme varčevalcev,
- natančna pravila glede dovoljenih naložb in njihovega obsega,
- prepoved naložb v tujino ali ostre omejitve naložb v tujino,
- predpisane minimalne zajamčene donosnosti,
- državna jamstva za izplačevanje dodatnih pokojnin.

Kot smo navedli, je prvi režim primeren za države z razvitim trgom kapitala, drugi režim pa za države, ki nimajo tradicije s pokojninskimi skladi. V vseh državah pa je seveda v regulativni okvir potrebno vključiti pravila skrbnega in varnega poslovanja kot so: obvezna uporaba skrbniških storitev, aktuarski pregledi, pregledi zunanjih revizorjev, ločevanje sredstev varčevalcev, kapitalska ustreznost izvajalcev, javnost poslovanja in



obveščanje varčevalcev. Na koncu poudarimo, da je potrebno razviti sistem učinkovitega nadzora nad poslovanjem pokojninskih skladov.

### **3) INVESTICIJSKA POLITIKA POKOJNINSKEGA SKLADA**

V poglavju investicijska politika pokojninskega sklada obravnavam oblikovanje investicijske politike, njeno izvajanje in oblikovanje strateške alokacije naložb.

#### **3.1) OBLIKOVANJE INVESTICIJSKE POLITIKE**

##### **3.1.1) Pojem investicijska politika**

Investicijsko politiko lahko opredelimo kot sestav investicijske filozofije upravljavca in dolgoročnega strateškega plana upravljanja s sredstvi, ki so namenjena bodočim pokojninam. Investicijska politika izraža odnos upravljavca do naslednjih pomembnih vprašanj (Bailey, 1990, str. 12):

- kakšen je namen pokojninskega sklada v upravljanju,
- kako opredelimo uspeh,
- do kolikšne mere se lahko izpostavimo možnosti neuspeha,
- do kolikšne mere je lahko učinkovito aktivno upravljanje,
- kako ocenjujemo uspešnost upravljanja.

Različni upravljavci bodo na postavljena vprašanja odgovorili različno, kljub dejstvu, da so jim na voljo enake investicijske priložnosti. Z odgovarjanjem na navedena vprašanja upravljavci oblikujejo svojo investicijsko filozofijo.

Investicijska politika pa je tudi oblika dolgoročnega strateškega planiranja. Opredeljuje namreč cilje, ki jih je potrebno doseči in način realizacije ciljev. S tega vidika investicijska politika obsega nabor smernic in postopkov, ki usmerjajo upravljanje z naložbami pokojninskega sklada na dolgi rok.

Investicijska politika je koncept ravnotežja, ki ni odvisen od trenutnih relativnih razmerij med cenami možnih naložb. Razumno izvajana investicijska politika vodi k uspešnim rezultatom, vendar ne zaradi iskanja in realizacije nekih posebnih investicijskih priložnosti, temveč zaradi usmeritve na primarne cilje in kontinuiteto investicijske strategije.

### 3.1.2) Elementi investicijske politike

Bailey opredeljuje naslednje elemente investicijske politike: poslanstvo, odnos do tveganja, cilji investicijske politike, politika oblikovanja portfelja naložb, upravljavci naložb in ocenjevanje uspešnosti upravljanja naložb (Bailey, 1990, str. 13).

#### 3.1.2.1) Poslanstvo

Poslanstvo izraža temeljne cilje pokojninskega sklada. Kaj varčevalci pričakujejo od pokojninskega sklada? Splošno bi lahko dejali, da je primarni cilj vsakega pokojninskega sklada zagotavljati primeren donos na vložena sredstva ob opredeljenem tveganju, kar bo omogočilo prejemanje obljubljenih pokojninskih rent.

Sekundarni cilj bi lahko bil ustvarjanje višjih donosov, ki bodo omogočali prejemanje višjih pokojninskih rent ali nižja vplačila v pokojninskih sklad, ob predpostavki, da se varčevalec zadovolji z obljubljeno pokojninsko rento.

#### 3.1.2.2) Odnos do tveganja

Z vidika oblikovanja investicijske politike tveganje obravnavamo kot verjetnost, da poslanstvo ne bo izpolnjeno. Odnos do tveganja izraža pripravljenost nositi negativne posledice, če poslanstvo pokojninskega sklada ne bo realizirano. Odnos do tveganja obsega nabor kombinacij med poslanstvom in doseganjem poslanstva. Za vsako sestavo naložb pokojninskega sklada bo upravljavec, ki ni naklonjen tveganju, zahteval višjo pričakovano donosnost kot upravljavec, ki je tveganju bolj naklonjen.

V praksi je odnos upravljavca sklada do tveganja težko določiti, saj so odločitve navadno plod dela skupine posameznikov. Posamezniki, ki imajo individualen odnos do tveganja, pa morajo doseči dogovor glede skupne občutljivosti do tveganja. Posledica je, da oblikovalci investicijske politike postavijo posredne indikatorje, ki kažejo na odnos upravljavca do tveganja. Odnos do tveganja skupine posameznikov, ki sprejemajo odločitve pri upravljanju, lahko izmerimo tako, da pridobimo njihov odziv na simulirane kombinacije različnih sestavov naložb in pričakovanih donosnosti.

#### 3.1.2.3) Cilji investicijske politike

Cilje investicijske politike lahko opredelimo kot nabor rezultatov, za katere investitorji verjamejo, da kažejo na uspešno upravljanje z naložbami.<sup>1</sup> Nasprotno splošnim opredelitvam poslanstva, so cilji investicijske politike lista kvantitativno določenih rezultatov, za katere investitorji pričakujejo, da jih bo upravljavec dosegel v postavljenih časovnih intervalih.

---

<sup>1</sup> Investicijski cilj bi lahko bil sledeč: doseči leto stopnjo donosnosti v višini 3 do 5 odstotnih točk nad stopnjo splošne ravni cen v vsakem desetletnem obdobju.

Cilji investicijske politike se lahko določijo za celoten pokojninski sklad, za posamezno skupino naložb, za posamezne upravljavce (če jih je več), vedno pa morajo izpolnjevati naslednje zahteve:

- Jasnost in merljivost. Učinkovitost upravljanja pokojninskega sklada se bo merila z doseganjem ciljev, zato morajo biti jasno opredeljeni in merljivi.
- Izražanje poslanstva sklada. Izpolnjevanje ciljev investicijske politike mora voditi k izpolnitvi poslanstva pokojninskega sklada.
- Izražanje odnosa upravljavca do tveganja. Tveganju naklonjen upravljavec bo cilje investicijske politike določil bolj agresivno kot tveganju nenaklonjen upravljavec.

Cilji investicijske politike imajo dvojno vlogo, saj se nanašajo tako na prihodnost kot na preteklost poslovanja pokojninskega sklada. S perspektivnega vidika pomagajo določiti politiko sestave naložb. Če je npr. cilj investicijske politike doseči pozitiven realni donos (na razvitih trgih kapitala), je potrebno oblikovati sestavo naložb, v kateri prevladujejo lastniški instrumenti. Načrtovani cilji pa omogočajo tudi ocenjevanje doseženih rezultatov, in sicer kot osnova za primerjavo doseženih rezultatov v primerjavi z načrtovanimi cilji.

#### 3.1.2.4) Politika oblikovanja portfelja naložb

Faktor, ki ima najpomembnejši vpliv na uspešnost upravljanja pokojninskega sklada, je ustrezna politika oblikovanja portfelja naložb (policy asset mix choice). Raziskave kažejo, da različne aktivne strategije upravljanja prispevajo zelo malo k uspešnosti upravljanja v primerjavi z dolgoročno alokacijo sredstev različnim razredom naložb<sup>2</sup> (Brinson v Fabbozi, 1990, str. 17). Kako uspešno bo pokojninski sklad uresničeval začrtano poslanstvo, je torej predvsem odvisno od izbire primerne sestave razredov naložb, ki bo omogočala doseganje predhodno opredeljenih ciljev investicijske politike.

Upravljavci uporabljajo različne pristope pri določanju politike oblikovanja portfelja naložb. Veliko se uporabljajo različne kvantitativne metode oblikovanja portfelja naložb, ki temeljijo na preteklih podatkih. Z njimi se želi poiskati (v okviru opredeljenih ciljev investicijske politike) zeleno politiko oblikovanja naložb z izračunavanjem pričakovanih donosnosti posameznih razredov naložb, variabilnostjo teh donosnosti in korelacij med donosnostmi posameznih razredov naložb. Tehnike optimizacije portfelja oblikujejo mejo učinkovitosti različnih kombinacij razredov naložb in vodijo do portfelja naložb z največjo pričakovano koristnostjo.

V prizadevanju, določiti primerno politiko oblikovanja portfelja naložb, ne smemo spregledati pomembnega elementa te odločitve: določitev nabora možnih naložb v okviru

---

<sup>2</sup> Posamezne razrede naložb natančneje obravnavamo v nadaljevanju: lastniški instrumenti, dolžniški instrumenti, gotovina, nepremičnine in skladi tveganega kapitala.

posameznega razreda naložb. Najbolj pogosto tak nabor naložb določa sestava različnih indeksov<sup>3</sup>, možne pa so seveda tudi modifikacije tako opredeljenega nabora, glede na pričakovanja upravljavca.

#### 3.1.2.5) Upravljalci naložb

Pred letom 1970 so financerji pokojninskega načrta<sup>4</sup> sredstva namenjena za pokojnine zaupali v upravljanje le enemu upravljavcu. Upravljavec je v skladu s politiko oblikovanja portfelja naložb določil razrede naložb in v tem okviru izbral posamezne naložbe. Danes financerji pokojninskega načrta pogosto sami določijo politiko oblikovanja portfelja naložb in razporedijo sredstva v upravljanje več upravljavcem, specialistom za posamezne razrede naložb.<sup>5</sup>

Odločitev o alokaciji sredstev v upravljanje več upravljavcem je sestavljena iz dveh korakov:

- delitev sredstev v okviru razreda naložb na pasivno in aktivno upravljanje<sup>6</sup>,
- razporeditev sredstev med različnimi upravljavci pri aktivni komponenti.

V okviru aktivne komponente sta pomembni dve odločitvi:

- Izbrati je potrebno izkušene specialiste, ki lahko povečajo vrednost premoženja.
- Upravljavce je potrebno kombinirati tako, da so njihovi investicijski stili, kot način izvrševanja investicijske politike, na agregatnem nivoju konsistentni s ciljanim naborom naložb. Zgodi se lahko namreč, da aktivni upravljavci, gledano agregatno, vzdržujejo odmik od ciljanega nabora naložb (npr. v okviru razreda domačih delnic se oblikuje koncentracija pri delnicah z majhno kapitalizacijo in velikim pričakovanjem rasti). Vzdrževanje odmika vnaša nepredvideno tveganje, da se bo portfelj izbranih naložb obnašal drugače kot portfelj ciljanih naložb.

#### 3.1.2.6) Ocenjevanje uspešnosti upravljanja naložb

Ocenjevanje uspešnosti upravljanja naložb je proces merjenja in interpretiranja učinkovitosti upravljanja. Ocenjevanje uspešnosti omogoča vpogled v učinkovitost upravljanja v primerjavi z opredeljenimi investicijskimi cilji.

---

<sup>3</sup> Za naložbe slovenskega pokojninskega sklada bi lahko predstavljale nabor možnih naložb za skupino delnic domačih izdajateljev delnice, ki so vključene v Slovenski borzni indeks.

<sup>4</sup> Pojem "financerji pokojninskega načrta" se nanaša na osebe, ki vplačujejo v pokojninski sklad v korist zaposlenega: delodajalci in/ali zaposleni.

<sup>5</sup> V Slovenski praksi vsaj zaenkrat delodajalci ne bodo mogli zaupati sredstva v upravljanje različnim upravljavcem, če bodo želeli izkoristiti davčne oljšave. Možno pa je, da bi izvajalec pokojninskega načrta zaupal del sredstev v upravljanje določenemu specialistu.

<sup>6</sup> Razprava med zagovorniki pasivnega in aktivnega upravljanja traja že več let. Zagovorniki pasivnega upravljanja menijo, da trga ni mogoče premagati, saj cene takoj odražajo vse razpoložljive informacije. Zagovorniki aktivnega upravljanja pa menijo, da trg ni učinkovit, kar omogoča odkrivanje podcenjenih naložb in realizacijo nadpovprečnih donosov.

Razlikovati je potrebno ocenjevanje uspešnosti upravljanja naložb in merjenje uspešnosti upravljanja. Merjenje uspešnosti je tehnična operacija s katero izračunavamo donosnost pokojninskega sklada ali dela naložb sklada. Ocenjevanje uspešnosti uporablja informacije, pridobljene pri merjenju uspešnosti in odkriva katere pomembne odločitve so najbolj vplivale na učinkovitost upravljanja:

- kako na rezultat upravljanja vplivata dodelitev sredstev posameznim razredom naložb in upravljavcem - specialistom,
- kakšna je bila učinkovitost upravljavcev, ki se ukvarjajo z aktivnim upravljanjem,
- kako so na rezultat vplivale odločitve, sprejete v skladu z investicijsko politiko, in kako odločitve, ki odstopajo od investicijske politike.

Ocenjevanje uspešnosti upravljanja deluje kot kontrolni mehanizem v okviru izbrane investicijske politike, zato ne more služiti kot osnova za ocenjevanje primernosti investicijske politike. Namen ocenjevanja uspešnosti upravljanja je obdržati izvajanje investicijske politike na poti k izvrševanju poslanstva pokojninskega sklada.

### 3.1.3) Investicijska politika v vlogi stabilizatorja

V obdobju rasti finančnih trgov lahko prednosti dobro oblikovane investicijske politike izgledajo marginalne. V obdobju prosperitete lahko namreč od vsakega portfelja naložb pričakujemo dobre rezultate, ne glede na konsistentnost oblikovanja portfelja. Investitorji velikokrat pozabijo, da dobra investicijska politika pokaže svoje prednosti predvsem v obdobju medvedjega trenda. V razmerah padajočega trga je upravljavec v skušnjavi, da ne sledi sicer smelo zastavljeni investicijski politiki z namenom omiliti preteče bodoče izgube. Takšne odločitve so se pogosto izkazale kot nepravne in drage.

V okolju, ki ni naklonjen investitorjem, deluje smela investicijska politika kot stabilizator. Njen obstoj sili upravljavca, da pretehta, zakaj je bila določena investicijska politika oblikovana ter, ali so bile ocenjene posledice slabih razmer na trgu. Tak pregled povečuje možnost prevlade dolgoročnega pogleda in sprejemanja racionalnih odločitev. Smela investicijska politika postavlja jasne razloge za oblikovan portfelj naložb in prelaga breme dokazovanja na tiste, ki predlagajo spremembe v alokaciji naložb.

### 3.1.4) Financerji pokojninskega načrta kot omejevalci tveganj

Financerji pokojninskega načrta pogosto ne razumejo, da morajo nastopati kot omejevalci tveganj in ne kot spodbujevalci maksimiranja donosnosti.

Vloga upravljavca je maksimirati korist investitorjev, članov pokojninskega sklada, medtem ko je vloga predstavnikov članov sklada v omejevanju tveganj.<sup>7</sup> Upravljavec naložb se mora torej ukvarjati z vprašanjem, kako doseči čim višje donose v okviru omejitev, ki so jih postavili omejevalci tveganj. Omejitve so lahko zelo močne (upravljanje indeksnih skladov, pri katerih upravljavec sledi sestavi naložb vnaprej opredeljenega indeksa), ali zelo liberalne, v primeru agresivnega delniškega portfelja.

Vendar velikokrat financerji pokojninskega načrta vlogo maksimiranja premoženja razumejo kot pomembnejšo od vloge omejevanja tveganj, kar pomeni zanemarjanje njihove temeljne vloge.

Del navedenega problema lahko izvira iz nezmožnosti jasno razlikovati med določanjem investicijske politike in aktivnim upravljanjem. Investicijska politika ne vsebuje želje premagati trg, medtem ko lahko aktivni upravljavci opravičijo svoj obstoj samo s svojo sposobnostjo, da lahko premagajo trg. Vendar, dodelitev sredstev v aktivno upravljanje in aktivno upravljanje dodeljenih sredstev, sta dve ločeni zadevi. Financerji pokojninskega načrta, ki skušajo zabrisati mejo in posegajo na področje upravljavcev, rušijo konsistentnost dolgoročnega strateškega plana in omejujejo objektivnost ocenjevanja uspešnosti dela upravljavcev.

Financerji pokojninskega načrta bodo v največjo pomoč, če se osredotočijo na vlogo omejevalca tveganj in svojo vlogo uresničujejo z razvijanjem smelega investicijske politike. Z jasnim razločevanjem, med maksimiranjem donosnosti in omejevanjem tveganj, lahko financerji bolj objektivno nadzirajo in po potrebi zahtevajo spremembe investicijskih programov (izvedbenih dokumentov) investicijske politike.

### 3.1.5) Elementi pisno oblikovane investicijske politike

Še tako dobra investicijska politika je lahko le omejeno uporabna, če ni formalizirana v obliki pisnega dokumenta. Le zapisana investicijska politika je lahko na voljo vsem zainteresiranim in omogoča analizo.

Pisno oblikovana investicijska politika bi morala obsegati naslednja tematska področja (Bailey, 1990, str. 23):

- pregled pooblastil in odgovornosti med različnimi skupinami, ki so vključene v odločanje pri poslovanju pokojninskega sklada (nadzorni svet, aktuarji, upravljavci premoženja),
- opredelitev primarnih elementov investicijske politike,

---

<sup>7</sup> V vlogi omejevalca tveganj ne nastopajo vsi člani sklada, ampak njihovi predstavniki preko nadzornega sveta.

- opredelitev strategije pri vsakem od primarnih elementov investicijske politike,
- obrazložitev razlogov za izbiro posamezne strategije.

Pisno zapisana investicijska politika ima naslednje funkcije:

- omogoča interno in zunanje komuniciranje o investicijski politiki,
- zagotavlja kontinuiteto ob kadrovskih spremembah,
- je osnova za analizo predlaganih sprememb investicijske politike.

Le zapisana investicijska politika omogoča jasno komuniciranje, tako v skupini izvajalcev investicijske politike, kot v komuniciranju z zainteresirano javnostjo.

Za nove kadre, ki se vključujejo v upravljanje pokojninskega sklada, je zapisana investicijska politika najkvalitetnejši vir dolgoročnih ciljev in strategij.

Končno zapisana investicijska politika služi kot standard za predloge sprememb investicijske politike. Najprimerneje je, da so spremembe investicijske politike podane v razpravo tako, da je razvidno, kakšen bo vpliv novih sprememb na obstoječo investicijsko politiko.

### 3.2) IZVAJANJE INVESTICIJSKE POLITIKE

Zapisana investicijska politika se udejanja z alokacijo razpoložljivih sredstev med posamezne razrede naložb. Nadaljujem z obravnavanjem razredov naložb.

#### 3.2.1) Vrste naložb

Najpomembnejše vrste (razredi) naložb, ki so na voljo pokojninskim skladom so: delnice, obveznice, gotovina, nepremičnine in naložbe v sklade tveganega kapitala (venture capital).<sup>8</sup>

Sharpe zagovarja tezo, da je koncept razredov naložb smiseln samo, če uporabljeni razredi naložb izpolnjujejo naslednje pogoje (Sharpe, 1990, str. 17):

- njihovo število mora biti majhno,
- lahko obrazložijo pomemben del variance donosov,
- njihovi donosi so specifični in nepovezani z donosi ostalih razredov,
- njihove vrednosti koeficientov beta so merljive,
- njihovi donosi so merljivi,

---

<sup>8</sup> Dovoljene naložbe slovenskih pokojninskih skladov opredeljuje zakon o zavarovalništvu v 122. členu.

- v vsakem razredu naložb je mogoče oblikovati stroškovno učinkovit indeksni sklad, ki služi kot primerljiv (benchmark) portfelj naložb,
- sestav razredov naložb predstavlja vse razpoložljive naložbe, ki so na voljo na celotnem trgu.

Le če so izpolnjeni navedeni pogoji, bomo lahko izbrali ustrezne razrede naložb in posamezne naložbe v razredu naložb.

Za ilustracijo koncepta navajam podatke o donosnosti in tveganju najbolj tipičnih razredov naložb (Logue, 1997, str. 107).

Preglednica 3.1: Donosnost razredov naložb v ZDA v obdobju od leta 1926 – do leta 1995

Razred naložb	Povprečna letna stopnja donosnosti (v%)	Standardni odklon (v%)
Delnice velikih podjetij	12,5	20,4
Delnice malih podjetij	17,7	34,4
Dolgoročne podjetniške obveznice	6	8,7
Dolgoročne državne obveznice	5,5	9,2
Zakladne menice	3,8	3,3

Vir: Logue, 1997, str. 107

Iz predstavljenih zgodovinskih podatkov lahko pridemo do zaključka, da so delnice donosnejše od obveznic in obveznice donosnejše od zakladnih menic.

Potrebno pa je opozoriti, da je pri razlaganju zgodovinskih podatkov potrebna previdnost vsaj zaradi naslednjih razlogov:

- dosežene donosnosti posameznega razreda naložb v preteklosti ne dajejo jamstva o doseženih donosnostih v prihodnosti,
- ni verjetno, da se faktorji, ki generirajo donosnost (in so pod vplivom drugih faktorjev kot npr. tehnologija in relativna razmerja cen) v času ne bi spreminjali,
- uporabniki podatkov se morajo zavedati morebitnih popačenj in problemov, ki so povezani s podatki, kajti zgodovinski podatki so zelo občutljivi na izbrano obdobje.

Da bi lahko ugotovili, zakaj naj bi upravljavalec pokojninskega sklada investiral v delnice, zakaj v obveznice, zakaj v nepremičnine oziroma v druge vrste naložb, moramo razumeti osnovne značilnosti posameznih razredov naložb.



### 3.2.1.1) Delnice

Navadne delnice predstavljajo temeljno obliko tveganega kapitala v gospodarstvu. Donosi navadnih delnic so v povprečju visoki in variabilni. Del (ne pa v celoti) variabilnosti donosov navadnih delnic lahko odpravimo z diverzifikacijo naložb. Zaključimo torej lahko, da so visoki donosi povezani s premijo za prevzemanje preostalega tveganja.

Za investiranje v navadne delnice obstajata dva pomembna razloga:

- Pričakovani kapitalski dobički iz naložb v delnice so na splošno visoki, zato bo dolgoročna izpostavljenost naložbam v navadne delnice vodila k rasti vrednosti premoženja pokojninskega sklada.
- Premija za tveganje je bila, zgodovinsko gledano, pri navadnih delnicah navadno dovolj visoka, da je imetnike delnic zaščitila pred spremembami splošne ravni cen. Delnice nikakor niso dobra zaščita pred spremembo splošne ravni cen na kratek rok, vendar pa je ugotovljeno, da donosi delnic nadomestijo izgubo zaradi povišanja splošne ravni cen, čeprav z nekajletno zamudo (Ibbotson, 1996, str. 116).

Iz navedenih podatkov lahko ugotovimo, da je bila donosnost delnic približno enkrat višja od donosnosti obveznic. To lahko vsaj delno pojasnimo s fenomenom preživetja, saj določene delnice in celo trgi ne preživijo, in zato niso vključeni v izračune analitikov. Posledica je, da so prikazane zgodovinske donosnosti delnic precenjene.

Obstaja konvencionalno gledanje, da delnice na dolgi rok niso tvegana naložba. Zagovorniki idejo utemeljujejo z dejstvom, da je variabilnost letnih donosnosti za daljše, npr. desetletno obdobje, manjša kot za krajše, npr. triletno obdobje. Z navedenim gledanjem se ne moremo strinjati, saj lahko že intuitivno zaključimo, da so visoke donosnosti posledica višjega tveganja, zato moramo biti previdni pri naivnem sprejemanju ideje, da čas odpravlja možnost izgube.

### 3.2.1.2) Obveznice

Obveznice ter drugi dolžniški finančni instrumenti so za upravljavce pokojninskih skladov najpomembnejša alternativa navadnim delnicam.

Od navadnih delnic se z vidika upravljavca razlikujejo po tem, da zagotavljajo stalen denarni tok v obliki izplačila obresti. Prav stalen denarni tok (po pogojih obveznice seveda) je lastnost, ki je posebej pomembna, saj lahko upravljavec denarni tok od obresti uporabi za pokrivanje odlivov pokojninskega sklada.

Obveznice so zanimiva oblika naložbe v obdobju padajočih obrestnih mer, saj poleg denarnega toka v obliki obresti imetniku prinašajo tudi možnost realizacije kapitalskega dobička.

### 3.2.1.3) Gotovina

Večina pokojninskih skladov ima med svojimi naložbami tudi gotovino. Sicer je res, da pokojninski skladi raje investirajo v druge prvovrstne likvidne in hitro vnovčljive finančne instrumente z ročnostjo do enega leta, ki prinašajo vsaj minimalen donos (zakladne menice, komercialni zapisi, potrdila o vlogi). Investicija v navedene instrumente zagotavlja likvidnost in služi kot začasno pribežališče za sredstva, ki bodo kasneje namenjena dolgoročnim naložbam.

Zgodovinsko gledano ima gotovina med vsemi razredi naložb najnižjo donosnost, zato znižuje donosnost pokojninskega sklada. Naložba v gotovino je lahko opravičljiva le, če obstaja nujna potreba po likvidnosti, ki ne bo mogla biti zadovoljena z prihodki od naložb in tekočimi vplačili investitorjev.

### 3.2.1.4) Nepremičnine

Glavni razlog za vključevanje nepremičnin v portfelj pokojninskega sklada je izboljšati diverzifikacijo portfelja naložb. Iz zgodovinskih podatkov namreč sledi, da je korelacija med donosnostjo naložb v nepremičnine in donosnostjo naložb v druge razrede naložb nizka in celo negativna. V obdobju 1947 – 1984 so znašali faktorji korelacije med donosnostjo naložbe v nepremičnine in donosnostmi naložb v delnice, obveznice in gotovino med  $-0,06$  in  $+0,06$  (D Ambrosio, 1990, str. 37).

Najpomembnejša razlika med delnicami in obveznicami, s katerimi se javno trguje, in nepremičninami, je nelikvidnost nepremičnin. Pomanjkanje likvidnosti lahko pomeni, da bo potencialna prodajna cena nepremičnine pod ocenjeno (notranjo) vrednostjo nepremičnine.

Nadaljni problem je merjenje in ocenjevanje donosnosti nepremičnin in variabilnosti donosnosti, saj je transakcij malo, zato se velikokrat uporabljajo ceno namesto tržnih cen. Uporaba ocenjenih vrednosti lahko nekoliko popači realno sliko, saj lahko privede do spoznanja, da so izračunane donosnosti nekoliko višje in variabilnosti nekoliko nižje, kot so razmere na trgu.

Transakcijski stroški pri nepremičninah so neprimerno višji kot pri delnicah in obveznicah. Transakcijski stroški pri podatkih, s katerimi se prikazujejo donosnosti posameznih razredov naložb, navadno niso vključeni.

Pokojninski skladi na razvitih finančnih trgih imajo poleg možnosti neposrednega nakupa nepremičnine tudi možnost investiranja v različne oblike nepremičninskih skladov. Glavna prednost slednje možnosti je izboljšanje likvidnosti naložbe.

### 3.2.1.5) Vrednostni papirji tujih izdajateljev

Izkušnje kažejo, da vključevanje obveznic in delnic tujih izdajateljev v portfelj domačih obveznic, delnic in gotovine prinaša ugodnejše razmerje med tveganjem in pričakovano donosnostjo.

Tuji izdajatelji poslujejo v drugačnem makroekonomskem okolju kot domači, kar pomeni, da bodo učinki diverzifikacije naložb (na domače in tuje izdajatelje) ugodnejši, saj pričakujemo, da gibanje tečajev ne bo visoko soodvisno.

Seveda pa vključevanje tujih vrednostnih papirjev v portfelj naložb vnaša tveganje spremembe deviznega tečaja.

Lahko bi dejali, da so zanimivi predvsem trgi, ki niso tako učinkoviti kot domači trg. Neučinkoviti trgi so lahko za upravljavce, ki verjamejo, da je z aktivnim upravljanjem mogoče premagati trg, vir ustvarjanja nadpovprečnih donosov. Pri tem pa je seveda potrebno upoštevati tveganja, katerim so izpostavljeni neučinkoviti trgi (npr. mehiška kriza).

### 3.2.1.6) Izvedeni finančni instrumenti

Izvedeni finančni instrumenti, katerih vrednost je odvisna od cene blaga, na katerega se nanašajo, predstavljajo v zadnjem času za pokojninske sklade pomembno investicijsko priložnost.

Najprivlačnejša značilnost izvedenih finančnih instrumentov (opcij, futures pogodb, swapov in drugih bolj eksotičnih instrumentov) je, da omogočajo oblikovanje zelenega razmerja med tveganjem in pričakovano donosnostjo portfelja naložb.

Če želimo povečati izpostavljenost portfelja do določene naložbe, imamo na razpolago dva načina:

- dodatne nakupe naložbe,
- povečanje izpostavljenosti do naložbe preko nakupov izvedenih finančnih instrumentov, kar je navadno stroškovno učinkovitejša varianta.

Kljub opisani prednosti obstajajo trije vidiki, ki niso ravno v prid izvedenim finančnim instrumentom:

- gre za kompleksne instrumente, ki so zahtevni za razumevanje, kar povečuje nevarnost, da se tisti, ki jih uporabljajo, ne zavedajo vseh njihovih značilnosti,
- nekatere negativne izkušnje z izvedenimi finančnimi instrumenti (Barings, Orange County) odvrčajo upravljavce od njihove uporabe,

- če jih obravnavamo kot posamično naložbo in ne kot del portfelja, se naložbe v izvedene finančne instrumente zaradi visoke volatilnosti izkažejo za neučinkovite naložbe.

Navedeni vidiki upravljavce odvrtaajo od uporabe izvedenih finančnih instrumentov tudi v primerih, ko bi bila njihova uporaba upravičena in učinkovita.

### 3.2.2) Temelji oblikovanja portfelja naložb

Izhodišče pri oblikovanju portfelja naložb je določitev strateške alokacije naložb. Strateška alokacija naložb je sestav delnic, obveznic in gotovine, ki bo na dolgi rok najbolje dosegel pričakovano donosnost pokojninskega sklada ob opredeljenem tveganju.

Najpomembnejša odločitev, ki jo sprejme upravljavec investicijskega sklada, je alokacija naložb med tri temeljne skupine naložb. Raziskovalci Brinson, Hood in Beebower so preučevali vpliv alokacije naložb na doseženo donosnost 91 velikih pokojninskih skladov v letih 1974 – 1983. V študiji iz leta 1986 so ugotovili, da je mogoče kar 95,3% razlik v donosnosti pokojninskih skladov pojasniti z alokacijo njihovih naložb na tri temeljne razrede (delnice, obveznice in gotovina) in z donosnostjo borznih indeksov (Sharpe, 1990, str. 3).

Odločanje o strateški alokaciji naložb temelji na zahtevani donosnosti portfelja naložb pokojninskega sklada, vnaprej opredeljenem odnosu do tveganja in pričakovanih glede kombinacij med donosnostjo in tveganjem razredov naložb, ki so na voljo na trgu.

#### 3.2.2.1) Portfelj z učinkovitim razmerjem med tveganjem in donosnostjo

Oblikovanje strateške alokacije naložb pričnemo s kvantificiranjem pričakovanih donosnosti razredov naložb, njihove variabilnosti in povezanosti (korelacijo) med donosi posameznih razredov naložb v času.

Pri tem si pomagamo z zgodovinskimi podatki. Pregled zgodovinskih podatkov o donosnosti razredov naložb pokaže, da razredi z višjo variabilnostjo donosnosti (npr. delnice) v daljših časovnih obdobjih beležijo višje donosnosti. Žal nam zgodovinski podatki o doseženih rezultatih naložb v delnice v preteklosti malo povedo o tem, s kakšnimi rezultati lahko računamo v naslednjih letih. Kljub vsemu so zgodovinski podatki dobra izhodiščna točka za oblikovanje dolgoročnih pričakovanj o donosnosti in variabilnosti razredov naložb in smeje strateške alokacije naložb pokojninskega sklada.

Ambachtscheer (v Logue, 1997, str. 116) v svojem delu iz leta 1988 predlaga, da lahko analitiki izboljšajo pričakovanja o bodočih donosnostih in tveganjih, ki temeljijo na

zgodovinskih podatkih, z upoštevanjem nekaterih faktorjev, ki lahko povzročijo, da se prihodnji rezultati razlikujejo od rezultatov v preteklosti:

- pri oblikovanju napovedi se naj namesto zgodovinske krivulje donosnosti uporablja dejanska krivulja donosnosti v času analize,
- pri oblikovanju pričakovanj se naj izločijo vplivi neznačilnih odstopanj in trendov (npr. umetno nizke obrestne mere v letih 1940 do 1950),
- analitik bi moral anticipirati vplive faktorjev kot so: oblikovanje prihrankov, tržna neravnovesja, globalizacija,...

Obstajajo tudi drugi pristopi. Sharpe navaja, da so analitikom na razpolago različni kvantitativni modeli (analiza scenarijev, korelacijski modeli, linearno programiranje, Monte Carlo simulacija in druge tehnike) za ocenjevanje bodočih donosnosti in tveganj (Sharpe, 1990, str. 37-53). Vsak ima svoje prednosti in slabosti, ki jih ne gre zanemariti.

Konec koncev ima pri določanju faktorjev, ki so dejansko pomembni za bodoče donose in tveganja, velik pomen subjektivna presoja analitika.

Po oblikovanju razumnega seta pričakovanj analitik opredeli mejo učinkovitosti. Meja učinkovitosti je set portfeljev naložb, ki so učinkoviti, ker je njihova pričakovana donosnost pri opredeljenem tveganju najvišja. Navedeno je pomembno, saj mora upravljevec preprečiti oblikovanje portfelja pod mejo učinkovitosti, kar bi pomenilo, da je pričakovani donos portfelja, glede na sprejeto tveganje, prenizek.

#### 3.2.2.2) Določanje ciljne sestave naložb

Med učinkovitimi portfelji mora upravljevec določiti tistega, ki je v skladu z investicijskimi cilji pokojninskega sklada. Splošno bi lahko dejali, da bodo upravljavci, ki bi želeli oblikovati portfelj naložb z nizko izpostavljenostjo tveganju, preferirali obveznice in druge dolžniške instrumente. Želja po prevzemanju večjega tveganja pa se bo realizirala s portfeljem, v katerem bodo prevladovale lastniške naložbe.

Mejni izbiri sta portfelj netveganih naložb (portfelj državnih vrednostnih papirjev) in visoko tvegan portfelj lastniških naložb.

Večina pokojninskih skladov določa ciljno sestavo naložb pokojninskega sklada v deležu celotnih naložb sklada (npr. 30% naložb v obveznice, 60% v delnice in 10% v gotovino). Primerno je tudi, da se poleg ciljne sestave naložb določi tudi dovoljena odstopanja od ciljne sestave naložb (npr. 30% z dovoljenim odstopanjem 5 odstotnih točk).

### 3.2.3) Strateška alokacija naložb in prilagoditve v času

Preden obravnavamo oblikovanje strateške alokacije naložb, je smiselno obravnavati vpliv sprememb vrednosti finančnih naložb na alokacijo naložb pokojninskega sklada ter prilagajanje sestave naložb tem spremembam.

#### 3.2.3.1) Strateška alokacija naložb

Strateško alokacijo naložb smo opredelili kot tisti sestav naložb pokojninskega sklada v delnice, obveznice in gotovino, ki je po mnenju upravljavca najprimernejši za pokojninski sklad na dolgi rok.

Strateško alokacijo naložb oblikujemo na podlagi naslednjih predpostavk:

- investitor ne more konsistentno predvideti donosnosti naložb,
- tvegane naložbe navadno prinašajo višje (tveganju neprilagojene) donosnosti kot manj tvegane naložbe,
- investitor lahko določi sprejemljivo tveganje, ki je za neposredno prihodnost relativno konstantno.

Strateška alokacija naložb se ukvarja z iskanjem naložb na trgih, ki med seboj niso popolno povezani, in tako oblikuje množico sprejemljivih portfeljev.

Oblikovano strateško alokacijo naložb vzdržujemo z dvema strategijama (Logue, 1997, str. 118):

- "kupi in drži strategija",
- strategija konstantnega portfelja.

Pri "kupi in drži strategiji" se transakcije izvajajo samo z namenom zadovoljitve likvidnostnih potreb pokojninskega sklada, torej izplačil pokojninskih rent varčevalcem ali izplačil zaradi izstopov. Navedena strategija ne predvideva odzivanja upravljavcev na spremembe tržnih cen, čeprav imajo te spremembe za posledico odstopanje sestave portfelja naložb od strateške alokacije naložb. Če npr. porastejo cene delnic v portfelju, se poveča tudi delež naložb portfelja v delnice, glede na ostale razrede naložb, kot posledica porasta cen, čeprav nismo izvedli nobenih transakcij.

"Kupi in drži strategija" predpostavlja, da so odstopanja dejanskih od strateških deležev sprejemljiva, saj bo v povprečju skozi daljše časovno obdobje sestav naložb dosegel opredeljene strateške deleže na naslednja načina:

- s spremembo tržnih cen razredov naložb,
- z investiranjem sredstev od novih vplačil oziroma od prodaj v razrede naložb z nižjim deležem.

Prednost obravnavane strategije so nizki transakcijski stroški. Poudariti pa je potrebno, da se bosta pri tej strategiji dejanska in strateška alokacija naložb razlikovali, kar pomeni, da se bo tudi dejansko razmerje med pričakovano donosnostjo in tveganjem razlikovalo od predvidenega razmerja.

Strategija konstantnega portfelja je dinamična strategija, ki od upravljavca zahteva ukrepanje vedno, kadar dejanska alokacija naložb odstopa od strateške oz. po vnaprej določenem načrtu. Je strategija, pri kateri upravljavec izvaja nakupe, ko cene naložb padajo in prodaje, ko cene rastejo. Namen transakcij je slediti deleže razredov naložb, ki so opredeljeni s strateško alokacijo naložb. Strategija konstantnega portfelja poskuša dinamično slediti strateško določene deleže razredov naložb.

Navedena strategija zahteva trgovanje, zato navadno vodi v višje transakcijske stroške v primerjavi s kupi in drži strategijo. Kot smo že navedli, lahko transakcijske stroške zmanjšamo z uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Prednost obravnavane strategije je, da bodo dejanski deleži razredov naložb in razmerje med pričakovano donosnostjo in tveganjem bližje investicijskim ciljem kot pri strategiji "kupi in drži".

Učinkovitost obravnavanih strategij je odvisna od načina gibanja cen na trgu. Predpostavimo portfelj, ki je sestavljen samo iz delnic in iz državnih zakladnih menic. Strategija kupi in drži bo v primerjavi s strategijo konstantnega portfelja učinkovitejša v primeru, da se cene gibljejo navzgor (ali navzdol) dalj časa. Pri strategiji konstantnega portfelja bi namreč ob rasti tečajev delnic prodajali delnice z namenom slediti opredeljenim strateškim deležem, cene delnic pa bi se povečevale še naprej. V primeru, da porastu cen delnic (padcu cen) sledi obrat, bo učinkovitejša strategija konstantnega portfelja, saj bo upravljavec v obdobju rasti cen prodajal delnice, katerih cene bodo kasneje upadle.

Potrebno je poudariti, da sta strategija "kupi in drži" in strategija konstantnega portfelja po naravi pasivni strategiji, kajti njun namen je vzdrževati vnaprej določene deleže razredov naložb in ne izkoriščati morebitne investicijske priložnosti na trgu.

#### 3.2.3.2) Taktična alokacija naložb

Vse večje število pokojninskih skladov uporablja strategije taktične alokacije naložb. Pri teh strategijah strateška alokacija naložb še vedno predstavlja okvir za oblikovanje razredov naložb na dolgi rok. Znotraj tega okvira pa lahko upravljavec spremeni dejansko alokacijo naložb z namenom izkoristiti tržne priložnosti, ki se po njegovem mnenju izkazujejo kot podcenjene posamične naložbe, podcenjeni razredi naložb ali podcenjeni sektorji (Sharpe, 1990, str. 24).

Predpostavljamo portfelj naložb z naslednjo strateško alokacijo naložb: 60% delnice, 30% obveznice in 10% gotovina. Recimo, da so cene delnic pomembno in nenadno upadle. Ker je vrednost naložb portfelja delnic upadla v primerjavi z vrednostjo obveznic in gotovine, sta v skladu z idejo ohranjanja strateške alokacije naložb mogoči dve izbiri:

- prodaja obveznic in denarnih instrumentov ter nakupi delnic, da v skladu s strategijo konstantnega portfelja dosežemo strateške deleže 30%, 60% in 10%,
- "kupi in drži strategija" kljub spremembam cen veleva, da ne ukrepamo.

Upravljaivec pa se lahko odloči, da nobena od navedenih izbir ni primerna. Odloči se lahko, da je smiselno povečati izpostavljenost portfelja naložb z novimi nakupi delnic (na npr. 80% vrednosti portfelja), kajti ocenjuje, da so delnice podcenjene. Dodatna izpostavljenost do delnic, ki jo oblikuje upravljaivec, je poteza aktivne politike upravljanja portfelja.

Slednje je tipičen primer aktivnosti, ki jih imenujemo taktična alokacija naložb. Taktična alokacija naložb skuša izkoristiti investicijske priložnosti, ki izvirajo iz obratov trendov.

Temelj strategije taktične alokacije naložb je teorija relativnega vrednotenja naložb. Navedena teorija obrate opredeljuje kot odzive na nenadne in pomembne spremembe cen navzgor ali navzdol na trgu, ali pri posameznem vrednostnem papirju. Teorija obrate utemeljuje s prepričanjem, da so reakcije investorjev na nove informacije pogosto pretirane, kar povzroči gibanje cen v nasprotno smer (obrat) s skoraj enako intenzivnostjo, ko bo trg osvojil spoznanje o pretirani reakciji.

Čeprav strategija taktične alokacije naložb temelji na pričakovanju obratov, je v osnovi enaka strategiji konstantnega portfelja, saj vodi k nakupom, ko cene padajo in k prodajam v obdobju rasti cen. Razlika je le v motivu, ki sproži transakcijo. V primeru strategije taktične alokacije naložb je to podcenjenost ali precenjenost naložbe in ne preprosto sledenje ciljni sestavi naložb.

Učinkovitost strategije taktične alokacije naložb je podobna učinkovitosti strategije konstantnega portfelja. V primeru pogostih obratov cen, bo strategija taktične alokacije naložb učinkovitejša od "kupi in drži strategije". Slednja pa je učinkovitejša v primerih, ko se cene na trgu odmikajo od notranjih vrednosti naložb.

Večja fleksibilnost, ki strategiji taktične alokacije naložb dopušča večje odmike od ciljne sestave naložb, lahko vodi k doseganju višjih donosnosti v primerjavi s strategijo konstantnega portfelja. Seveda pa so tudi oportunistni stroški lahko večji.



Če se odločimo za strategijo taktične alokacije naložb, je potrebno opredeliti naslednje:

- dovoljene odmike pri izpostavljenosti do naložbe oziroma razreda naložb od strateških ciljnih vrednosti,
- model odločanja za sprejemanje odločitev o nakupih oziroma prodajah naložb, ki temelji na relativnem vrednotenju naložb,
- jasno opredelitev, da bo upravljavec sledil modelu.

Prednost vsake aktivne strategije trgovanja je, da združuje tehnične modele z intuicijo upravljavca. V primeru slabih vmesnih rezultatov je lahko upravljavec v skušnjavi, da ne sledi več modelu, ampak le svoji intuiciji. Tako ravnanje lahko vodi še v slabše rezultate kot bi sicer bili, saj se z zavrženjem modela upravljavec odpove sistematičnemu mišljenju, ki ga model vgrajuje v strategijo taktične alokacije.

Številni ekonomisti so preučevali učinkovitost strategije taktične alokacije naložb (Logue, 1997, str. 122). Arnott in Rice ugotavljata, da je taktična alokacija naložb učinkovita, če je pravih vsaj 51% odločitev. Sharpe pravi, da lahko zaradi zelo dolgega investicijskega horizonta pokojninskega sklada predpostavljamo, da je odnos upravljavcev pokojninskega sklada do tveganja konstanta ne glede na spremembe pri odnosu do tveganja povprečnega udeleženca na trgu. Če to drži, je taktična alokacija naložb lahko primeren način doseganja nadpovprečnih donosnosti, saj bo vsaj od časa do časa povprečna pričakovana premija za tveganje višja od premije za tveganje, ki jo navadno zahtevajo upravljavci pokojninskega sklada.

### 3.2.3.3) Zavarovanje vrednosti portfelja naložb

V sredini osemdesetih let je postalo zavarovanje vrednosti portfelja naložb pri institucionalnih investitorjih zelo popularno. Privlačnost je pomembno upadla po borznem zlomu leta 1987, ko se je izkazalo, da se strategije trgovanja, ki so temeljile na zavarovanju vrednosti portfelja, ne morejo udejaniti na vseh trgih in v primernem času, da bi nudile obljubljeni zavarovanje.

Kljub temu je lahko zavarovanje portfelja vsaj od časa do časa primerna strategija pri zagotavljanju uspešnosti upravljanja pokojninskega sklada, predvsem na trgih, za katere so značilna trendna gibanja.

V najbolj preprosti obliki strategija zavarovanja vrednosti portfelja pomeni zmanjševanje izpostavljenosti do določene naložbe, ko njena tržna cena pada. Smisel zavarovanja portfelja naložb je določiti in vzdrževati minimalno vrednost portfelja naložb, pod katero upravljavec ne bo zavzel pozicij v tveganih naložbah. Nad minimalno vrednostjo lahko upravljavec investira v tvegane naložbe, vendar samo v primeru, če cena tvegane naložbe

na trgu raste. V kolikor cena tvegane naložbe upada in vrednost naložbe doseže vnaprej določeno minimalno vrednost, bo upravljavec naložbo prodal (Sharpe, 1990, str. 26).

Iz povedanega sledi, da je dinamika trgovanja ravno nasprotna dinamiki trgovanja pri strategijah, ki smo jih obravnavali dosedaj ("kupi in drži", strategija konstantnega portfelja in taktična alokacija naložb): nakupi se izvajajo ob rasti cen, prodaje pa takrat, ko cene padajo.

Strategija zavarovanja vrednosti portfelja bo učinkovitejša od drugih strategij, kadar so na trgu večji premiki cen navzgor ali navzdol in ko je transakcije mogoče izvesti pri primernih (trigger) cenah. Na relativno volatilnih trgih, kjer pa ni večjih odstopanj od srednjih vrednosti, je strategija zavarovanja vrednosti portfelja manj učinkovita od drugih strategij, saj vodi k nakupom po visokih cenah in prodajam po nizkih cenah. Tako kot strategija taktične alokacije naložb se lahko izvaja tudi z izvedenimi finančnimi instrumenti.

O strategiji zavarovanja portfelja lahko razmišljamo kot o občasni strategiji. Motiv za njeno uporabo, torej motiv za zavarovanje vrednosti portfelja, lahko izhaja iz okoliščine, ko je portfelj pokojninskega sklada bolj občutljiv od tržnega portfelja na spremembe cen na trgu. V tem primeru je namreč zavarovanje portfelja potrebno, saj bi ob padanju cen naložb vrednost portfelja upadla bolj, kot pa bi upadla vrednost borznega indeksa.

### 3.3) OBLIKOVANJE STRATEŠKE ALOKACIJE NALOŽB

S konceptualnega vidika oblikovanje strateške alokacije naložb ne bi smela biti težka naloga. Strateška alokacija naložb je sestav delnic, obveznic in gotovine, ki dolgoročno sledi investicijski politiki pokojninskega sklada in tako zagotavlja primerno stopnjo donosnosti sredstev pokojninskega sklada brez izpostavljanja prekomernemu tveganju. Udejanjanje navedenega koncepta v ustrezen portfelj pokojninskega sklada, pa je vse prej kot lahka naloga.

#### 3.3.1) Analitičen pristop k oblikovanju strateške alokacije naložb

Strateška alokacija naložb je udejanjanje investicijske politike. Je rezultat sprejetih odločitev upravljavca, katerih namen je doseči dolgoročne investicijske cilje pokojninskega sklada ob sprejemljivem tveganju. Izbrana alokacija naložb izraža pričakovanja upravljavca glede dolgoročnih donosnosti naložb na trgu kapitala, njihovih tveganj in medsebojne odvisnosti.

Pri oblikovanju strateške alokacije sredstev pokojninskega sklada med osnovne vrste naložb (delnice, obveznice in gotovina) moramo analizirati predvsem soodvisnost med sredstvi in obveznostmi pokojninskega sklada, pričakovano donosnost posameznih vrst naložb in vse ostale ustrezne informacije na finančnem trgu, ki lahko vplivajo na sprejemanje odločitev.

V nadaljevanju obravnavamo enega izmed možnih analitičnih pristopov pri oblikovanju strateške alokacije naložb (Logue, 1997, str. 151), in sicer analizo simulacije v povezavi z analizo scenarijev. Model nam bo omogočil analizirati vpliv različne sestave naložb sklada na pričakovane koristi.

V prvem koraku opredelimo vse možne naložbe pokojninskega sklada in njihove pričakovane donosnosti. V nadaljevanju glede na pričakovane makroekonomske kategorije izločimo nekaj scenarijev, ki bi lahko prevladovali v preučevanem obdobju. V Preglednici 3.2 sta navedena dva scenarija, scenarij A (visoka inflacija in nizka gospodarska rast) in scenarij B (običajna inflacija in običajna gospodarska rast). Za vsako vrsto naložbe opredelimo pričakovano donosnost in tveganje, ki ga izrazimo s standardnim odklonom. Zaradi poenostavitve primera predpostavljamo, da med posameznimi vrstami naložb ni povezanosti (korelacijski koeficient je 0). Potrebno je tudi poudariti, da je ob različnih makroekonomskih razmerah tveganje (oziroma standardni odklon) različno. Ob različnih splošnih ekonomskih pogojih se namreč finančni trgi različno obnašajo.

Preglednica 3.2: Alternativni makroekonomski scenariji

	Delnice	Obveznice	Gotovina
<b>Scenarij A (visoka inflacija in nizka gospodarska rast)</b>			
Pričakovana donosnost (v%)	0	2	6
Pričakovan standardni odklon (v%)	16	10	3
	Delnice/ Obveznice	Delnice/ Gotovina	Obveznice/ Gotovina
Korelacijski koeficient	0	0	0
<b>Scenarij B (običajna inflacija in običajna gospodarska rast)</b>			
Pričakovana donosnost (v%)	12	5,5	3,5
Pričakovan standardni odklon (v%)	20	8,5	1
	Delnice/ Obveznice	Delnice/ Gotovina	Obveznice/ Gotovina
Korelacijski koeficient	0	0	0

Vir: Logue, 1997, str. 152

V drugem koraku določimo različne sestave naložb, ki jih želimo preučevati. V Preglednici 3.3 so navedene trije alternativni sestavi razredov naložb.

Preglednica 3.3: Alternativni sestavi razredov naložb

Sestavi naložb	Delnice (v%)	Obveznice (v%)	Gotovina (v%)
1	85%	10%	5%
2	60%	30%	10%
3	20%	70%	30%

Opombe:

Začetna vrednost portfelja: 100.000 EUR,

Začetna vrednost obveznosti: 100.000 EUR.

Vir: Logue, 1997, str. 152

Sledi ocena pričakovane vrednosti posameznega portfelja ob scenariju A in scenariju B. Pri analizi predpostavljamo 7% rast obveznosti pokojninskega sklada. V Preglednici 3.4 so predstavljeni rezultati analize.

Preglednica 3.4: Analiza alternativnih portfeljev ob različnih makroekonomskih scenarijih

Scenarij	A			B		
	1	2	3	1	2	3
Sestavi naložb						
Delnice	85%	60%	20%	85%	60%	20%
Obveznice	10%	30%	70%	10%	30%	70%
Gotovina	5%	10%	10%	5%	10%	10%
Pričakovana donosnost (v%)	0,5	1,2	2	10,93	9,2	6,6
Pričakovani standardni odklon (v%)	13,64	10,06	7,7	17,02	12,3	7,46
Pričakovana vrednost portfelja (v EUR)	100.500	101.200	102.000	110.925	109.200	106.600
Pričakovana vrednost obveznosti (v EUR)	107.000	107.000	107.000	107.000	107.000	107.000
Pričakovani presežek (v EUR)	-6.500	-5.800	-5.000	3.925	2.200	-400
Maksimalni presežek (v EUR)	20.780	14.320	10.400	37.970	26.740	13.940
Minimalni presežek (v EUR)	-33.780	-25.920	-20.400	-30.110	-22.340	-14.740

Opomba:

Ob predpostavki normalne porazdelitve donosnosti je 95,5% verjetnost, da bo dejanski presežek (primanjkljaj) med minimalno in maksimalno vrednostjo.

Vir: Logue, 1997, str. 154

V nadaljevanju bi lahko dobljene rezultate izboljšali tako, da bi upoštevali pravila usklajevanja sestave naložb z investicijsko politiko sklada. Gre za vprašanje pogostosti prilagajanja sestave naložb (četrtno, letno), v kolikor se upravljavec seveda ne poslužuje

"kupi in drži strategije". Zaradi enostavnosti primera je prikazano samo enoletno obdobje, čeprav so petletne oziroma desetletne projekcije uporabnejše.

#### 3.3.1.1) Izbira sestave naložb

Dobljeni rezultati omogočajo izbrati sestavo naložb pokojninskega sklada. Možnih je več pristopov.

Lahko izberemo tisto sestavo naložb, ki zahteva najnižja dodatna vplačila v primeru najslabšega scenarija. Pristop temelji na predpostavki, da v dobrih letih morebitna potrebna dodatna vplačila ne bodo problem. Pomembna so samo slaba leta, zato izberemo takšno sestavo naložb, ki ob najslabšem scenariju zahteva najnižja dodatna vplačila.

Drugi pristop je izbira portfelja naložb, pri katerem so povprečna dodatna vplačila najnižja, ali pri katerem je najnižja sedanja vrednost prihodnjih dodatnih vplačil. Tu je bistveno vprašanje verjetnosti nastopa najslabšega scenarija. Če je ta verjetnost majhna, bodo potrebna dodatna vplačila nizka.

Tretji pristop bi lahko bil izbira sestave naložb, pri kateri beležimo najnižjo variabilnost presežka sredstev pokojninskega sklada nad obveznostmi sklada oziroma najnižjo variabilnost primanjkljaja. Slednji pristop izberemo v primeru, ko je pomembno ohranjati dosežen presežek, medtem ko za financiranje zahteve po dodatnih vplačilih niso primarnega pomena.

Verjetno ni potrebno poudarjati, da je za učinkovito modeliranje nujna uporaba računalniških orodij. Računalniška tehnika omogoča, da v model dopolnimo z verjetnostmi nastopa posameznih scenarijev, analiziramo vplive sprememb pri več faktorjih in seveda v model vključimo poljubno število obdobj.

## **4) MERJENJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI POKOJNINSKEGA SKLADA IN IZBOLJŠANJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI**

### 4.1) MERJENJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI

Ocenjevanje uspešnosti upravljanja pokojninskega sklada zahteva predhodno merjenje investicijske uspešnosti (donosnosti). Z merjenjem investicijske uspešnosti pokojninskega sklada pridemo do naslednjih informacij:

- kako dobro pokojninski sklad uresničuje postavljene investicijske cilje,
- ali obstoječa investicijska politika omogoča uresničevanje investicijskih ciljev ali pa mogoče le to onemogoča,

- ali upravljavec sledi predvideni investicijski politiki.

Zastopniki interesov članov pokojninskega sklada morajo biti sposobni oceniti investicijsko politiko in uspešnost upravljavca v primerjavi z alternativnimi investicijskimi politikami in njihovimi izvajalci ter primerjati investicijsko uspešnost pokojninskega sklada z alternativnimi pasivnimi primerljivimi (benchmark) portfelji naložb. Uspešno izpolnjevanje opisane naloge zahteva poznavanje analitičnih metod izračunavanja donosnosti, poznavanje načinov merjenja tveganj, sposobnost kreiranja primerljivih (benchmark) portfeljev in poznavanje elementov investicijske uspešnosti: izpostavljenost naložb pokojninskega sklada različnim tržnim segmentom, kvaliteto izbire naložb ter pravočasno tempiranje pretoka sredstev med posameznimi razredi naložb.

#### 4.1.1) Donosnost naložbe

Donos lahko realiziramo kot dohodkovni donos (npr. dividende in obresti), kot kapitalski dobiček (povečanje tržne vrednosti naložbe) in kot donos iz tečajne razlike (vrednost naložbe se poveča zaradi ugodne spremembe deviznega tečaja).

Pri analiziranju podatkov o doseženi donosnosti moramo upoštevati dejstvo, da so izračunane donosnosti lahko pomembno odvisne od različnih izbir upravljavca. Eden od pomembnih faktorjev je izbira časovnega obdobja. Letne donosnosti se lahko pomembno razlikujejo, če namesto koledarskega leta izberemo dvanajstmesečno obdobje z drugimi začetnimi in končnimi datumi. Upravljavci s slabimi letnimi rezultati bodo raje prikazovali pet ali desetletne rezultate, upravljavci z dobrimi rezultati v zadnjem letu pa samo najnovejše rezultate.

Na izkazano donosnost vpliva tudi velikost in časovna razporeditev vplačil in izplačil v pokojninski sklad. Visoka vplačila v primerjavi z že vplačanimi sredstvi lahko vodijo k podvrednotenju ali prevrednotenju rezultata upravljavca, in sicer v odvisnosti od nadaljnega gibanja cen naložb.

#### 4.1.2) Tveganju prilagojena donosnost

Pričakovana donosnost in tveganje, ki smo ga pripravljene prevzeti, sta odločilna faktorja pri oblikovanju portfelja pokojninskega sklada. Zato je potrebno za ocenjevanje investicijskih odločitev oblikovati mere, ki omogočajo hkratno obravnavanje donosnosti in tveganja. Rezultat nato primerjamo z donosnostjo primerljivega (benchmark) portfelja.

Glede na obravnavanje tveganja ločimo dva tipa mer za merjenje uspešnosti upravljavca pokojninskega sklada. Prvi tip meri donosnost pokojninskega sklada ob upoštevanju

celotnega tveganja in je primeren, kadar ocenjujemo donosnost celotnega portfelja pokojninskega sklada in ne le posameznih portfeljev, ki sestavljajo celotni portfelj. Drugi tip mer zajema le sistematični del celotnega tveganja in je namenjen ocenjevanju donosnosti dela portfelja.

#### 4.1.2.1) Tveganje celotnega portfelja

William F. Sharpe je razvil Sharpov koeficient, ki primerja "presežno donosnost" (donosnost nad donosnostjo, ki jo je mogoče doseči z netvegano naložbo – naložba v zakladne menice) z variabilnostjo donosnosti portfelja v obdobju merjenja donosnosti. Sharpov koeficient v eni meri vključuje realizirano presežno donosnost na enoto celotnega tveganja (variabilnosti). Sharpov koeficient izračunamo po naslednji formuli:

$$Sh_p = \frac{(R_{ap} - R_{af})}{SD_{R_p}}$$

pri čemer sta  $R_{ap}$  in  $R_{af}$  aritmetični sredini donosnosti portfelja in netvegane donosnosti v obdobju,  $SD_{R_p}$  pa standardni odklon donosnosti portfelja v obdobju (Sharpe, 1990a, str. 751).

V obdobju od leta 1926 do 1995 je povprečna letna donosnost delnic, ki so vključene v indeks S&P 500 (relativno velika podjetja) ob upoštevanju reinvestiranja dividend znašala 12,5%, standardni odklon letnih donosnosti indeksa pa je znašal 20,4% (Logue, 1997, str. 163). Povprečna donosnost enomesečnih zakladnih menic je znašala v navedenem obdobju 3,8%.

Na podlagi navedenih podatkov lahko izračunamo Sharpov koeficient za velika podjetja:  $(12,5 - 3,8)/20,4 = 0,426$ .

V istem obdobju je povprečna letna donosnost podjetniških obveznic znašala 6%, standardni odklon letnih donosnosti pa 8,7%. Sharpov koeficient za podjetniške obveznice tako znaša:  $(6 - 3,8)/8,7 = 0,253$ .

Na podlagi navedenih koeficientov lahko zaključimo, da je bila ob upoštevanju tveganja naložba v podjetniške delnice učinkovitejša od naložbe v podjetniške obveznice. Naložba v podjetniške delnice je namreč omogočila realizacijo presežne donosnosti 43 bazičnih točk na enoto tveganja, naložba v podjetniške obveznice pa le 25 bazičnih točk.

Seveda pa to ne pomeni, da naj v prihodnje naš portfelj vsebuje samo delnice. Dobljen rezultat sugerira, da bi lahko portfelj naložb z udeležbo delnic pridobil. Dobro odločanje ne vodijo pretekla tveganja, temveč bodoča tveganja, katerim bomo izpostavljeni. Ex post Sharpovi koeficienti se lahko uporabljajo kot napovedi prihodnjih Sharpovih koeficientov. Seveda pa nam šele realizirane donosnosti in tveganja omogočijo analizirati, katere strategije so dosegle zastavljene cilje, in katere ne.

Sharpov koeficient uporabljamo za ocenjevanje rezultatov ene investicijske strategije v primerjavi z drugo. Zgodovinsko uspešnost portfelja s 60% naložb v delnice in 40% naložb v obveznice lahko primerjamo z uspešnostjo portfelja s 70% naložb v delnice in 30% naložb v obveznice. Sharpov koeficient bo pokazal katera strategija je omogočila doseganje višje presežne donosnosti na enoto variabilnosti, kar kaže tudi na verjetnost doseganja ugodnejšega rezultata v prihodnosti.

Absolutna številka kot rezultat Sharpovega koeficienta ne pove kaj dosti, čeprav negativen predznak kaže na slabo učinkovitost in pozitiven koeficient na dobro učinkovitost. Večjo informacijsko vrednost nam da primerjava Sharpovega koeficienta s koeficientom drugega primerljivega sklada ali primerljivega portfelja. Med skladi z enako opredeljeno investicijsko politiko je uspešnejši sklad z višjim Sharpovim koeficientom.

Nadgradnja Sharpovega koeficienta je Sharpov koeficient dodatne donosnosti (differential return Sharpe ratio), ki namesto netvegane donosnosti v izračun vključuje primerljivo donosnost (benchmark return), ki jo je mogoče doseči s pasivnim upravljanjem. Pozitiven koeficient kaže, da je bil z aktivnim upravljanjem portfelja dosežen boljši rezultat, kot bi ga lahko dosegli samo s pasivnim upravljanjem portfelja. Navedeni koeficient omogoča oceniti prispevek aktivnega upravljanja v primerjavi s primerljivo pasivno strategijo upravljanja naložb.

Zaključimo lahko z ugotovitvijo, da je Sharpov koeficient primeren način prikazovanja prilagojene donosnosti celotnega pokojninskega sklada za prevzeto tveganje, ni pa primerno merilo za posamezne dele portfelja.

#### 4.1.2.2) Tveganje delov portfelja

Posamezne dele portfelja pokojninskega sklada lahko upravljajo različni upravljavci z različnimi investicijskimi strategijami. Pogosto pa te investicijske strategije vodijo v oblikovanje več delov portfelja, ki pa niso dovolj diverzificirani. V kolikor skrbnik pokojninskega sklada oddaja premoženje v upravljanje več upravljavcem, je potrebno njihovo učinkovitost presojati samo na podlagi sistematičnega tveganja, kajti le tako se lahko izognemo kaznovanju upravljavcev za prevzemanje nesistematičnega tveganja, ki ga prevzemajo po želji skrbnika. Sistematično (tržno) tveganje je tveganje, ki se ga z



diverzifikacijo naložb ne da odpraviti. Merilo, ki donosnost prilagodi samo za sistematični del celotnega tveganja, je Treynorjev koeficient.

Treynorjev koeficient ne kaznuje upravljavca, ki v svoj portfelj uvršča le naložbe ožjega segmenta (npr. delnice velikih družb), temveč daje poudarek dodatnemu sistematičnemu tveganju, ki ga upravljavec prispeva k tveganju celotnega portfelja. Ker uporaba Treynorjevega koeficienta ne spodbuja upravljavca dela portfelja k oblikovanju raznovrstnega (diverzificiranega) portfelja naložb, mora za diverzifikacijo naložb poskrbeti upravljavec celotnega portfelja.

Podobno kot Sharpev koeficient lahko tudi Treynorjev koeficient razlagamo kot razmerje med donosnostjo in tveganjem. Negativna vrednost Treynorjevega koeficienta kaže na slabo upravljanje, uspešnost upravljavca pa lahko določimo le na podlagi primerjave z dosežki drugih upravljavcev ali primerljivega (benchmark) portfelja. Treynorjev koeficient je

$$TR_p = \frac{(R_{ap} - R_{af})}{\beta_p}$$

pri čemer sta  $R_{ap}$  in  $R_{af}$  aritmetični povprečji donosnosti dela portfelja in povprečne netvegane stopnje donosnosti obdobja,  $\beta_p$  pa koeficient beta portfelja za preučevano obdobje (Sharpe, 1990a, str. 749).

Predpostavimo, da je  $R_{ap}$  12% letno,  $R_{af}$  v enakem obdobju 2,4% in  $\beta_p$  0,9. Treynorjev koeficient znaša 0,1067, kar pomeni, da je za vsako dodatno enoto prevzetega tveganja portfelj pridobil 10,67% donosnost. Visoka vrednost Treynorjevega koeficienta v primerjavi z vrednostjo koeficienta drugih upravljavcev kaže, da je upravljavec dosegel nadpovprečne donosnosti. Žal pa nam Treynorjev koeficient ne pove, ali so dosežene donosnosti posledica usposobljenosti ali zgolj sreče.

#### 4.1.2.3) Tržno tveganje in aktivno upravljanje

Številni upravljavci izvajajo aktivno investicijsko politiko, s čimer skušajo doseči višje donosnosti, kot jih je mogoče doseči s pasivno strategijo upravljanja naložb določenega razreda (Preda, 1991, str. 368). Merjenje uspešnosti teh upravljavcev v doseganju "presežne donosnosti" zahteva najprej analizo njihovih naložbenih strategij, identifikacijo tveganja naložbenih strategij in ugotavljanje, ali so dosežene donosnosti višje od donosnosti, ki jo je mogoče doseči z enako tvegano pasivno strategijo upravljanja.

Jensen je razvil merilo uspešnosti upravljanja, ki podobno kot Treynorjev koeficient, upošteva, da posamezen del portfelja ne more biti tako diverzificiran kot celoten portfelj in se zato posveča odnosu med sistematičnim (tržnim) tveganjem in donosnostjo portfelja.

Jensenov koeficient lahko opredelimo kot razliko med donosnostjo portfelja in donosnostjo tržnega portfelja, prilagojeno za tveganje portfelja, ki ga preučujemo (Sharpe, 1990a, str. 744).

$$\alpha_p = R_{ap} - [R_{af} + \beta_p (R_{am} - R_{af})]$$

$\alpha_p$  je mera uspešnosti,  $\beta_p$  je ocena tržnega tveganja portfelja,  $R_{am}$  pa povprečna donosnost portfelja. Če je  $\alpha_p$  večja od nič, potem je tveganju prilagojena donosnost portfelja višja od donosnosti tržnega portfelja.

Predpostavimo, da je povprečna mesečna donosnost portfelja 1%, ocenjena  $\beta_p$  0,8, povprečna mesečna donosnost zakladnih menic 0,2% in povprečna mesečna donosnost tržnega portfelja 1%. V tem primeru znaša  $\alpha_p = 1 - ((0,2) + 0,8(1 - 0,2)) = 0,16\%$ .

Rezultat 0,16% pomeni, da je donosnost portfelja nad donosnostjo, ki bi jo lahko pričakovali ob upoštevanju tržnega tveganja. Ker tveganju prilagojena tržna donosnost znaša 0,64% nad donosnostjo zakladnih menic, je portfelj "premagal trg", saj tveganju prilagojena mesečna donosnost portfelja znaša 0,8% nad donosnostjo zakladnih menic.

Potrebno pa je opozoriti, da obstajajo statistični problemi z zanesljivostjo ocenjevanja  $\beta_p$ . Gre za problem ustrezne izbire primerljivega tržnega portfelja in predpostavko, da se s spremembo sestave portfelja ocenjena  $\beta_p$  bistveno ne spremeni. Slabost Jensenovega koeficienta je, da lahko daje popačeno sliko o učinkovitosti portfelja z vidika absolutnih vrednosti. Čeprav koeficient 2% na prvi pogled kaže na učinkovito upravljanje, pa bi v primeru padca vrednosti tržnega portfelja za 15% pomenilo, da je bil upravljavec sicer uspešnejši od trga, vendar je kljub temu realiziral izgubo.

Naslednji uporaben pristop za ocenjevanje tveganja aktivnega upravljanja je koeficient, ki sta ga razvila Treynor in Black (Sharpe, 1990a, str. 746):

$$A_p = \frac{\alpha_p}{SD(\varepsilon_p)}$$

pri čemer je  $\alpha_p$  merilo učinkovitosti in  $\varepsilon_p$  variabilnost donosnosti portfelja, ki je ni mogoče pojasniti s spreminjanjem izbranega tržnega ali primerljivega portfelja. Koeficient izkazuje tveganju prilagojeno presežno donosnost nad tržno donosnostjo za sprejeto nesistematično tveganje, ki ga je možno odpraviti z diverzifikacijo portfelja.

Koeficient (npr. 0,128) pove, da bi lahko upravljavec s prevzemanjem vsake dodatne enote tveganja, ki ga je mogoče odpraviti z diverzifikacijo, realiziral za 0,128% dodatno tveganju prilagojeno donosnost nad donosnostjo tržnega portfelja. Uspešni upravljavci dosegajo pozitivne vrednosti koeficientov, medtem ko neuspešni upravljavci dosegajo negativne vrednosti.

#### 4.1.3) Možne primerjave (benchmarks)

Za analiziranje uspešnosti upravljanja pokojninskega sklada oziroma za analiziranje uspešnosti upravljavca, ki upravlja z delom pokojninskega sklada, je potrebno opredeliti ustrezen primerljiv (benchmark) portfelj oziroma standard primerjave.

Analitiki, ki se ukvarjajo s preučevanjem učinkovitosti upravljanja pokojninskih skladov, za primerjavo pogosto uporabljajo borzne indekse ali dosežke drugih upravljavcev. V nadaljevanju bom pokazal, da imata oba navedena standarda svoje slabe strani. Ustrezna alternativa tem poenostavljenim pristopom je uporaba normalnega portfelja. Gre za teoretični portfelj, ki je sestavljen na podlagi investicijske politike portfelja, katerega učinkovitost preučujemo.

##### 4.1.3.1) Primerjave z indeksi

Kadar želimo preučevati učinkovitost upravljanja pokojninskega sklada na podlagi primerjave z borznimi indeksi, moramo biti pozorni na kar nekaj dejavnikov.

Prva težava pri uporabi indeksa je, da je pri izračunu donosnosti indeksa potrebno upoštevati reinvestiranje dividend. V praksi se je izkazalo, da je več organizacij, ki so izračunavale donosnost indeksa S&P 500 za posamezna leta, prišlo do različnih rezultatov (Logue, 1997, str. 169). Ena od možnih razlag za različne rezultate so lahko različne predpostavke glede reinvestiranja dividend (reinvestiranje v delnico, ki je prinesla dividendo, reinvestiranje v indeks, vprašanje tečaja, po katerem upoštevamo reinvestiranje: zaključni tečaj dne prejema dividende, ali začetni tečaj naslednjega dne). Čeprav ne gre za velike razlike med posameznimi izračuni, pa je potrebno poudariti, da prihaja do merljivih razlik pri izračunavanju donosnosti borznega indeksa, čeprav bi verjetno večina opazovalcev soglašala, da gre za nedvoumno zadevo.

Naslednji problem z uporabo indeksa je, da indeks ni vedno ustrezna primerjava za portfelj, katerega učinkovitost preučujemo. Gre za vprašanje izbire indeksa s primerljivo stopnjo tveganja, kot je tveganje portfelja, ki ga preučujemo. Uporaba indeksa, kot primerjave, predpostavlja, da indeks obsega učinkovit portfelj naložb (indeks nudi najvišjo možno donosnost za njegovo stopnjo tveganja). Če indeks ni učinkovit, so lahko rezultati preučevanja učinkovitosti popolnoma drugačni od rezultatov pri uporabi učinkovitega indeksa.

Nenazadnje se indeksi med seboj razlikujejo po načinu sestave. Nekatere se izračunava na podlagi tehtanja s kapitalizacijo delnic, pri drugih pa so posamezne delnice enakomerno zastopane. Navedeno dejstvo je seveda potrebno upoštevati pri izbiri ustreznega indeksa.

#### 4.1.3.2) Primerjava z drugimi upravljavci

Analitiki pogosto merijo učinkovitost upravljavca pokojninskega sklada tudi tako, da izberejo nekaj podatkov o njegovi uspešnosti (npr. donosnost in tveganje) in jih primerjajo s podatki drugih upravljavcev. Pri tej metodi moramo opozoriti na tri slabosti.

Metoda je ustrezna le v primeru, če vsi upravljavci, ki jih zajamemo v primerjavi, uporabljajo enake investicijske politike (npr. investiranje v delnice rastočih podjetij z majhno tržno kapitalizacijo). Ker pa skušajo upravljavci navadno v določenem obdobju investicijske cilje doseči tudi s spreminjanjem investicijske politike, lahko postane oblikovanje skupin primerljivih upravljavcev problematično (Dietz, 1990, str. 31).

Naslednja slabost metode je popačenje zaradi preživetja (survivorship bias). Pri analiziranju podatkov o učinkovitosti upravljavcev skozi neko daljše obdobje, zajamemo seveda samo tiste upravljavce, ki so bili dovolj uspešni, da so preživeli v konkurenčnem okolju. Zato slabi upravljavci s slabimi rezultati ne bodo proporcionalno vključeni v podatkih, za katere menimo, da so reprezentativni podatki za standard učinkovitosti.

Rezultate, ki jih dobimo na podlagi primerjave različnih upravljavcev, je težko razlagati na uporaben način, saj se vrstni red upravljavcev lahko spreminja iz obdobja v obdobje. Potrebno je poudariti, da se rangiranje upravljavcev po donosnosti mnogokrat razlikuje od rangiranja upravljavcev po tveganju.

Navede omejitve je seveda potrebno upoštevati pred oblikovanjem odločitve o izbiri upravljavca.

#### 4.1.3.3) Primerjave z normaliziranim portfeljem

V zadnjih letih so številni raziskovalci kritizirali tveganju prilagojene mere uspešnosti, zato ker predpostavljajo, da je celotno tveganje ustrezno tveganje za portfelj (kar pa ne

velja za del portfelja velikega pokojninskega sklada) oziroma, ker sta statistični meri  $\alpha_p$  in  $\beta_p$  odvisni od izbire približka za donosnost tržnega portfelja.

Predpostavljajmo, da je investicijska politika upravljavca zelo ozko opredeljena, in da mu dopušča samo naložbe v delnice z visokim razmerjem med knjigovodsko in tržno vrednostjo. Ob tej omejitvi je zelo verjetno, da upravljavec ne bo mogel oblikovati ustrezno diverzificiranega portfelja. Zato Sharpov koeficient ne bo ustrezna mera za presojanje učinkovitosti upravljavca.

Podobno se zgodi, če je sestava borznega indeksa kot približek tržnega portfelja v nepopolni korelaciji z vsemi delnicami z visokim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo, potem statistično ocenjeni parametri ( $\alpha$  in  $\beta$ ) ne povedo kaj dosti. Zato nam tudi Treynor – Jensenov koeficient in Treynor – Blackov koeficient ne bosta v pomoč pri presojanju učinkovitosti zadevnega upravljavca.

Z namenom preseči naveden problem in probleme povezane z borznimi indeksi in primerjavami z drugimi upravljavci, so nekateri analitiki predlagali uporabo normaliziranih portfeljev.

Normaliziran portfelj sestavljajo vse delnice, ki so upravljavcu na razpolago za naložbe v skladu z investicijsko politiko. Normaliziran portfelj predstavlja vse razpoložljive donosnosti, ki jih je mogoče doseči s naključnim izbiranjem razpoložljivih naložb (Dietz, 1990, str. 32).

Ponovno predpostavljajmo, da opredeljena investicijska politika upravljavcu dovoljuje samo naložbe v delnice z visokim razmerjem med knjigovodsko in tržno vrednostjo. Doseženo donosnost upravljavca lahko primerjamo samo z donosnostjo portfelja, v katerem so delnice z razmerjem med knjigovodsko in tržno vrednostjo nad določeno vrednostjo. Če je dosežena donosnost upravljavca višja od donosnosti primerljivega portfelja, potem lahko ugoden rezultat pripišemo upravljavčevim sposobnostim.

Ocenjevanje učinkovitosti upravljanja na podlagi normaliziranih portfeljev pridobiva na priljubljenosti, ker se spretno izogiba nekaterim težkim teoretičnim vprašanjem (npr. koliko faktorjev tveganja je relevantnih) in nekaterim statističnim problemom (kakšno je optimalno obdobje merjenja). Uporabo dodatno olajšuje razpoložljivost podatkov in uporaba računalnikov, kar omogoča lažje oblikovanje normaliziranih portfeljev.

Uporaba normaliziranega portfelja omogoča oceniti, kako učinkovit je upravljavec v okviru opredeljene investicijske politike. Njena prednost je, da omogoča opredelitev

pričakovanj preden le ta postanejo dejstvo. Zato je uporabno komunikacijsko orodje. Uporaba te metode ima tudi to lastnost, da spodbuja upravljavce, da sledijo vnaprej začrtani investicijski politiki.

Čeprav so lahko Sharpov, Jensenov ali Treynorjev koeficient ustrezne mere za presojo kvalitete izbire naložb, niso primerni za ocenjevanje uspešnosti upravljavcev, ki so omejeni z ozko opredeljenimi strategijami. Na trgih obstaja vse preveč popačenj, ki jih te mere lahko ne zajamejo.

#### 4.1.4) Elementi investicijske uspešnosti

Da bi lahko ugotovili, ali so bile sprejete odločitve dobre ali ne, moramo najprej razumeti, zakaj so dejanske donosnosti take kot so. Dosedaj obravnavane mere investicijske uspešnosti pokažejo ali je portfelj A uspešnejši od portfelja B ali učinkovitejši od trga, vendar ne odkrijejo vzroka razlik. Prav tako ne pokažejo, koliko dosežene donosnosti je rezultat pasivne izpostavljenosti različnim vrstam naložb in koliko dosežene donosnosti je rezultat aktivnega upravljanja.

Nadpovprečno investicijsko uspešnost lahko pripišemo naslednjima aktivnima strategijama (Logue, 1997, str. 174):

- izbira naložb: izbira posameznih delnic in obveznic, za katere upravljavec meni, da so podcenjene,
- tržno tempiranje: nadpovprečno investiranje v delnice (obveznice), kadar se pričakuje njihova nadpovprečna donosnost.

Obstajajo modeli, s katerimi lahko ugotovimo, kaj je vzrok investicijske uspešnosti pokojninskega sklada (izpostavljenost primerljivemu (benchmark) portfelju, izbira naložb ali tržno tempiranje). Primerljiv (benchmark) portfelj predstavlja donosnost, ki jo lahko pripišemo pasivni izpostavljenosti posameznim razredom naložb. Namen nadaljne analize je, na podlagi preučitve učinkov (aktivnih) investicijskih odločitev, odkriti, zakaj se dejanske donosnosti portfelja razlikujejo od donosnosti primerljivega (benchmark) portfelja.

Prikažimo ugotavljanje elementov investicijske uspešnosti na primeru. Predpostavljajmo, da je donosnost pokojninskega sklada, ki ima 70% naložb v delnicah in 30% naložb v obveznicah, v preučevanem obdobju znašala 25%. Predpostavljajmo, da se je vrednost portfelja delnic povečala za 30% in vrednost portfelja obveznic za 13,3%.

Da bi lahko določili, kolikšen del dosežene donosnosti gre pripisati izbiri naložb in kolikšen del tržnemu tempiranju, potrebujemo podatke o investicijski politiki in investicijski uspešnosti pasivno upravljanih portfeljev. Predpostavljajmo, da je strateška

alokacija naložb pokojninskega sklada 60% naložb v delnice in 40% naložb v obveznice. Nadalje predpostavljajmo, da se je vrednost primerljivega portfelja delnic povečala za 25% in primerljivega portfelja obveznic za 15%. Z uporabo navedenih podatkov lahko določimo elemente investicijske uspešnosti. V četrti kvadrant vnesemo dejansko donosnost pokojninskega sklada (25%). V prvi kvadrant vnesemo donosnost, ki bi jo upravljavec realiziral ob strogem spoštovanju strateške alokacije naložb in z naložbo v indeksni sklad  $(0,25*0,6 + 0,15*0,4) = 21\%$ . V tretji kvadrant vnesemo rezultat, ki bi ga upravljavec dosegel s sledenjem strateške alokacije naložb (60% naložb v delnice in 40% naložb v obveznice), vendar z aktivno izbiro naložb, ki upravljavcu omogoča, da v portfelju zadrži trenutno izbrane naložbe  $(0,3*0,6 + 0,133*0,4) = 23,3\%$ . Tretji kvadrant zato izolira sposobnost upravljavca, da izbere naložbe, ki omogočajo doseganje nadpovprečne donosnosti. Drugi kvadrant vsebuje donosnost, ki bi jo dosegli z dejansko alokacijo naložb (70% v delnice in 30% v obveznice) in z investiranjem v primerljive (benchmark) portfelje, namesto da bi zadržali dejansko izbrano sestavo naložb. Navedeno omogoča izločitev vpliva odločitev tržnega tempiranja  $(0,25*0,7 + 0,15*0,3) = 22\%$ .

Preglednica 4.1: Elementi investicijske uspešnosti

**Izbira naložb**

		Aktivna izbira naložb	Pasivna izbira naložb
<b>Tržno Tempiranje</b>	Aktivno tržno tempiranje	<p><b>IV</b></p> <p>Dejanska donosnost 25%</p> <p><math>(0,3*0,7) + (0,133*0,3)</math></p>	<p><b>II</b></p> <p>Učinek tržnega tempiranja 22%</p> <p><math>(0,7*0,25) + (0,3*0,15)</math></p>
	Pasivno tržno tempiranje	<p><b>III</b></p> <p>Učinek aktivne izbire naložb 23,30%</p> <p><math>(0,3*0,6) + (0,133*0,4)</math></p>	<p><b>I</b></p> <p>Donosnost primerljivega pasivnega portfelja 21%</p> <p><math>(0,25*0,6) + (0,15*0,4)</math></p>

Učinki aktivnega upravljanja

Učinek tržnega tempiranja	II – I	22% - 21%	= 1%
Učinek aktivne izbire naložb	III – I	23,3% - 21,%	= 2,3%
Ostali faktorji	IV – III – II + I	25% - 23,3% - 22% + 21%	= 0,7%
Skupaj		25% - 21%	= 4%

Vir: Logue, 1997, str. 175

Celoten učinek aktivnega upravljanja znaša 4 odstotne točke, kajti dejanska donosnost presega donosnost primerljivega pasivnega portfelja za 4 odstotne točke (25% - 21%). Učinek tržnega tempiranja znaša 1 odstotno točko (22% - 21%), učinek izbire naložb pa 2,3 odstotne točke (23,3% - 21%), medtem ko gre preostale 0,7 odstotne točke pripisati

ostalim faktorjem (25% - 23,3% - 22% + 21%). Nadaljna analiza bi pokazala, da je bila aktivna politika izbire obveznic neučinkovita, saj je dosežena donosnost portfelja obveznic nižja od donosnosti primerljivega portfelja. Nižji delež obveznic v portfelju, glede na dolgoročni delež (30% namesto 40%), pa je zmanjšal vpliv slabe izbire obveznic na donosnost celotnega portfelja.

Za zaključek poglavja o merjenju investicijske uspešnosti navajam podatke o doseženi donosnosti pokojninskih skladov v obdobju od leta 1966 do leta 1990.

Preglednica 4.2: Realne donosnosti pokojninskih skladov in standardni odkloni  
(v %, merjeno v domači valuti)

Država (donosnost in standardni odklon)	1966-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	Povprečje 1966-90
Velika Britanija	4,2	-2,8	4,9	12,4	10,1	5,8
Združene države Amerike	11,5	19,4	5,2	7,3	12,7	12,5
Nemčija	-5,4	-0,8	-1,9	8,1	11,2	2,2
Japonska	6,5	13,8	6,9	13	12,2	11,9
Kanada	5	3,3	3,3	7,7	6,3	5,1
Danska	3,3	2,7	4,4	4,9	5,9	4,4
Švedska	0,1	-0,5	-1,2	10,9	13,8	4
Švica	5,3	10,9	5,3	2,1	7,8	9,4
Avstralija	-3,3	-1,2	-1	6,1	7,9	1,6
	1,4	11,7	4	15,1	6,7	9,8
	-1,9	-1,3	0,8	17,7	-1,8	3,6
	8,7	12,7	4,4	14,6	10,3	12,7
	1,2	-3,5	-5,3	3,9	4,7	0,2
	8,2	6,7	5,6	4,9	9,3	7,6
	0,8	-0,5	4	3	-0,2	1,5
	0	6,3	8	5,4	7,2	6,4
	-	-9,2	0,8	6,2	8,7	1,6
	-	22,6	7,6	12,2	8	14,7

Vir: Davis, 1995, str. 150

Dosežene donosnosti pokojninskih skladov po posameznih državah so odvisne predvsem od sestave naložb skladov in razmer (donosnosti) na nacionalnih finančnih trgih.

V obdobju 1971-1975 so vsi pokojninski skladi, z izjemo nemških, beležili negativne realne donosnosti. Na Danskem, v Kanadi in Združenih državah Amerike so pokojninski skladi beležili negativne donosnosti tudi pred letom 1970. V obdobju 1980-85 je prišlo do preobrata, saj so pokojninski skladi pomembno izboljšali svojo učinkovitost.

Lahko bi dejali, da petletna obdobja za analizo uspešnosti niso ustrezna, saj je investicijski horizont pokojninskega sklada bistveno daljši, glede na dejstvo, da so člani pokojninskega sklada vanj vključeni v aktivnem obdobju, ki traja trideset do štirideset let. Kljub vsemu



pa iz podatkov izhaja, da so pokojninski skladi v vseh državah v obdobju od 1966-1990 leta uspeli realizirati pozitivne realne donosnosti, ki so se v povprečju gibale od 0,2% na Švedskem do 5,8% v Veliki Britaniji.

#### 4.2) IZBOLJŠANJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI

Večina pokojninskih skladov lahko izboljša investicijsko uspešnost (doseže višje donosnosti). Čeprav so poti do navedenega cilja lahko različne, je ena izmed možnih poti naslednja:

- Z uporabo mer uspešnosti je potrebno oceniti, ali strateška alokacija naložb omogoča doseganje postavljenih ciljev, kajti strateška alokacija naložb je dolgoročno najpomembnejši faktor investicijske uspešnosti.
- Raziskovalci še niso potrdili učinkovitosti tržnega tempiranja, zato naj bodo upravljavci pri uporabi tržnega tempiranja previdni.
- Posebej se je potrebno posvetiti transakcijskim stroškom. Splošno načelo, ki ga je potrebno upoštevati je, da se je potrebno izogibati transakcijam, razen če pričakovane koristi transakcije ne odtehtajo njenih stroškov.
- Potrebno je preučiti okolje, v katerem se sprejemajo investicijske odločitve. Ali gre za okolje, ki promovira smotno prevzemanje tveganj in uporabo dognanj investicijske teorije, ali pa se odločitve sprejemajo brez prevzemanja odgovornosti in obveznosti. V slednjem primeru je potrebno spremeniti proces odločanja.

##### 4.2.1) Uporaba mer uspešnosti

Z uporabo mer uspešnosti analiziramo zgodovinske podatke o poslovanju pokojninskega sklada. Zgodovinski podatki se pravilno ali pa tudi nepravilno uporabljajo za različne namene: za napovedovanje bodočih rezultatov, za izbiranje upravljavcev in za ocenjevanje učinkovitosti investicijske politike. Izkušnje kažejo, da sami podatki o zgodovinski učinkovitosti sklada niso toliko pomembni, temveč da je potrebno več pozornosti posvetiti naslednjim vprašanjem:

- ali upravljavec sledi investicijski politiki,
- ali bo obstoječa investicijska politika omogočila doseganje postavljenih ciljev pokojninskega sklada,
- ali je izmerjena nadpovprečna ali podpovprečna investicijska uspešnost rezultat sposobnosti upravljavca, ali pa je le posledica sreče.

Čeprav lahko trdimo, da zgodovinski podatki o uspešnosti upravljavcev ne morejo napovedovati njihove bodoče uspešnosti, se verjetno ne bomo odločili za upravljavca, ki je v preteklosti dosegal podpovprečne, ali celo slabe rezultate. Lahko bi predpostavili, da je slaba investicijska uspešnost posledica številnih faktorjev, ki niso zaželeni. Upravljavec je

lahko pri svojih odločitvah pogosto odstopal od predvidene investicijske politike, lahko so vzrok previsoki stroški, povezani s prekomernim številom transakcij, ali pa neučinkovitosti, ki jih je upravljavec s pridom izkoriščal, ne obstajajo več. Če ugotovimo, da nobeden od navedenih faktorjev ni vzrok slabe investicijske uspešnosti, je verjetno razlog slabe investicijske uspešnosti neustrezna investicijska politika, ali zgolj nesreča.

Najtežje pa je seveda ugotoviti, ali je dosežen rezultat upravljavca posledica njegove sposobnosti ali zgolj sreče. Nekateri teoretični pristopi skušajo na navedeno vprašanje odgovoriti s pomočjo uporabe pričakovanj upravljavcev glede donosnosti in tveganj posameznih naložb.

Čeprav podatki o zgodovinski uspešnosti ne napovedujejo bodoče uspešnosti, so koristni, ker omogočajo analiziranje posledic sprejetih odločitev.

#### 4.2.2) Faktorji, ki vplivajo na investicijsko uspešnost

Izogibanje faktorjem, ki poslabšujejo investicijsko uspešnost pokojninskega sklada, je prvi razumen korak k izboljšanju investicijske uspešnosti. Obstaja več faktorjev, ki lahko negativno vplivajo na investicijsko uspešnost. Med njimi so najpomembnejši: tržno tempiranje, prekomerno število transakcij in regulativa.

Ali je smotno, da ima pokojninski sklad v določenem obdobju večji delež posamezne naložbe kot to določa strateška alokacija naložb?

Raziskovalci Berkowitz, Finney in Logue so leta 1988 ugotovili, da večja kot je variabilnost pri sestavi naložb pokojninskega sklada, slabša je investicijska uspešnost pokojninskega sklada. Zaključili so, da tržno tempiranje vodi k višjim stroškom in prevzemanju večjega tveganja glede na dosežene učinke (Logue, 1997, str. 196).

Nekateri ocenjujejo, da investicijsko uspešnost pokojninskega sklada poslabšuje prekomerno število transakcij, saj je vsaka transakcija povezana s stroški posredniške provizije in stroški plačilnega prometa. Pri velikih transakcijah pa lahko nastane tudi dodaten strošek, ki je posledica dejstva, da sklad, zaradi kratkotrajne presežne ponudbe, ali presežnega povpraševanja, transakcije ne more realizirati po ravnotežni ceni. Raziskovalci niso mogli dokazati, da bi večje število transakcij nujno povzročilo slabšo investicijsko uspešnost, dejstvo pa je, da mora biti korist transakcije, katere namen je izkoristiti najnovejše tržne informacije, večja od njenega stroška, da bi bila sprejemljiva.

Ali predpisi o poslovanju pokojninskih skladov vplivajo na investicijsko uspešnost ?

Del Guercio (v Logue, 1997, str. 198) je pokazala, da predpisi o naložbeni politiki investicijskih skladov (prudent investor rules) lahko povzročijo, da upravljavci preferirajo naložbe, katere sodišča in širša javnost dojemajo kot varne in primerne naložbe. Kot varne in primerne naložbe je opredelila naložbe v delnice velikih družb z visoko bonitetno oceno. S preferiranjem teh naložb pa lahko seveda upravljalci zamudijo ugodne investicijske priložnosti, za katere je značilno, da gibanje njihovih cen pogosto ni (visoko) povezano z gibanjem cen varnih delnic velikih družb. Nadalje, spodbujanje naložb, ki so splošno sprejete kot primerne naložbe, vodi k nakupom včerajšnjih zmagovalcev in izogibanju včerajšnjih poražencev, kar pa se v naslednjem obdobju lahko spremeni.

## 5) UPRAVLJANJE S TVEGANJI

Pojem investiranja je povezan s prihodnostjo, pomembna značilnost prihodnosti pa je njena negotovost. Ker je prihodnost negotova, so tudi prihodnji donosi naložb (finančnih in realnih) negotovi.

Pojem gotovosti pomeni, da je pričakovani prihodnji donos naložbe vedno enak dejanskemu. V praksi obstaja zelo malo naložb, za katere lahko rečemo, da bo investitor z gotovostjo realiziral pričakovani donos. Takšne naložbe so državne obveznice nekaterih gospodarsko najstabilnejših držav, kadar jih imetniki ne prodajo pred dospetjem. Pojem tveganja je relevanten za vse ostale vrste naložb. Pri teh naložbah prihodnji donosi niso poznani z gotovostjo, temveč lahko zavzamejo različne vrednosti, in sicer vsako med njimi z določeno verjetnostjo. Oblikuje se verjetnostna porazdelitev prihodnjih donosov (Mramor, 1994, str. 74).

Čeprav ima pojem tveganje dandanes običajno negativen prizvok (možnost, da se zgodi nekaj slabega), se v financah običajno uporablja v pomenu, ki ga je prvotno imela latinska beseda risicum (Mramor, 1994, str. 75). Njen pomen se ni omejeval samo na nesrečne, temveč je opisoval tudi srečne rezultate sicer vnaprej negotovih dogodkov. Skratka, s pojmom tveganje opisujemo negotove pričakovane donose, ki bodo lahko boljši ali slabši od pričakovanih, pri čemer nam je verjetnost teh boljših ali slabših rezultatov poznana. Tveganje je odvisno od verjetnosti, da bodo pričakovani donosi enaki dejanskim. Čim večja je ta verjetnost, tem manjše je tveganje in obratno.

Odnos investitorjev do tveganja je precej različen. Glede na njihov odnos do tveganja, lahko investitorje razdelimo v tri skupine (Ribnikar, 1990, str. 164):

- investitorji, ki so nevtralni glede tveganja,
- investitorji, ki želijo tvegati,
- investitorji, ki ne želijo tvegati.

Raziskave v državah z razvitim finančnim sistemom kažejo, da v povprečju investitorji tveganju niso naklonjeni. Zato na trgu kapitala praviloma velja, da dosega posamezne naložbe tem višje cene, čim večja je verjetnost, da bodo njihovi prihodnji pričakovani donosi enaki dejanskim. Če so ostali dejavniki nespremenjeni, bodo investitorji med dvema naložbama vedno izbrali tiso, ki bo imela pri enakem pričakovanem donosu manjše tveganje oziroma, pri enakem tveganju, večji pričakovani donos.

Pri finančnih naložbah lahko tveganje obravnavamo z več vidikov. Finančno naložbo lahko obravnavamo kot edino naložbo investitorja ali pa jo obravnavamo kot eno izmed naložb njegovega portfelja.

### 5.1) TVEGANJE POSAMEZNE NALOŽBE

Tveganje posamezne naložbe je tveganje, ki se mu investitor izpostavlja, če je ta naložba njegova edina naložba. Večje ko je tveganje naložbe, večji pričakovani donos zahteva investitor kot nadomestilo za sprejeto tveganje. Postavlja se vprašanje, kateri izmed možnih prihodnjih donosov naložbe je pričakovan. Vsi možni donosi naložbe in verjetnosti nastanka teh donosov tvorijo verjetnostno porazdelitev donosov. Pričakovani donos je tisti donos naložbe, ki je najbolj verjeten. Izračunamo ga kot tehtano aritmetično sredino možnih donosov. Pri tem izračunu so uteži verjetnosti nastanka posameznih možnih donosov (Mramor, 1994, str. 77).

#### 5.1.1) Merjenje tveganja posamezne naložbe

Tveganje posamezne naložbe je povezano z verjetnostno porazdelitvijo možnih donosov. Bolj sploščena krivulja verjetnostne porazdelitve donosov nakazuje možnost nastopa donosnosti na širokem intervalu in je zato povezana z večjim tveganjem.

Najpogosteje se, kot meri odstopanja možnih donosnosti od pričakovane donosnosti, uporabljata varianca in standardni odklon donosov. Čim večje je izmerjeno odstopanje, večja je verjetnost, da prihodnji donos ne bo enak pričakovanemu in s tem tudi tveganje naložbe. Varianca je opredeljena kot tehtana vsota kvadratov odklonov možnih donosov od pričakovanega donosa, kot uteži pa nastopajo pripadajoče verjetnosti možnih donosov. Standardni odklon je kvadratni koren variance.

Na ustreznost variance in standardnega odklona, kot mere tveganja, vpliva velikost možnih donosov naložb, ki jih med seboj primerjamo. Problem primerljivosti rešujemo tako, da za mero tveganja izračunamo koeficient variacije kot delež standardnega odklona v pričakovanem donosu. Večji delež pomeni večje tveganje (Mramor, 1994, str. 82).

## 5.2) POSAMEZNA NALOŽBA KOT DEL PORTFELJA NALOŽB IN NJENO TVEGANJE

Ponavadi investitor ne naloži svojih prostih sredstev le v eno finančno naložbo, ampak v več naložb (Mramor, 1993, str. 102). V tem primeru dejstvo, da vrednost posamezne naložbe (npr. obveznice), ki je v njegovem portfelju, narašča ali pada, ni tako pomembno. Pomembna sta donosnost njegovega portfelja kot celote in tveganje tega portfelja.

Tveganje in donosnost posamezne naložbe se analizira z vidika vpliva posamezne naložbe na tveganje in donosnost portfelja, katerega del je ta naložba. Pričakovani donos portfelja, sestavljenega iz več naložb, je tehtana aritmetična sredina pričakovanih donosov posameznih naložb, kjer kot uteži nastopajo deleži celotnega portfelja, ki so naloženi v posamezno naložbo.

### 5.2.1) Merjenje tveganja posamezne naložbe v portfelju naložb

Teorija uči, da lahko investitor z diverzifikacijo premoženja v več naložb zmanjša tveganje. Višina vpliva razpršitve premoženja na tveganje portfelja je odvisna od povezanosti donosov različnih možnih naložb. Pri večji povezanosti donosov naložb je tveganje portfelja večje. Povezanost donosov merimo s kovarianco ali pa s korelacijskim koeficientom. Kovarianca lahko zavzame bolj ali manj poljubno negativno, ali pozitivno vrednost, korelacijski koeficient dveh naložb pa je kovarianca normirana z dvema variancama in zato lahko zavzame le vrednosti na intervalu od  $-1$  do  $+1$ .

Poleg povezanosti možnih donosov naložb na tveganje portfelja vpliva tudi delež premoženja naloženega v posamezno naložbo. Zato moramo pri izračunu variance portfelja naložb upoštevati delež premoženja naloženega v vsako naložbo in povezanost donosov naložb.

Popolne diverzifikacije, s katero bi tveganje popolnoma odpravili, ne moremo doseči, ker donosi naložb med seboj niso popolnoma negativno povezani. Ker pa donosi niso povezani popolnoma pozitivno, se z večanjem števila naključno izbranih naložb tveganje portfelja zmanjšuje. Iz empiričnih preučevanj sledi, da diverzifikacija premoženja v dodatne naložbe zmanjšuje variabilnost donosov portfelja, vendar pa se učinki diverzifikacije hitro zmanjšujejo z večanjem števila naložb. Prvih 10 do 15 naključno izbranih naložb prinese veliko večino zmanjšanja tveganja portfelja, učinki dodatnih naložb pa so zelo majhni (Mramor, 1994, str. 87). Tveganje portfelja, ki ga je z diverzifikacijo možno odpraviti, imenujemo nesistematično tveganje. Nesistematično tveganje je povzročeno s poslovnimi dogodki povezanimi s posameznim podjetjem (podpis pomembne pogodbe, stavka,..), katerih nastanek je popolnoma naključen. Prav

zato je možno z naključno izbiro več naložb njihove učinke na portfelj odpraviti z diverzifikacijo: učinek neželenega dogodka v enem podjetju se bo nevtraliziral z učinkom ugodnega poslovnega dogodka v drugem podjetju.

Preostalo tveganje, ki ga z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti, je sistematično tveganje. Sistematično oziroma tržno tveganje izhaja iz splošnih faktorjev, ki imajo na večino podjetij enak vpliv: višina obrestnih mer, rast cen, recesija, vojna. Sistematično tveganje je odvisno od splošnih pogojev gospodarjenja in ga zato z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti.

Z diverzifikacijo pa se ne spreminja samo tveganje, ampak tudi pričakovani donos portfelja. Ker oba faktorja vplivata na višino premoženja, je cilj diverzifikacije, poleg zmanjšanja tveganja, tudi poiskati kombinacije med pričakovanimi donosi in tveganjem, ki predstavljajo čim večjo vrednost premoženja.

#### 5.2.1.1) CAPM model določanja zahtevane stopnje donosa naložb

CAPM (Capital Asset Pricing Model) je prvi in najbolj splošno uporabljan model za določanje zahtevane stopnje donosnosti naložbe. Temeljna trditev CAPM modela je naslednja: posamezna naložba v portfelju je tvegana toliko kot prispeva k tveganju celotnega portfelja naložb.

Relevantno tveganje naložbe je tisto, ki se z diverzifikacijo ne da odpraviti - njeno tržno tveganje. Tržno tveganje naložbe odseva prispevek tveganja posamezne naložbe k tveganju portfelja. Model temelji na predpostavki, da je zahtevana donosnost posamezne naložbe ( $R_i$ ) enaka vsoti netvegane stopnje donosnosti ( $R_f$ ) in premije za tveganje (Sharpe, 1990a, str 227):

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) \cdot \beta_i$$

Netvegano stopnjo donosnosti ( $R_f$ ) določimo na osnovi donosnosti najmanj tveganih naložb - državnih dolžniških vrednostnih papirjev. Premija za tveganje odseva le tržno tveganje. Premija za tveganje je odvisna od tržne premije za tveganje in koeficienta beta ( $\beta$ ) naložbe.

Tržna premija za tveganje se izračuna kot razlika med zahtevano donosnostjo tržnega premoženja ( $R_m$ ) in netvegano stopnjo donosnosti ( $R_f$ ).

Tržno premoženje je premoženje, sestavljeno iz vseh na trgu razpoložljivih naložb, delež premoženja, ki je naložen v posamezno naložbo, pa je enak deležu celotne tržne vrednosti naložbe v skupni tržni vrednosti vseh naložb.

Koeficient beta meri variabilnost naložbe relativno na variabilnost povprečne naložbe na trgu. Koeficient beta 1 pomeni, da se bo ob povečanju vrednosti povprečne naložbe na trgu za 10 % za enak odstotek povečala tudi vrednost preučevane naložbe.

Zaradi predpostavk modela obstajajo dvomi o njegovi uporabnosti. Predpostavke modela so naslednje (Sharpe, 1990a, str. 195):

- investitorji vrednotijo portfelje s preučevanjem pričakovanih donosov in standardnih odklonov portfelja,
- ob ostalem nespremenjenem bo investitor izbral portfelj z višjo pričakovano donosnostjo,
- ker so investitorji tveganju nenaklonjeni, izberejo, ob ostalih nespremenjenih pogojih, portfelj z nižjim standardnim odklonom,
- možne naložbe so popolnoma deljive,
- investitor si lahko vedno izposodi, ali posodi, denar po obrestni meri, ki je enaka netvegani stopnji donosnosti,
- ni davkov in transakcijskih stroškov,
- netvegana stopnja donosnosti je za vse investitorje enaka,
- investitorjem so vedno na razpolago vse informacije, ki jih ni potrebno plačati,
- investitorji imajo homogena pričakovanja: njihova predvidevanja, glede pričakovanih donosov, standardnih odklonov in kovarianc vrednostnih papirjev, so enaka,
- časovni horizont vseh investitorjev je enak.

Kljub nekaterim dvomom o uporabnosti modela zaradi njegovih predpostavk, večina empiričnih testov kaže, da je CAPM uporaben model, ki zadovoljivo pojasnjuje stvarnost. Zaradi ugodnih rezultatov empiričnih testov, preprostosti in velike potrebe po takšnem modelu se je njegova uporaba v praksi zelo razširila.

#### 5.2.1.2) APT (Arbitrage Pricing Theory)

APT model je alternativa CAPM modelu, ki ga je Stephen A. Ross predstavil leta 1976 (Sharpe, 1990a, str. 249). Kot slabost CAPM modela se med drugim navaja tudi problem dobrega vzorca teoretičnega tržnega premoženja. Premoženje, sestavljeno iz delnic, ki kotirajo na borzi, je, po mnenju nekaterih, nereprezentativen vzorec teoretično pravilnega tržnega premoženja. Tako je lahko izračun tveganja posamezne naložbe s pomočjo takšnega vzorca tržnega premoženja neustrezen.

Model je v preprosti obliki podoben CAPM modelu:

$$R_i = R_f + \beta_i \cdot \lambda$$

Količina  $\lambda$  je tudi v tem modelu tržna premija za tveganje.  $\lambda$  je vrednost tržne premije za tveganje, ki jo lahko pripišemo tistemu faktorju tveganja, katerega sprememba najbolj vpliva na donosnost vseh, na trgu razpoložljivih, naložb. Koeficient  $\beta_i$  tudi v tem modelu predstavlja sistematično tveganje, ki pa je izmerjeno kot občutljivost donosnosti posamezne naložbe na vrednosti faktorja tveganja.

Pri CAPM modelu je faktor tveganja določen (tržno premoženje), pri APT modelu pa faktor ni določen. Prav tako lahko pri APT modelu nastopa več faktorjev tveganja, medtem ko je pri CAPM modelu faktor tveganja le eden. Zato je splošna enačba APT modela naslednja:

$$R_i = R_f + \beta_{i,1}\lambda_1 + \dots + \beta_{i,n}\lambda_n$$

Vrednosti  $\lambda_j$  predstavljajo premije za tveganje, ki se nanašajo na posamezne faktorje tveganja, koeficienti  $\beta_{i,j}$  pa predstavljajo občutljivost donosnosti naložbe na vsakega izmed faktorjev tveganja.

Dosedanje empirične raziskave kažejo, da so rezultati APT nekoliko boljši od rezultatov CAPM modela (Sharpe, 1990a, str. 265).

### 5.3) UPRAVLJANJE S TVEGANJI PRI POKOJNINSKIH SKLADIH

Upravljanje s tveganji obsega strategije, katerih namen je omejevati določeno tveganje (hedge - pokrivanje tveganja) ali povečati pričakovani donos s povečanjem izpostavljenosti sklada posameznemu faktorju tveganja.

Upravljanje s tveganji si lahko predstavljamo kot premikanje po premici, ki obsega množico vseh možnih kombinacij med pričakovano donosnostjo in tveganjem in proces izbire zelene kombinacije.

Pri upravljanju s tveganji ločimo strategije, ki so tveganju nenaklonjene (fully hedged). Za njih je značilno nizko tveganje in nizka pričakovana donosnost. Drugo skrajnost pa predstavljajo strategije, ki jih opredeljujemo kot špekulativne. Za špekulativno strategijo je značilno prevzemanje izjemno visokih tveganj z namenom realizirati visoke donosnosti.



V praksi se naložbene strategije oblikujejo med obema skrajnostima. Preudarno upravljanje s tveganji se prične z analiziranjem naložbenih ciljev, ki vodijo k izbiri določene strategije in preučevanjem posledic izbrane strategije naložb.

#### 5.3.1) Opredelitev tveganj pri poslovanju pokojninskega sklada in upravljanje s tveganji

Logue opredeljuje naslednja tveganja pri poslovanju pokojninskih skladov: naložbeno tveganje, skupno tveganje, tveganje spremembe obrestne mere, valutno tveganje, tveganje izpostavljenosti in tveganje splošne ravni cen (Logue, 1997, str. 206).

Učinkovitost upravljanja s tveganji je odvisna od določitve vrste tveganja, ki ga želimo upravljati in od izbire strategije upravljanja s tveganji. Izbira strategije upravljanja s tveganji je odvisna od opredelitve cilja, ki ga želimo doseči: zmanjšati tveganje, ali povečati pričakovani donos. Danes velja splošno prepričanje, da je bolje predvideti tveganja in določiti pravo mero izpostavljenosti tveganju, kajti v nasprotnem primeru smo lahko prisiljeni na sprejemanje ukrepov po nastanku nepredvidenih tveganj.

##### 5.3.1.1) Naložbeno tveganje

Naložbeno tveganje je navadno opredeljeno z variabilnostjo donosov naložbe. Za delnice, v primerjavi z obveznicami, je značilno višje naložbeno tveganje, saj so dejanski donosi naložbe v delnice bolj razpršeni okoli pričakovane vrednosti, kot pri obveznicah.

Temelj učinkovitega upravljanja z naložbenim tveganjem je jasna zahteva naložbene politike po diverzifikaciji med razredi naložb in znotraj razreda naložb. V okvir naložbene politike spada tudi kvantificiranje sprejemljive izpostavljenosti tržnemu tveganju, ki ga z diverzifikacijo naložb ni mogoče odpraviti.

Določitev sprejemljive ravni tržnega tveganja zahteva obširne analize. Lahko bi dejali, da bo sprejemljivo tržno tveganje različno od sklada od sklada, v odvisnosti od odnosa upravljavcev sklada do prevzemanja tveganja.

V izvrševanju ustrezno opredeljene naložbene politike, ki se izraža v oblikovanju portfelja naložb s predvidenim tržnim tveganjem, se upravljanje s tveganji kaže kot občasno pokrivanje tveganj (hedge), kadar je potrebno portfelj naložb zaščiti pred prekomernimi tveganji ali kot povečanje pričakovane donosnosti naložb, kadar so upravljavci naložb pripravljeni prevzeti dodatna tveganja.

### 5.3.1.2) Skupno tveganje

Prispevke v pokojninski sklad lahko vplačuje zavarovanec, delodajalec za zavarovanca, možna pa je tudi kombinacija vplačil. Vsak udeleženec pokojninskega načrta varčuje z namenom zagotoviti si stabilne in po možnosti realno enake mesečne prejemke v času prejemanja pokojninske rente.

Pričakovani znesek mesečne rente je odvisen od višine vplačil v sklad in od učinkovitosti upravljanja s sredstvi sklada. Zato je vplačevalec tisti, ki z zneskom svojih vplačil pomembno določa pričakovano mesečno rento. Po drugi strani pa učinkovitost upravljanja, ob predpostavljene želeni realno enaki mesečni renti, vpliva na potrebo po vplačilih. Navedeno interakcijo imenujemo skupno tveganje.

### 5.3.1.3) Tveganje spremembe obrestne mere

Spremembe obrestnih mer povzročajo dve različni obliki naložbenega tveganja (Sharpe, 1990a, str. 167):

- spremembe obrestnih mer vplivajo na cene finančnih naložb,
- tveganje reinvestiranja.

V obdobju naraščanja obrestnih mer se pričakovana donosnost dolžniških vrednostnih papirjev poveča, kar povzroči upad njihovih cen.

Druga oblika obrestnega tveganja je tveganje reinvestiranja. Predstavljajmo si naložbo, ki zagotavlja serijo denarnih tokov. Če je potrebno prejete denarne tokove reinvestirati, donosnost reinvestiranega denarnega toka vpliva na celotno realizirano donosnost naložbe. V obdobju naraščanja obrestnih mer, se lahko prejeti denarni tokovi reinvestirajo po višjih obrestnih merah, kar omogoča (delno) nevtralizacijo zmanjšanja vrednosti naložbe, saj tržna vrednost naložbe upade.

Tveganje spremembe obrestne mere je odvisno od naslednjih faktorjev:

- časa do dospelja naložbe (kasneje ko dospe naložba, bolj je občutljiva na spremembe obrestnih mer),
- denarnih tokov (nižji denarni tokovi vodijo k večji občutljivosti na spremembe obrestnih mer),
- tržne ravni obrestnih mer (pri višjih obrestnih merah so naložbe manj občutljive na spremembe obrestnih mer).

Navedeni faktorji se pri različnih dolžniških naložbah razlikujejo, zato jih agregiramo v skupni meri, ki jo imenujemo trajanje (duration). Trajanje predstavlja povprečno število let, v katerih se sredstva, vložena v nakup naložbe, povrnejo. Trajanje je široko uporabljena mera občutljivosti naložb na spremembe obrestnih mer.

Upravljanje s tveganjem spremembe obrestne mere je podobno procesu izbire sprejemljive ravni tržnega tveganja. Najbolj pogost in enostaven pristop k upravljanju s tveganjem spremembe obrestne mere je strategija usklajevanja denarnih tokov, ki obsega usklajevanje izplačil sklada s prilivi. Navedena strategija pomembno zmanjšuje tveganje, da bo potrebno zaradi nastanka obveznosti sklada vnovčevati njegove naložbe ob neugodnih tržnih razmerah.

Nekoliko zahtevnejši pristop je strategija imunizacije (immunization), ki se izvaja z usklajevanjem trajanja naložb sklada s trajanjem obveznosti sklada.

#### 5.3.1.4) Valutno tveganje

Investitor, ki ima v svojem portfelju naložbe nominirane v tujih valutah, je izpostavljen tveganju spremembe kupne moči tuje valute, v primerjavi s kupno močjo domače valute, kar vpliva na donosnost njegove naložbe, merjeno v domači valuti.

Eden od faktorjev, ki vplivajo na spremembe deviznih tečajev, je spreminjanje splošne ravni cen. Učinki vpliva sprememb splošne ravni cen (inflacije) na spremembe deviznih tečajev so dokaj dobro preučeni, medtem ko drugi faktorji, ki vplivajo na dolgoročne spremembe deviznih tečajev ter na kratkoročna nihanja, še niso dovolj pojasnjeni.

Valutno tveganje lahko zmanjšamo s portfeljem naložb, ki so nominirane v različnih tujih valutah. Spremembe različnih deviznih tečajev niso v popolni korelaciji, zato lahko pričakujemo, da se bo kapitalska izguba portfelja, zaradi znižanja vrednosti določene naložbe, ki je posledica padca vrednosti deviznega tečaja, pokrila s kapitalskim dobičkom, ki bo posledica višjega deviznega tečaja druge naložbe, nominirane v drugi tuji valuti.

Nekateri avtorji zagovarjajo idejo, da morajo biti pokojninski skladi izpostavljeni valutnemu tveganju, saj je to edini način upravljanja s tveganjem domače inflacije in monetarne politike.

#### 5.3.1.5) Tveganje izpostavljenosti

Tveganje izpostavljenosti je izpostavljenost eni vrsti naložbe, skupini naložb ali enemu makroekonomskemu faktorju (npr. obrestni meri). Zagovorniki moderne teorije naložb zagovarjajo stališče, da tveganje izpostavljenosti ne predstavlja večjega problema, saj primerna diverzifikacija naložb rešuje problem tveganja izpostavljenosti.

Posebno pozornost je potrebno posvetiti nepredvideni izpostavljenosti posameznim makroekonomskim faktorjem (npr. obrestni meri), kar je lahko posledica uporabe

kompleksnih finančnih instrumentov in naložbenih strategij, ki jih upravljavci ne razumejo in ne obvladajo dovolj dobro.

Tveganje izpostavljenosti ne sme predstavljati resnejšega problema, če upravljavec naložb upravlja portfelj naložb sklada izključno v interesu zavarovancev z namenom zavarovancem zagotoviti stalne mesečne pokojninske rente in se zaveda posledic prevelike izpostavljenosti. Bistven del upravljanja z izpostavljenostjo je v poznavanju naložbe, za katero se je upravljavec odločil, in v zmožnosti opredelitve vpliva naložbe na donosnost celotnega portfelja naložb.

Za učinkovito upravljanje s tveganjem izpostavljenosti je potrebno izpolnjevati naslednja pogoja:

- oblikovanje preudarne naložbene politike, ki postavlja jasne smernice in omejitve za posamezne vrste naložb,
- oblikovanje sistema spremljanja naložbene politike, ki nemudoma identificira odstopanja od predvidene naložbene politike.

Tveganje izpostavljenosti pogosto omejujejo že predpisi o poslovanju pokojninskih skladov, ki določajo največji delež naložb pokojninskega sklada, ki se lahko nameni posamezni naložbi ali razredu naložb.<sup>9</sup>

#### 5.3.1.6) Tveganje spremembe splošne ravni cen

Na vrednost finančnih naložb vpliva tudi spreminjanje splošne ravni cen. Za pokojninski sklad z določenimi vplačili se vpliv spremembe splošne ravni cen prvenstveno izraža v potencialnem znižanju kupne moči privarčevanega zneska zavarovanca. Negativen vpliv tveganja splošne ravni cen na premoženje zavarovancev lahko nevtraliziramo z učinkovitejšim upravljanjem ali z dodatnimi vplačili v sklad.

Ena izmed možnih strategij, ki omogočajo omejevanje obravnavanega tveganja, je povečevanje naložb v delnice. Zgodovinski podatki namreč kažejo, da je bila realizirana premija za tveganje pri delnicah višja v primerjavi z inflacijo, kar je upravljavcem naložb zagotavljalo 6% - 9% realne letne donosnosti (Logue, 1997, str. 215).

#### 5.3.1.7) Nefinančna tveganja

Med nefinančnimi tveganji, katerim je izpostavljeno poslovanje pokojninskega sklada, velja omeniti predvsem:

---

<sup>9</sup> Omejitve naložb slovenskih pokojninskih skladov v posamezne naložbe in v vrste naložb določa Zakon o zavarovalništvu v 122. členu.

- Tveganje pomanjkanja znanja (ignorance risk). Najboljši način upravljanja navedenega tveganja je v zagotavljanju izobraževanja nosilcev odločitev upravljanja z naložbami sklada.
- (Political risk), katerega temelj je konflikt interesov, ki nastaja v vsaki kompleksni organizaciji. Je tveganje, da bo upravljavec sklada izvedel določeno transakcijo, pri kateri ne bo njegov motiv čim boljše upravljanje s sredstvi sklada, kar je sicer edini dopusten motiv, ampak bo transakcijo izvedel zaradi drugih interesov (npr. transakcije v interesu lastnikov (sponzorjev) upravljavca). Upravljanje z navedenim tveganjem ni lahka naloga, najpogosteje pa se tovrstno tveganje omejuje z izobraževanjem in informiranjem zaposlenih, z zagotavljanjem preglednosti poslovanja sklada ter s spremljanjem in nadzorom nad izvedbo transakcij.

#### 5.4) OCENJEVANJE IZPOSTAVLJENOSTI TVEGANJU

Upravljanje s tveganji obsega identificiranje faktorjev tveganja, njihovo kvantificiranje in, v kolikor je to potrebno, njihovo spreminjanje. Zaradi kompleksnosti problematike je upravljanje s tveganji zahtevna naloga.

Danes so najpogostejše metode ocenjevanja tveganj naslednje:

- analiziranje tveganj (risk audits),
- VAR metoda (value at risk metoda),
- stress testi.

##### 5.4.1) Analiziranje tveganj

Eden izmed pristopov k ocenjevanju izpostavljenosti tveganju je periodično analiziranje tveganj. Gre za:

- periodično pregledovanje sistema notranjih kontrol,
- kontroliranje izvajanja naložbene politike glede na pisno opredeljeno politiko naložb,
- periodično sistematično ocenjevanje tveganj portfelja naložb,
- posebno pozornost je potrebno posvetiti tveganjem prevelikih in neprimernih izpostavljenosti.

Končni rezultat analize tveganj mora biti določitev neto izpostavljenosti, saj se posamezne vrste naložb ne smejo obravnavati samostojno, ampak kot del portfelja naložb.

#### 5.4.2) Value At Risk metoda

Jorion definira Value At Risk (VAR) kot največjo možno izgubo v preučevanem obdobju ob dani stopnji zaupanja (Jorion, 2001, str. 22).

Z VAR metodo periodično ocenjujemo izpostavljenost pokojninskega sklada tveganjem z analiziranjem naslednjih vprašanj:<sup>10</sup>

- kako velika je lahko finančna izguba sklada, če bi se na finančnem trgu ponovile najslabše razmere iz določenega zgodovinskega obdobja,
- kako bodo neugodne razmere vplivale na sposobnost vplačevalcev zagotavljati mesečna vplačila v sklad,
- kako bo realizirana izguba sklada vplivala na njegovo sposobnost izpolnjevanja obveznosti.

VAR se lahko izračunava na več načinov in za različna časovna obdobja. Leta 1996 je Smithson opisal tri metode:

- uporaba zgodovinskih podatkov,<sup>11</sup>
- Monte Carlo simulacija,
- uporaba analitične metode variance/kovariance, ki finančno naložbo "razstavi" na komponente, ekvivalentne denarnim pozicijam.

Na rezultate VAR analize pomembno vplivajo številni faktorji. Med njimi sta najpomembnejša dolžina preučevanega obdobja in izbrani podatki (vrednosti na koncu dneva oz. povprečne dnevne vrednosti).

VAR metoda omogoča kvantificiranje celote tveganj, katerim je izpostavljen investitor. Njena prednost je, da agregira vse faktorje tveganja (ceno, spremembo cene, variabilnost, čas in obrestno mero) in korelacijo med posameznimi faktorji tveganja.

#### 5.4.3) Stress testi

Glavni namen VAR metode je oceniti potencialno izgubo, ki jo lahko pričakujemo ob "normalnih" tržnih pogojih. Ker VAR metoda ne zajame učinkov izjemno nenavadnih negativnih situacij, jo je potrebno dopolniti z rednim izvajanjem stres testov (stress testing), (Jorion, 2001, str. 231).

---

<sup>10</sup> Na vsa vprašanja iščemo odgovore ob vnaprej opredeljeni meji statističnega zaupanja (npr. 1%).

<sup>11</sup> Kadar pri analizi uporabljamo zgodovinske podatke (in ne statistično, ali s simulacijo pridobljene podatke), se je potrebno zavedati, da preteklost ne napoveduje prihodnosti.

Pristop pri tej metodi je podoben pristopu pri VAR metodi, s pomembno razliko, da je namesto določene meje statističnega zaupanja dan poudarek posledicam, ki jih lahko povzroči najslabši možni dogodek. Metoda predvideva, da se zgodi najslabši možni scenarij, čeprav je njegova verjetnost nastanka zelo majhna, ter analizira posledice na portfelj naložb sklada.

Stress testi omogočajo analizirati vpliv posamičnega nepredvidenega negativnega dogodka in tudi skupen vpliv več nepredvidenih dogodkov. Tudi v tem primeru bo uporabnost metode odvisna predvsem od sposobnosti analitika izbrati primerne dogodke in analizirati njihove posledice.

Učinkovit sistem upravljanja s tveganji bo identificiral, omogočal merjenje, spremljanje in kontroliranje faktorjev tveganja, katerim je izpostavljeno poslovanje pokojninskega sklada. Večina upravljanja s tveganji se lahko opravi s preudarnim izvajanjem naložbene politike, ki vključuje diverzifikacijo naložb, analiziranje posledic pred sprejemanjem odločitev in politiko omejevanja tveganj.

Pri tem pa seveda ne smemo pozabiti, da tveganje generira donosnost. Brez sprejemanja tveganj namreč ni mogoče realizirati donosov. Zato se tudi ni smiselno ukvarjati z vprašanjem odpravljanja tveganj, ampak je potrebno pozornost posvetiti upravljanju s tveganji.

## 5.5) STRATEGIJE UPRAVLJANJA S TVEGANJI Z IZVEDENIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI

Izvedeni finančni instrumenti (opcije in termenske pogodbe) so v zadnjih letih postali zelo priljubljeni za izvajanje strategij upravljanja s tveganji. Nekateri odmevni slabi izkušnje (npr. Orange County, Barings) pa po drugi strani sprožajo vprašanja, do kakšne mere uporabljati izvedene finančne instrumente, oziroma ali jih sploh uporabljati (Brigham, 1996, str. 154). Izvedeni finančni instrumenti so kompleksni, zato jih je pred uporabo potrebno razumeti. Ker omogočajo obvladovati določena tveganja ter znižujejo transakcijske stroške, se jih upravljalci pokojninskih skladov težko odrečejo.

Intersec Research Corp in European Managed Futures Association (EMFA) sta opravila raziskavo o uporabi izvedenih finančnih instrumentov v 600 evropskih pokojninskih skladih in zavarovalnicah. Glavne ugotovitve raziskave so naslednje (Harrison, 1995, str. 106):

- 61% vprašanih pokojninskih skladov in zavarovalnic uporablja izvedene finančne instrumente, vendar je njihova uporaba po posameznih državah zelo različna. V

nekaterih državah kar 80% vprašanih uporablja izvedene finančne instrumente, druge pa le 22%.

- Tri četrtine vprašanih upravljavcev uporablja izvedene finančne instrumente z namenom izvrševanja strategije taktične alokacije naložb. Polovica vprašanih jih uporablja za obvladovanje valutnih tveganj, preostala tretjina pa za obvladovanje tveganja spremembe obrestne mere.
- V zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti obstaja visoka stopnja strahu in nerazumevanja. 82% vprašanih evropskih pokojninskih skladov je navedlo, da člani njihovih nadzornih (naložbenih) svetov izvedenih finančnih instrumentov ne razumejo v zadostni meri.

#### 5.5.1) Osnovne vrste izvedenih finančnih instrumentov

Vrednost izvedenih finančnih instrumentov izvira iz sredstva, na katerega se izvedeni finančni instrument nanaša (delnica, obveznica, borzni indeks, obrestna mera,...). Med najbolj pogosto uporabljenimi so opcije, termenske pogodbe (forward contracts) in futures pogodbe. V zadnjih letih so vse bolj v uporabi tudi zamenjave (swaps).

##### 5.5.1.1) Opcije

Opcija daje imetniku opcije pravico (ne pa obveznost), da kupi blago, na katerega se opcija nanaša, (nakupna – call opcija) oziroma, da proda blago, na katerega se opcija nanaša, (prodajna – put opcija) po vnaprej dogovorjeni ceni in v naprej dogovorjenem obdobju (Hull, 2000, str. 151). Medtem ko ima imetnik (kupec) opcije pravico zahtevati izvršitev opcije, ima izdajatelj opcije obveznost izvršiti opcijo na zahtevo kupca opcije.

Uporabnik opcije mora najprej razumeti, kaj se dogaja z vrednostjo opcije, če se cena blaga, na katerega se opcija nanaša, spremeni navzgor ali navzdol. Nadalje je potrebno razumeti, kako sprememba v vrednosti opcije vpliva na dolgo (nakupno) pozicijo ali kratko (prodajno) pozicijo.

Denimo, da smo imetnik nakupne opcije na borzni indeks. S pridobitvijo nakupne opcije na borzni indeks, smo vzpostavili dolgo pozicijo v borznem indeksu in posledično dolgo pozicijo na vse delnice, ki so zajete v borznem indeksu. Če se vrednost borznega indeksa poveča, se poveča tudi vrednost opcije. Vrednost dolge pozicije za nakupne opcije in kratke pozicije za prodajne opcije se poveča, če se poveča cena blaga, na katerega se opcija nanaša. Seveda, pa se njuni vrednosti znižata, če se cena blaga zniža.

Imetnik nakupne opcije je izpostavljen le v višini premije, saj je to njegova največja izguba, ki jo lahko zabeleži. Po drugi strani pa lahko na podlagi opcije teoretično realizira neomejeno korist, ki je odvisna od porasta cene blaga. Pri ugotavljanju končnega



izkupička je seveda potrebno odšteti stroške posredniških provizij in vzdrževanja kritja. Seveda pa opcije niso same sebi namen, zato povečanje ali zmanjšanje njihove vrednosti ne smemo analizirati izolirano, temveč v povezavi s spremembo vrednosti dela portfelja, na katerega se opcija nanaša, če smo šli v nakup opcije z namenom ščitenja pozicije.

Pri ocenjevanju učinkovitosti transakcij, na podlagi opcij, je potrebno upoštevati tudi namen transakcije. Denimo, da upravljavec pokojninskega sklada pričakuje večji obseg vplačanih premij čez tri mesece, prejeta sredstva pa bo investiral v delnice z visoko tržno kapitalizacijo. Če bodo cene delnic porasle, bo nakup zanj dražji. Pred navedenim tveganjem se lahko zaščiti z nakupom nakupne opcije na borzni indeks. Če cene delnic tudi dejansko porasejo, se oportunitetna izguba pri nakupu delnic po višji ceni nevtralizira s porastom vrednosti opcije. Če bi cene delnic upadle, bi bila opcija brez vrednosti, vendar pa bi izgubljeno premijo upravljavec lahko nadomestil s kasnejšim nakupom delnic po nižjih cenah.

Z opcijam se trguje na borzah in izven organiziranega trga (Over the counter – OTC). Pomembna prednost trgovanja na borzah je preglednost trgovanja in zmanjševanje tveganja neizpolnitve posla. Opcije, s katerimi se trguje na borzah, so navadno zelo likvidne, vendar, ker so standardizirane, se lahko njihove lastnosti (npr. dospetje) razlikujejo od potreb upravljavca. V tem primeru lahko upravljavec kupi na OTC trgu opcijo, ki je v celoti prilagojena njegovim zahtevam.

#### 5.5.1.2) Terminalske pogodbe (forwards) in futures pogodbe (futures)

Terminalska pogodba je dogovor med dvema strankama, da bosta izvedli transakcijo z določenim blagom po vnaprej dogovorjeni ceni na določen dan v prihodnosti (Hull, 2000, str. 1). Za promptne (spot) posle je značilno, da blago in kupnina zamenjata lastnika v dveh (treh) dneh po sklenitvi posla, pri terminskih poslih pa je to obdobje daljše. Z njimi se trguje na OTC trgu in se lahko v celoti prilagodijo potrebam pogodbenih strank.

Elementi futures pogodbe se ne razlikujejo od elementov terminalske pogodbe. Njuna najpomembnejša razlika je mesto trgovanja. S standardiziranimi futures pogodbami se trguje na borzah, kar povečuje njihovo likvidnost. Poravnava poslov iz futures pogodbe se izvaja preko klirinških hiš, ki tudi jamčijo za poravnavo. Po drugi strani, se pri OTC poslih s terminskimi pogodbami stranki izpostavljata kreditnemu tveganju. Pri nakupu futures pogodbe je potrebno zagotoviti kritje na računu pri klirinški hiši, ki tudi dnevno vrednoti pozicijo in odmike od tržne vrednosti ter zahteva dnevno poravnavo izpostavljenosti. Proces znan pod imenom "marking to market" se pri OTC poslih navadno sploh ne izvaja. Izpostavljenost v futures pogodbi (dolga pozicija) je mogoče zapreti s prodajo na borzi, medtem ko je zapiranje pozicije pri terminski pogodbi, zaradi kupcu prilagojenih (nestandardiziranih) lastnosti, težje.

Upravljavec pokojninskega sklada, ki pričakuje porast cen delnic, bo lahko povečal svojo izpostavljenost v delnicah tako, da bo kupil termnsko pogodbo na borzni indeks. Podobno kot pri opcijah, moramo tudi pri transakcijah s termnskimi pogodbami učinkovitost transakcij presojati v širšem kontekstu investicijske politike in ne kot samostojne transakcije.

#### 5.5.2) Prednosti in slabosti izvedenih finančnih instrumentov

Najpomembnejše prednosti izvedenih finančnih instrumentov so:

- znižujejo transakcijske stroške,
- omogočajo "razstavljanje" in obvladovanje tveganj po posameznih komponentah,
- zaradi svoje pestrosti omogočajo izvajanje različnih strategij upravljanja s tveganji.

Analiza, ki so jo pripravili pri investicijski banki Goldman Sachs, kaže, da znaša strošek nakupa delnic na ameriškem trgu (transakcija v vrednosti 25 milijonov ameriških dolarjev, vključno s stroški posredovanja in stroški vpliva transakcije na tržno ceno, medtem ko stroški poravnave in skrbništva niso vključeni), 0,69% vrednosti transakcije. Strošek nakupa primerljive futures pogodbe pa znaša le 0,06% vrednosti transakcije (Hill v Logue, 1997, str. 231).

Izvedeni finančni instrumenti omogočajo "razstavljanje" in obvladovanje tveganj po posameznih komponentah. Kupec obveznic je hkrati izpostavljen tveganju spremembe obrestne mere in kreditnemu tveganju. Z uporabo izvedenih finančnih instrumentov se lahko zaščiti pred posamezno vrsto tveganja, ali pa poveča svojo izpostavljenost. V kolikor bi se želel zaščiti pred tveganjem spremembe obrestne mere, lahko to doseže s prodajo termnske pogodbe na obrestno mero.

Tretja lastnost izvedenih finančnih instrumentov je, da omogočajo izvajanje različnih investicijskih strategij in strategij upravljanja s tveganji:

- Izvedeni finančni instrumenti omogočajo zavarovanje pred tveganji, vključno s tržnim tveganjem, tveganjem spremembe obrestne mere, kreditnim tveganjem in valutnim tveganjem.
- Omogočajo obvladovanje valutnega tveganja, brez spreminjanja izpostavljenosti do države.
- Pokojninski sklad, ki želi povečati (zmanjšati) svojo izpostavljenost do določenega segmenta trga, ki ga odslkava borzni indeks, lahko to doseže z eno transakcijo, z izvedenim finančnim instrumentom na indeks, kar je primerneje, kot nakup (prodaja) vseh delnic tržnega segmenta.

- Pokojninski skladi, ki zaradi predpisov ali drugih omejitev ne smejo investirati v določene vrste naložb, lahko dosežejo izpostavljenost do teh naložb preko izvedenih finančnih instrumentov.
- Izvedeni finančni instrumenti omogočajo hitro izvajanje postavljenih strategij. Kupovanje ali prodajanje velikih količin finančnih naložb lahko zahteva veliko časa in ima negativne učinke na tržne cene.
- Izvedeni finančni instrumenti so tudi primerni za obvladovanje tveganj naložb, katerih investicijski horizont je krajši od investicijskega horizonta pokojninskega sklada.

Zaradi vse večje uporabe izvedenih finančnih instrumentov pri upravljanju pokojninskih skladov je danes izoblikovano stališče, da upravljavec, ki za obvladovanje tveganj ne uporablja izvedenih finančnih instrumentov, ne ravna skrbno. Ker je izpostavljenost portfelja mogoče spreminjati z izvedenimi finančnimi instrumenti z nizkimi stroški, ta argument še posebej velja za upravljavce, ki izvajajo strategije zavarovanja portfelja naložb in strategije konstantnega portfelja.

Seveda pa uporaba izvedenih finančnih instrumentov prinaša tudi svoje probleme. Za oblikovanje premišljene politike uporabe izvedenih finančnih instrumentov moramo razumeti tudi njihove slabosti, njihove učinke ovrednotiti in jih primerjati s prednostmi, ki jih ponujajo.

Z naložbo v izvedeni finančni instrument se izpostavljamu investicijskemu tveganju, saj lahko njena vrednost upade. To ni problem, če je bil nakup izveden z namenom zavarovanja tveganja na osnovni naložbi, saj se poveča vrednost osnovne naložbe. Problem lahko nastopi zaradi finančnega vzvoda, kadar je variabilnost cen izvedenega finančnega instrumenta večja od variabilnosti cen osnovne naložbe.

V veliko primerih lahko uporaba izvedenih finančnih instrumentov za izvajanje strategij zavarovanja in strategij povečevanja donosnosti portfelja vodi k rezultatom, ki so pod pričakovanji, in to zaradi napake sledenja. Napaka sledenja nastane, kadar variabilnost cen izvedenega finančnega instrumenta ni v popolni korelaciji z variabilnostjo cen osnovne naložbe.

Nadaljna slabost izvedenih finančnih instrumentov je, da kljub dejstvu, da se z mnogimi trguje na organiziranih trgih (borzah) in so v normalnih tržnih razmerah likvidni, je njihova likvidnost problematična v "turbulentnih" tržnih razmerah. Najlepši primer je borzni zlom leta 1987, ko so investitorji poskušali zavarovati svoje naložbe s prodajo terminskih pogodb, a ni bilo dovolj kupcev (špekulantov), ki bi bili pripravljeni te terminske pogodbe kupiti.

Nazadnje je potrebno opozoriti, da izvedeni finančni instrumenti, s katerimi se ne trguje na borzah, nosijo kreditno tveganje, torej tveganje neizpolnitve pogodbe s strani pogodbene stranke.

### 5.5.3) Izvedeni finančni instrumenti in finančni vzvod

Obstajajo številne strategije uporabe izvedenih finančnih instrumentov, ki temeljijo na izrabi finančnega vzvoda z namenom povečati ali zmanjšati izpostavljenost do enega ali več faktorjev tveganja.

Predpostavljajmo, da imamo možnost investirati 10.000 EUR v delnice podjetja A ali v nakupne opcije tega podjetja. Tržna cena delnice je 50 EUR, opcije pa 3 EUR. Razpoložljivih 10.000 EUR lahko investiramo v 200 delnic podjetja ali v 3.333 nakupnih opcij. Predpostavljajmo, da je cena delnice 55 EUR, oziroma 45 EUR na dan dospelosti opcije. Donosnost naložbe v delnice bo +10% ali -10%, pri čemer zanemarimo transakcijske stroške. Donosnost naložbe v opcije pa bo znašala +200 %  $((5 \text{ EUR} - 3 \text{ EUR}) * 10.000 / 10.000 \text{ EUR})$  ali -100% (izguba v višini premije).

Velika razlika med možnimi izidi naložbe v delnice in naložbe v opcije je posledica finančnega vzvoda izvedenega finančnega instrumenta. Zgoraj sta prikazana skrajna primera (investiranje celotnega zneska v delnice, oziroma v opcije), seveda pa so upravljavcu na razpolago številne kombinacije naložb v delnice in v opcije, kar mu omogoča prevzemanje vnaprej predvidenih tveganj.

### 5.5.4) Upravljanje tveganj z izvedenimi finančnimi instrumenti

Upravljanje s tveganji vključuje strategije, namenjene začasnemu omejevanju tveganj (hedging) in strategije, namenjene začasnemu povečevanju donosnosti portfelja (return enhancement).

Obstajata dva načina omejevanja tveganj. Kratka pozicija (short hedge) nastane, kadar ima sklad dolgo pozicijo npr. v delnicah, ki jo želi ščititi s prodajo izvedenega finančnega instrumenta. O dolgi poziciji (long hedge) govorimo takrat, ko upravljavec namerava kupiti npr. delnice v prihodnosti, ko bo prejel premije in zato zaščiti svoj položaj z nakupom izvedenega finančnega instrumenta.

#### 5.5.4.1) Opcije in upravljanje s tveganji

Predpostavljajmo, da ima pokojninski sklad med svojimi naložbami pomemben delež delnic. V kolikor na trgu obstajajo opcije na delnice ali opcija na indeks, katerega sestava

je podobna sestavi portfelja delnic, je vrednost portfelja mogoče zavarovati z nakupom prodajne opcije, ali s prodajo nakupne opcije.

S prodajo nakupne opcije postane pokojninski sklad upravičen do premije, vendar pa obstaja tveganje, da ne bo deležen učinkov potencialne rasti cen delnic, saj lahko pričakujemo, da bo kupec nakupne opcije v tem primeru zahteval izvršitev opcije.

Alternativno se lahko upravljavec odloči za nakup prodajne opcije. Če ima sklad dolgo pozicijo v delnicah in dolgo pozicijo v prodajni opciji, se pri padcu cen delnic zmanjšanje vrednosti portfelja delnic nevtralizira s porastom vrednosti prodajne opcije (Dunford, 1990, str. 17). Seveda pa je potrebno ob nakupu prodajne opcije plačati premijo, ki jo lahko obravnavamo kot strošek zavarovanja.

Čeprav je upravljanje s tveganji strategija, ki je predvsem namenjena omejevanju tveganj, pa lahko želi upravljavec od časa do časa povečati izpostavljenost tveganju z namenom doseganja višje donosnosti. Motiv je lahko ocena upravljavca, da so določene naložbe podcenjene in nudijo visoke pričakovane donose. Povečanje izpostavljenosti se lahko doseže z nakupom nakupnih opcij, ali s prodajo prodajnih opcij.

Z nakupom nakupnih opcij je izguba omejena na plačano premijo in transakcijske stroške, potencialni dobiček pa je teoretično neomejen. S prodajo prodajne opcije bo pokojninski sklad v najslabšem primeru utrpel izgubo med izvršilno ceno opcije in prejeto premijo. V tem primeru je dobiček omejen na prejeto premijo, zmanjšano za transakcijske stroške.

Obe strategiji omogoča doseganje višje donosnosti, njuna uspešnost pa je odvisna od spremembe cene osnovne naložbe, na katero se opcija nanaša.

#### 5.5.4.2) Terminalske pogodbe in upravljanje s tveganji

Podobno kot opcije lahko tudi terminalske pogodbe uporabljamo za omejevanje tveganj in za doseganje višje izpostavljenosti zaradi pričakovane višje donosnosti. Terminalska pogodba je pogodbeni obveza za obe pogodbeni stranki in pri njej se premija ne plačuje, tako kot je to pri opcijah. Dolga pozicija v terminski pogodbi pridobi na vrednosti ob povečanju cene osnovne naložbe, kar velja tudi za dolgo pozicijo pri nakupni opciji. Podobno se ob znižanju cene osnovne naložbe zmanjša vrednost dolge pozicije v terminski pogodbi in dolge pozicije pri nakupni opciji. Pri opciji je izguba omejena na plačano premijo in transakcijske stroške, medtem ko je pri dolgi poziciji v terminski pogodbi izguba lahko bistveno višja.

Terminalske pogodbe so primeren instrument za spreminjanje izpostavljenosti do posamezne skupine naložb (Dunford, 1990, str. 4). Predpostavljajmo portfelj, ki ima med

naložbami za 100 milijonov EUR delnic ter, da je koeficient beta (tržno tveganje) portfelja 1. Če upravljavec pričakuje, da bodo cene delnic upadle, lahko doseže zmanjšanje tržnega tveganja portfelja s prodajo terminske pogodbe na delniški indeks. Predpostavljajmo, da je cena terminske pogodbe na indeks 850 EUR in da je terminska pogodba nominirana na 500 EUR. Ob predpostavki, da sta sestavi portfelja in indeksa v visoki korelaciji, ter da sta njuna koeficienta beta enaka 1, lahko izračunamo število terminskih pogodb, ki jih je potrebno prodati, da bo upravljavec zaščitil vrednost portfelja delnic:

$$N = 100.000.000 \text{ EUR} / (500 * 850 \text{ EUR}) = 235$$

Če se koeficient beta portfelja delnic razlikuje od koeficienta beta terminske pogodbe, je potrebno dobljeni rezultat korigirati. Če je npr. koeficient beta portfelja 1,2 (tržno tveganje portfelja je za 20% večje od tržnega tveganja terminske pogodbe), je potrebno za popolno zaščito portfelja prodati  $235 * 1,2 = 282$  pogodb.

Seveda pa ima tudi opisana strategija svoje stroške. Najprej so tu transakcijski stroški, ki pa so majhni v primerjavi s stroški prodaj ali nakupov delnic v portfelju. Z vzdrževanjem pozicije v terminski pogodbi so povezani stroški začetnega in gibljivega kritja, ki lahko znašajo 2% do 5% vrednosti pogodbe. Ne smemo pozabiti na oportunitetno izgubo, saj ob porasti cen delnic ne bomo deležni pozitivnih učinkov, ker smo z dolgo pozicijo v terminski pogodbi realizirali prodajo po vnaprej dogovorjeni ceni. Vendar je potrebno poudariti, da je bil naš temeljni namen, da se zavarujemo pred tveganjem znižanja cen. Dejstvo, da je realnost lahko drugačna od naših pričakovanj, kaže le na to, da nič ni zastoj. Sicer pa imamo tudi možnost nakupa prodajne opcije, kar nam omogoča realizacijo dobičkov na rastočem trgu, vendar pa moramo predhodno plačati premijo.

Če lahko pokojninski sklad zmanjša tržno tveganje s prodajo terminskih pogodb, lahko sklepamo, da lahko tržno tveganje poveča z nakupom terminskih pogodb. Potrebno pa se je zavedati, da smo se izpostavili tveganju, da bomo ob padcu cen utrpeli izgubo, tako na portfelju delnic, kot iz naslova prodaje terminske pogodbe na indeks. V tem primeru je smiselno primerjati pričakovano izgubo pri prodanih terminskih pogodbah s ceno premije nakupne opcije na indeks, kajti v slednjem primeru je izguba omejena le na plačano premijo. Tako se lahko izkaže, da je nakup nakupne opcije na indeks primernejša izbira.

#### 5.5.4.2.1) Zavarovanje pred tveganjem spremembe obrestne mere

Predpostavljajmo, da pomemben del portfelja pokojninskega sklada predstavljajo obveznice. Vrednost tega dela portfelja je izpostavljena spremembi obrestnih mer. Ob zvišanju obrestnih mer se tržna vrednost portfelja obveznic zniža. Navedenemu tveganju se lahko izognemo na podoben način, kot je prikazano v zgornjem primeru.

Eden izmed načinov je, da izračunamo za koliko se spremeni vrednost portfelja obveznic, če se obrestna mera spremeni za eno bazično točko (Logue, 1997, str. 240):

Sprememba vrednosti portfelja = trajanje portfelja / (1 + obrestna mera/2) \* vrednost portfelja \* 0,0001

V naslednjem koraku moramo izračunati spremembo cene izbrane terminske pogodbe. Pri izbiri prave terminske pogodbe moramo biti pozorni predvsem na napako sledljivosti in na likvidnost terminske pogodbe. Nato izberemo ciljno trajanje portfelja obveznic in izračunamo spremembo vrednosti portfelja. V primeru omejevanja tveganja bo ciljno trajanje nižje od trenutnega trajanja portfelja. Končno izračunamo še število terminskih pogodb:

$$N = (\text{ciljna sprememba vrednosti portfelja} - \text{sprememba vrednosti portfelja}) / \text{sprememba cene terminske pogodbe}$$

Zavarovanje portfelja lahko dosežemo s prodajo terminskih pogodb na indeks obveznic ali s prodajo terminskih pogodb na obrestno mero.

Strategije, s katerimi želimo povečati izpostavljenost portfelja tveganju spremembe obrestne mere zaradi pričakovanih višjih donosov, povečujejo trajanje portfelja obveznic z nakupom terminskih pogodb na obrestno mero, kajti upravljavci pričakujejo upad obrestnih mer. Če do padca dejansko pride, bo upravljavec zabeležil porast vrednosti portfelja obveznic in porast vrednosti terminske pogodbe.

#### 5.5.4.3) Zamenjave kot alternativa opcijam in terminskim pogodbam

Zamenjava (swap) je pogodba, s katero se pogodbeni stranki dogovorita, da bosta zamenjali denarne tokove na določene datume v dogovorjenem časovnem obdobju (Hull, 2000, str. 121). Podobno kot opcije in terminske pogodbe tudi zamenjave omogočajo omejevanje tveganj do določenih vrst naložb in povečanje izpostavljenosti do določenih vrst naložb. Posebno so uporabne, kadar je potrebno določeno tveganje obvladovati daljše časovno obdobje, saj je njihova ročnost ponavadi daljša od ročnosti opcij in terminskih pogodb.

Med zamenjavami so najbolj razširjene zamenjave obrestnih mer, valutne zamenjave in zamenjave lastniških instrumentov (equity swaps).

Za primer navedimo primer zamenjave obrestnih mer. Denimo, da ima pokojninski sklad naložbo 50 milijonov EUR v obveznice s fiksno kuponsko obrestno mero, zaradi obvladovanja tveganj pa bi potreboval obveznico, ki mu zagotavlja denarne tokove vezane

na variabilno obrestno mero. Pokojninski sklad lahko seveda proda obveznice, ki jih ima v portfelju in jih zamenja za zelene obveznice. Vendar pa pri tem nastopijo pomembni transakcijski stroški. Druga možnost je, da z investicijsko banko sklene pogodbo o zamenjavi obrestnih mer, s katero pogodbeni stranki zamenjata denarne tokove. Pokojninski sklad bo investicijski banki v zameno za spremenljive obresti plačeval fiksne obresti na vnaprej dogovorjeni dan v določenem obdobju.

Za smelo uporabo izvedenih finančnih instrumentov moramo najprej opredeliti cilje, ki jih z njihovo uporabo želimo doseči in omejitve njihove uporabe v smislu obvladovanja tveganj. Izvedeni finančni instrumenti so pogosto stroškovno učinkovit način doseganja zelene izpostavljenosti, pri čemer velja, da se njihova primernost manjša z daljšanjem obdobja izpostavljenosti.

## **6) UPRAVLJANJE UPRAVLJAVCEV IN STROŠKOV INVESTIRANJA POKOJNINSKEGA SKLADA**

Učinkovito upravljanje pokojninskega načrta obsega upravljanje upravljavcev in stroškov investiranja pokojninskega sklada. Prvo vključuje izbiranje, nadzorovanje, nagrajevanje in če je potrebno, tudi zamenjavo upravljavcev pokojninskega sklada. Stroški investiranja obsegajo predvsem stroške trgovanja in skrbniških storitev.

Navedena faktorja imata pomemben vpliv na investicijsko uspešnost pokojninskega sklada, kar se ne koncu odraza na znesku privarčevanih sredstev in višini pokojninske rente.

### **6.1) UPRAVLJANJE UPRAVLJAVCEV**

#### **6.1.1) Izbira upravljavca pokojninskega sklada**

Osnovna naloga delodajalca, ki oblikuje pokojninski načrt za svoje zaposlene je, da izbere upravljavca, ki bo lahko učinkovito upravljal z razredi naložb, za katere delodajalec meni, da so optimalni za pokojninski načrt podjetja.<sup>12</sup>

Ustrezna izbira upravljavca zahteva predhodno odločitev o stopnji tveganja, ki ga lahko prevzame pokojninski načrt ter o obsegu naložb, za katere je predvideno aktivno upravljanje oziroma pasivno upravljanje (Surz, 1990, str. 183). Ko delodajalec opredeli

---

<sup>12</sup> Delodajalec bi imel večjo svobodo, če bi za svoje zaposlene oblikoval zaprt pokojninski sklad, kjer lahko postavi zahtevo po individualno oblikovani investicijski politiki. V naši praksi pa zaposleni pri delodajalcu pristopajo k pokojninskim načrtom z vnaprej določenimi investicijskimi politikami.



krog upravljavcev z odgovarjajočimi strategijami upravljanja, v ožji izbor izbere tiste, za katere meni, da lahko zagotovijo kontinuiteto storitve. Potrebno je oceniti, ali lahko pokojninski sklad uspešno deluje ob izgubi enega ali dveh ključnih sodelavcev.

Delodajalci od upravljavcev pogosto zahtevajo podatke o njihovi uspešnosti v preteklosti za čim daljše obdobje. Čeprav ima pretekla investicijska uspešnost kaj malo opraviti z investicijsko uspešnostjo v prihodnosti, lahko iz pridobljenih podatkov ocenimo, kako je upravljavec sledil opredeljeni investicijski politiki ter kakšna je njegova uspešnost v primerjavi z uspešnostjo drugih.

Zadnji korak v procesu izbire upravljavca je odločitev o številu upravljavcev<sup>13</sup>. Pri tem je potrebno upoštevati, da večje število upravljavcev povzroča večje stroške nadzora njihovega delovanja. Ob velikem številu upravljavcev tudi ne pride do izraza izjemno dobra (ali slaba) investicijska učinkovitost enega upravljavca.

Delodajalci pogosto najamejo svetovalce, ki jim pomagajo pri izbiri ustreznega upravljavca. Namen njihove odločitve je vsem vpletenim pokazati, da so v izbor upravljavca vložili primeren napor, kar lahko služi kot neke vrste zavarovanje pri oblikovanju končne odločitve. Svetovalci navadno razpolagajo s široko bazo informacij o upravljavcih, vključno s podatki o njihovi pretekli investicijski uspešnosti. Seveda pa so svetovalci lahko le v pomoč, saj je končna odločitev v rokah delodajalcev.

#### 6.1.2) Nadzor nad delovanjem upravljavcev

Izbiri upravljavca sledi spremljanje njegovih aktivnosti, ponavadi s strani delodajalcev in tudi zavarovancev, kajti investicijska uspešnost upravljavcev lahko odstopa od pričakovane. Zato je potrebno razviti kontrolne sisteme, s katerimi je moč ocenjevati skladnost aktivnosti upravljavca z investicijsko politiko in zagotoviti pravočasno povratno informacijo o investicijski uspešnosti upravljavca (Allen, 1997, str. 410).

Spremljanje aktivnosti upravljavca je mogoče le na podlagi pisno oblikovane investicijske politike in pisno opredeljenih smernic delovanja. Investicijska politika opredeljuje stopnjo tveganja, ki je sprejemljiva za pokojninski sklad, razrede naložb, ciljno sestavo naložb in dovoljena odstopanja od ciljne sestave naložb. Poleg tega so potrebna tudi pisno opredeljena pravila urejanja odnosov med delodajalcem in upravljavcem.

V kolikor delodajalec uporablja več upravljavcev, je potrebno za vsakega pripraviti natančne smernice delovanja, ki vključujejo:

---

<sup>13</sup> V naši praksi bodo verjetno upravljavci pokojninskih načrtov najemali druge upravljavce (specialiste) za posamezne vrste naložb (npr. za naložbe v tuje vrednostne papirje).

- investicijsko strategijo, ki jo mora slediti upravljavec,
- tehnike izvajanja investicijske strategije,
- seznam sprejemljivih izvedenih finančnih instrumentov,
- dovoljena odstopanja od ciljne sestave naložb,
- način ocenjevanja investicijske uspešnosti upravljavca,
- način določanja provizije za upravljanje,
- pogostost posredovanja informacij delodajalcu in njihova vsebina,
- pogoje, pod katerimi se delodajalec odloči za zamenjavo upravljavca.

Določitvi investicijske politike in smernic delovanja sledi spremljanje in nadziranje delovanja upravljavcev. Cilji nadziranja upravljavcev so:

- zagotavljati, da se njihove aktivnosti izvajajo v skladu z investicijsko politiko,
- ocenjevati njihovo investicijsko uspešnost,
- preprečevati upadanje premoženja zavarovancev, ki je lahko posledica slabega upravljanja ali celo neetičnih potez.

Pridobivanje pravih informacij, ob pravem času, je ključno za vsak sistem kontroliranja. V primeru nadziranja upravljavcev to pomeni stalno izmenjavo informacij med delodajalcem in zavarovanci na eni ter upravljavcem na drugi strani. Za izvajanje nadzora koristniki storitev zahtevajo trimesečna poročila o skladnosti portfelja naložb z investicijsko politiko, vključno z navedbo naložb in njihovimi deleži, poročilo o izvajanju investicijskih strategij, uporabi izvedenih finančnih instrumentov, stroških trgovanja, izvrševanju glasovalnih pravic in morebitnih drugih pomembnih elementih investicijske politike.

V kolikor se delodajalec odloči za več upravljavcev, je zanj, poleg donosnosti pokojninskega sklada (po odštetju vseh stroškov seveda), pomembna relativna uspešnost vsakega izmed upravljavcev. Izračunane mere uspešnosti so podlaga za nadaljne analize. Primarna skrb delodajalca je, kako bo uporabil pridobljene informacije. V kolikor je npr. uspešnost določenega upravljavca slaba, je potrebno razmisliti o nadaljnih korakih. Vzrok slabih rezultatov je lahko odstopanje upravljavca od začrtane investicijske politike, lahko gre za veliko nesposobnost upravljavca, ali pa je vzrok slabih rezultatov slabo oblikovana investicijska politika. Pred nadaljnimi potezami mora delodajalec oceniti, ali so slabi rezultati posledica dejavnikov, odvisnih od upravljavca, ali pa gre morda za druge dejavnike, na katere upravljavec nima vpliva (npr. neustrezna investicijska politika).

Za nadzor upravljavcev lahko delodajalci in zavarovanci oblikujejo naložbene oz. nadzorne svete. Njihov namen je, da oblikovanje in izvajanje pokojninskega zavarovanja sledi racionalnemu pristopu, tako pri oblikovanju investicijske politike, kot pri nadzorovanju aktivnosti in ugotavljanju uspešnosti upravljavcev. Dodatna prednost

formalne udeležbe naložbenega sveta pri oblikovanju in nadzorovanju investicijske politike je predhodna določitev investicijskih ciljev in primerjanje doseženih rezultatov s predhodno postavljenimi cilji. Naložbeni svet je vez med delodajalci in zavarovanci ter upravljavcem, ki lahko pomaga pri oblikovanju pravil izmenjave informacij, tako glede vsebine, kot glede pogostosti posredovanja.

### 6.1.3) Plačilo za storitev upravljanja

Plačilo za storitev upravljanja (provizija za upravljanje) je predmet pogajanj in tržnih razmer.<sup>14</sup> Na splošno poznamo tri načine nagrajevanja upravljavcev: fiksno določena provizija, provizija vezana na obseg sredstev v upravljanju, in provizija, ki je odvisna od investicijske uspešnosti (Divecha, 1990, str. 169).

Davis pravi, da obstajajo nekatera splošna pravila glede upravljavskih provizij. Upravljavske provizije so višje za manjše sklade kot za večje sklade, merjeno po obsegu sredstev v upravljanju, ter višje za pokojninske sklade z vnaprej določenimi koristmi v primerjavi s pokojninskimi skladi z vnaprej določenimi premijami (Davis, 1995, str. 130). Za majhne sklade z obsegom sredstev do 1 milijona USD znaša letna upravljavska provizija 2% sredstev v upravljanju za pokojninske sklade z vnaprej določenimi koristmi in 1,4% sredstev za pokojninske sklade z vnaprej določenimi premijami. Za pokojninske sklade, ki upravljajo sredstva v obsegu 150 milijonov USD pa letna upravljavska provizija znaša 0,7% oziroma 0,2%.

Na razvitih trgih se vedno bolj uporablja nagrajevanje upravljavcev, ki je vezano na njihovo uspešnost. Delodajalec in upravljavec se morata najprej sporazumeti o primerljivi meri uspešnosti in določiti pogoje, ob katerih se aktivira nagrajevanje po doseženi uspešnosti. Nadalje je potrebno določiti formulo za izračun provizije, ki vključuje osnovno provizijo, izračun provizije vezane na doseženo uspešnost in najvišjo vrednost provizije. Nazadnje pa je potrebno določiti tudi obdobje ugotavljanja uspešnosti, pri čemer je priporočljivo, da to obdobje ni krajše od enega leta.

Pri določanju načina nagrajevanja je potrebno upoštevati, da različni načini nagrajevanja spodbujajo različne aktivnosti upravljavcev. To je lahko še posebej problematično, če imajo upravljavci z nekaterimi strankami dogovorjeno fiksno provizijo, z drugimi provizijo, vezano na obseg sredstev, in s tretjimi provizijo, vezano na doseženo uspešnost.

---

<sup>14</sup> V Sloveniji se je ob začetku trženja prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj v letu 2001 večina upravljavcev odločila za najvišjo dovoljeno upravljavsko provizijo v višini 1,5% od povprečne letne čiste vrednosti sredstev v upravljanju. Po dobrem letu trženja so se prvi upravljavci že odločili za znižanje upravljavske provizije na 1,25%.

Študija Browna, Harlowa in Starksa o ravnanju upravljavcev, ki so nagrajevani v odvisnosti od dosežene uspešnosti, kaže na učinek navedenega nagrajevanja na prevzemanje tveganja upravljavcev (Logue, 1997, str. 263). Pri preučevanju 334 vzajemnih skladov, v obdobju od 1976 do 1991, so pri upravljavcih, ki so v prvem polletju posameznega leta dosegli podpovprečne rezultate, zasledili povečano variabilnost njihovih portfeljev naložb v drugi polovici leta. Povečanje prevzetega tveganja je bilo večje kot v skupini upravljavcev z nadpovprečnimi rezultati.

Zaključimo lahko, da lahko nagrajevanje na podlagi dosežene uspešnosti spodbuja prekomerno izpostavljanje tveganju. Upravljavci, ki so imeli slabe rezultate, skušajo maksimirati svojo provizijo z investiranjem v tvegane naložbe, kar pa je lahko v nasprotju z interesi pokojninskega sklada. Zato mora delodajalec razviti metodologijo, ki odkriva poskuse upravljavca po prekomernem izpostavljanju tveganju, katerega namen je povečanje verjetnosti, da bo prejel višjo provizijo.

Z vidika delodajalca in zavarovancev pokojninskega sklada je plačevanje provizije za upravljanje smotrno, v kolikor upravljavec sredstva oplemeniti. Lahko bi dejali, da mora učinkovitost upravljavca, ki vodi aktivno strategijo upravljanja, po odbitju vseh stroškov presegati učinkovitost (donosnost) pasivno upravljanega portfelja. V kolikor upravljavec ne dosega tega rezultata, je potrebno razmisliti o njegovi zamenjavi, ali se odločiti za pasivno strategijo upravljanja (Whitehouse, 2000, str. 65).

#### 6.1.4) Zamenjava upravljavca

Greenwich Associates ocenjujejo, da v Združenih državah Amerike kar 25% vseh pokojninskih načrtov letno zamenja upravljavce (Logue, 1997, str. 264). Med najbolj pogostimi razlogi za zamenjavo upravljavcev so:

- investicijski cilji pokojninskega sklada se lahko spremenijo, kar lahko zahteva drug tip upravljavca,
- upravljavec ne izvršuje investicijske politike,
- nezadovoljiva tveganju prilagojena investicijska uspešnost.

Temeljni problem pri sprejemanju odločitve o zamenjavi upravljavca je, da je v kratkem obdobju (npr. v manj kot treh letih) težko ugotoviti, ali je vzrok slabih rezultatov zgolj splet nesrečnih okoliščin, ali pa gre za vzroke na strani upravljavca. Zato se je smiselno držati pravila, da se upravljavca zadrži en cikel, ki je sestavljen iz rastočega trga in padajočega trga. Če je investicijska uspešnost upravljavca skozi celoten cikel absolutno in relativno slaba, ga je potrebno nadomestiti, v kolikor pa je zadovoljiva, ga bomo verjetno zadržali.

## 6.2) UPRAVLJANJE STROŠKOV INVESTIRANJA POKOJNINSKEGA SKLADA

Stroški investiranja zmanjšujejo vrednost portfelja. Zato mora biti vsaka transakcija spodbujena s ciljem, da bo transakcija dodala vrednost portfelju, ki bo višja od stroška investiranja.

Stroški nakupa ali prodaje vrednostnega papirja, ki kotira na organiziranem trgu, so stroški posredniške provizije in stroški vplivanja na tržno ceno (market impact costs). Pri transakcijah na OTC trgu posredniških provizij ni, vendar pa trgovci realizirajo zaslužek na podlagi razlike med prodajno in nakupno ceno. Navedeni stroški so merljivi, medtem ko je stroške vplivanja na tržno ceno bistveno težje izmeriti. Nekateri avtorji jih zato imenujejo "nevidni" stroški trgovanja.

Na popolnoma deljivem trgu bi enako potrpežljivi kupci in prodajalci trgovali brez stroškov. Stroški vplivanja na tržno ceno bi bili enaki nič. Če pa bi npr. prodajalec postal nepotrpežljiv in bi želel nenadoma izvesti prodajo, bo kupec v taki transakciji izpogajal ugodnejšo ceno in pridobil določeno korist. Nepotrpežljivost je lahko spodbujena s potrebo po pridobitvi ali investiranju sredstev (likvidnostni motiv), ali pa s prepričanjem o podcenjenosti, oziroma precenjenosti naložbe (informacijski motiv). Ker je pridobljena korist kupca enaka izgubljeni koristi prodajalca, gre za igro z ničelno vsoto med transaktorjema.

V realnem svetu so neposredne transakcije (brez posrednikov) redke. Pogosto se celo zgodi, da bi investitor želel prodati določeno naložbo, vendar na trgu ni povpraševanja. V takih primerih so trgovci pripravljene v posel vstopiti kot nasprotna stranka, za kar pa seveda zahtevajo določeno nadomestilo, ki se za investitorja kaže kot strošek zagotavljanja likvidnosti.

Konceptualno je strošek vplivanja na tržno ceno razlika med ceno, po kateri je bila izvedena transakcija in ceno, ki bi jo bilo mogoče doseči na popolnoma deljivem konkurenčnem trgu. V strokovni javnosti konsenz o načinu merjenja stroška vplivanja na tržno ceno še ne obstaja, obstaja pa kar nekaj možnih rešitev. Eden izmed pristopov navedeni strošek meri kot razliko med tržno ceno v času sprejetja odločitve in tržno ceno ob realizaciji transakcije.

Pomembno vprašanje v zvezi s stroški vplivanja na tržno ceno je, ali obstaja povezanost med plačano posredniško provizijo in stroški vplivanja na tržno ceno, na način, da plačevanje višje posredniške provizije znižuje celotne transakcijske stroške zaradi kvalitetnejše posredniške storitve in boljše dosežene cene.

Študija Berkowitza, Louga in Noserja (Logue, 1997, str. 271) ugotavlja, da povečanje posredniške provizije za 1 cent zniža stroške vplivanja na tržno ceno za manj kot 1 cent. Zato lahko zaključimo, da naj upravljavci pokojninskih skladov za izvrševanje transakcij iščejo čim cenejše posrednike.

#### 6.2.1) Obvladovanje stroškov investiranja

Ob ostalem nespremenjenem višji transakcijski stroški znižujejo investicijsko uspešnost pokojninskega sklada. Ob predpostavki, da znašajo transakcijski stroški nakupa, oziroma prodaje naložbe, 0,25% vrednosti transakcije, bi se samo zaradi transakcijskih stroškov donosnost portfelja 100 milijonov EUR in opravljenih transakcijah v višini 200 milijonov EUR zmanjšala za pol odstotne točke.

Znižanje transakcijskih stroškov lahko tako pomembno pripomore k večji donosnosti pokojninskega sklada.

Kot smo že dejali, transakcijske stroške znižujemo z iskanjem cenejših posrednikov. Drug način zniževanja transakcijskih stroškov je zmanjšanje števila transakcij. Obseg in pogostost transakcij sta odvisna od likvidnostnih potreb (npr. izplačevanje pokojninskih rent) in od investicijske strategije (pasivne strategije zahtevajo malo trgovanja, aktivne strategije pa več).

K obvladovanju stroškov investiranja pa pripomore tudi uporaba izvedenih finančnih instrumentov, saj omogočajo stroškovno učinkovito prestrukturiranje portfelja naložb.

#### 6.2.2) Vpliv "mehkih dolarjev"

Zadnje pomembno vprašanje s področja stroškov investiranja je vprašanje "mehkih dolarjev" (soft dollars) in usmerjanja provizij. O "mehkih dolarjih" govorimo takrat, kadar je izvajanje transakcij zaupano določenemu posredniku, ker od njega pričakujemo korist v obliki drugih storitev (npr. storitev investicijskega svetovanja). Takšno ravnanje je v nasprotju z načelom skrbnosti agenta, ki zahteva, da mora porabljen denar pokojninskega sklada služiti samo koristim pokojninskega sklada.

V primeru usmerjanja provizij zaradi "mehkih dolarjev" upravljavec najverjetneje nima pred očmi na prvem mestu koristi pokojninskega sklada, temveč daje prednost lastnim koristim.

Po podatkih Greenwich Associates 45% javnih skladov in 32% privatnih skladov usmerja provizije (Logue, 1997, str. 273).

## **7) KAKO IZBOLJŠATI UPRAVLJANJE POKOJNINSKEGA SKLADA**

Pokojninski skladi imajo, vsaj v razvitih ekonomijah, pomembno vlogo v procesu alokacije prihrankov. Njihovo aktivno upravljanje s sredstvi pomaga vzdrževati učinkovit trg, ki se kaže v alokaciji sredstev k najboljšim podjetjem (naložbam). Možno je, da prispevajo tudi k višji ravni domačega varčevanja in posledično k močnejšemu in hitreje rastočemu gospodarstvu. Gledano z drugega zornega kota, so pokojninski skladi predvsem pomembni za zaposlene, saj je njihov namen zagotavljati primerne pokojnine za ekonomsko varno starost.

Pot k boljšemu upravljanju pokojninskega sklada, in seveda k izboljšanju njegove učinkovitosti, je večdimenzionalna (Logue, 1997, str. 316). Najprej moramo opredeliti cilje pokojninskega sklada in analizirati možne oblike pokojninskega sklada. Z namenom zagotoviti skrbno odločanje, sledi oblikovanje pisne investicijske politike in smernic za njeno uresničevanje. Naložbene aktivnosti morajo omogočati preudarno upravljanje s tveganji in zagotavljati, da dosežene donosnosti opravičujejo prevzeta tveganja.

### **7.1) OPREDELITEV CILJEV POKOJNINSKEGA NAČRTA IN NJEGOVE OBLIKE**

Preudarno oblikovanje pokojninskega načrta se začne z opredelitvijo cilja. Gre za vprašanje, kaj želi doseči delodajalec ter za vprašanje, kaj pričakujejo zaposleni.

Z vidika delodajalca, ki (delno) financira pokojninski načrt, je njegova finančna (so)udeležba smiselna le, če s tem povečuje sposobnost pritegniti in zadržati visoko kvalitetne zaposlene in sposobnost usmerjati njihova ravnanja.

Zaposleni bodo, zaradi različnih razlogov, za privlačne opredelili več različnih pokojninskih načrtov. Starejši zaposleni bodo verjetno preferirali pokojninske načrte z vnaprej določenimi pokojninskimi rentami, ker zagotavljajo višjo raven varnosti. Po drugi strani, pa se bodo mlajši zaposleni raje odločali za pokojninske načrte z bolj tvegano naložbeno politiko.

Različne oblike pokojninskega načrta (pokojninski načrt z vnaprej določenimi premijami, pokojninski načrt z vnaprej določenimi pokojninskimi rentami, kombinirani pokojninski načrt) imajo svoje prednosti in slabosti.

Če delodajalec potrebuje zaposlene s posebnimi znanji in želi upravljati s starostno sestavo svojih zaposlenih, je verjetno najprimernejši pokojninski načrt z vnaprej opredeljenimi pokojninskimi rentami. V primeru, da so stroški pridobitve novih zaposlenih nizki, ker

posebna znanja niso potrebna, pa bo z vidika delodajalca učinkovitejši pokojninski načrt z vnaprej opredeljenimi premijami.

Ne glede na izbrano obliko pokojninskega načrta, pa uspeh ne bo zagotovljen, v kolikor se ne bodo uresničili cilji pokojninskega načrta. Pri oblikovanju pokojninskega načrta je potrebno paziti, da se vključuje v shemo nagrajevanja zaposlenih v podjetju, ter da bo zasnovan tako, da bo v podjetje pritegnil zaposlene z želenimi lastnostmi. Navsezadnje je potrebno poudariti, da je potrebno pokojninski načrt obravnavati v njegovem bistvu, in sicer kot sredstvo dogovarjanja med zaposlenimi in delodajalcem.

## 7.2) INVESTICIJSKA POLITIKA POKOJNINSKEGA SKLADA

Drugi korak na poti k doseganju boljše učinkovitosti pokojninskega sklada je pisno oblikovana investicijska politika, ki usmerja aktivnosti upravljanja in investiranja. Primarni namen pisno oblikovane investicijske politike je opredeliti smernice za sprejemanje odločitev in vsem zainteresiranim omogočiti vpogled v cilje pokojninskega načrta in poti za doseg teh ciljev.

Posebno pozornost je potrebno posvetiti razreševanju konfliktov interesov, ki nastanejo med različnimi udeleženci, ki nastopajo pri upravljanju pokojninskega načrta. Zato je potrebno oblikovati ustrezno politiko komuniciranja med udeleženci in zagotoviti, da se sredstva pokojninskega sklada upravljajo samo v korist zavarovancev.

Investicijska politika mora zagotoviti tudi odgovore na situacije, ki jih lahko vnaprej predvidimo. Gre npr. za vprašanje ravnanja upravljavcev v primeru nenadnega padca cen na trgih. Ali bodo v tem primeru upravljavci dejansko sestavo naložb prilagodili ciljno opredeljeni sestavi naložb ali pa bodo samo zmanjšali delež naložb v delnice ?

Pri tem je najpomembnejše, da dnevno poslovno odločanje ni improvizacija zaradi neustrezno oblikovanih smernic, temveč mora biti dnevno izvajanje investicijskih aktivnosti podrejeno dolgoročno postavljeni investicijski politiki.

## 7.3) PROFESIONALNA SKRBNOST UPRAVLJAVCA

Vprašanje profesionalne skrbnosti je pomembno vedno, kadar se upravljanje finančnega premoženja zaupa tretjemu - strokovnjaku upravljavcu. Profesionalna skrbnost označuje razmerje zaupanja med strokovnjakom, ki upravlja finančno premoženje in osebo, ki je strokovnjaka najela za opravljanje te storitve. Temelj tega zaupanja je brezpogojna zaveza strokovnjaka, da je vodilo vseh njegovih odločitev in aktivnosti samo izpolnjevanje interesov naročnika.



Za upravljavce to ni lahka naloga, saj se lahko zgodi, da se ekonomsko racionalno obnašanje in pravilo skrbnosti včasih lahko izključujeta. Za naročnike pa je ključno, kaj lahko pričakujejo od strokovnjaka, ki je zavezan profesionalni skrbnosti. Gre za vprašanje sprejemanja odločitev, ki mora biti podprto tako z analitičnega kot s teoretičnega vidika. Nadalje gre za prevzemanje odgovornosti za izvedene in za opuščene aktivnosti. Končno gre za vprašanje dobre vere in zaupanja, da najeti strokovnjak delo dobro opravlja.

Upravljavci morajo razumeti, da lahko ravnanje, ki na prvi pogled deluje skrbno, vodi v neželene posledice. Mnogi upravljavci menijo, da bo njihov položaj varen, če bodo dosegali rezultate, kot jih dosega večina konkurentov. Zato bodo pri sprejemanju svojih odločitev skušali slediti odločitvam drugih, kar pa lahko vodi v prekomerno investiranje v varne naložbe, kljub dejstvu, da te naložbe nudijo podpovprečne, tveganju prilagojene, donosnosti.

Vprašanje profesionalne skrbnosti je lahko posebej težavno za upravljavce javnih pokojninskih načrtov, v kolikor njihova zaveza profesionalne skrbnosti ni ustrezno pravno urejena (Logue, 1997, str. 319). Le ti so namreč pogosto pod pritiskom političnih mnenj, ki imajo svoj pogled na profesionalno skrbnost. Včasih ni ustrezne kratkoročne alternative, zato morajo upravljavci spretno krmariti med interesi pokojninskega sklada in interesi javnih skupnosti, dolgoročno pa si je potrebno zagotoviti neodvisnost pri oblikovanju investicijskih odločitev. Zdi se, da je najboljša pot izobraževanje politikov in zavarovancev in predstavljanje možnih posledic nepreudarnega upravljanja.

Skrben upravljavec ima ustrezna znanja o investicijskih strategijah, vsako odločitev skrbno pretehta in vodi popolno dokumentacijo o informacijah in analizah, na podlagi katerih je sprejel investicijsko odločitev. Prevzemanje zaveze profesionalne skrbnosti je v ozki povezavi s prevzemanjem odgovornosti za izvedena ali opuščena dejanja, kar pomeni, da je potrebno neskrbna ravnanja sankcionirati.

#### 7.4) INVESTIRANJE

Najpomembnejša investicijska odločitev je oblikovanje dolgoročne strateške alokacije naložb. Nekateri upravljavci premalo pozornosti posvečajo temu vprašanju na račun "zanimivih" področij kot so novi finančni instrumenti in strategije investiranja, ki (naivnemu investitorju) obljublajo visoke donose ob minimalnem tveganju.

Donosi, ki jih lahko pričakujemo od naložbe v pokojninski sklad in tveganja, ki jih bo potrebno prevzemati, so primarno določeni s strateško alokacijo naložb in sekundarno z odmiki od strateške alokacije naložb. Taktična alokacija naložb, strategija zavarovanja

portfelja in druge strategije so uporabne, vendar pa je največjega pomena izpostavljenost pokojninskega sklada do posameznih razredov naložb.

Zavarovanci in delodajalci seveda pričakujejo, da bodo pokojninski skladi delali bolje. To pa ne pomeni, da se bodo zaradi večjih pričakovanih donosov enostavno izpostavljali prekomernemu tveganju. Pogosto je mogoče učinkovitost pokojninskega sklada izboljšati že z nadzorom osnov upravljanja s sredstvi: vzdrževanje nizkega nivoja transakcijskih stroškov in primerne ravni upravljalvske provizije.

#### 7.5) UPRAVLJANJE

Peti korak k izboljšanju učinkovitosti pokojninskega sklada vključuje vse upravljalvske aktivnosti, ki niso povezane z alokacijo sredstev in izbiranjem naložb.

Gre za upravljanje upravljavcev, spremljanje in ocenjevanje njihove investicijske uspešnosti in nadzorovanje stroškov investiranja.

Za učinkovito upravljanje upravljavcev potrebujemo analitično podprt sistem, ki zagotavlja pravočasno informacijo o doseženih rezultatih in omogoča nadziranje investicijske politike. Za izvajanje ocenjevanja investicijske uspešnosti, moramo biti seznanjeni z:

- različnimi merami uspešnosti in njihovo izrazno močjo,
- prilagajanjem izkazane donosnosti tveganju naložbe,
- izbiranjem ustreznih primerjav,
- razstavljanjem dejavnikov investicijske uspešnosti.

Ponovno je potrebno poudariti, da je trgovanje drago. Upravljalvci trgujejo zato, ker sledijo investicijski strategiji, ali zaradi zadovoljevanja likvidnostnih potreb. Nadziranje transakcijskih stroškov se prične s pravilnim merjenjem, pri čemer ne smemo pozabiti stroškov vplivanja na tržno ceno. Namen spremljanja stroškov je, da se za izvrševanje transakcij ne plačuje več, kot je potrebno, ter da se za plačilo dobi samo tista storitev, ki jo dejansko potrebujemo. Posebno pozornost moramo posvetiti usmerjanju provizij in problemu "mehkih dolarjev".

#### 7.6) UPRAVLJANJE S TVEGANJI

Upravljanje s tveganji ni odprava tveganj. Pokojninski sklad, ki bi želel preprosto odpraviti tveganje, bi vsa svoja sredstva investiral v državne kratkoročne vrednostne papirje (zakladne menice). Seveda pa lahko pričakujemo, da taka naložbena politika ne bi zagotovila donosov, ki jih zavarovanci pričakujejo.

Če želimo povečevati premoženje, je tveganja potrebno prevzemati. V zvezi z upravljanjem s tveganji je nekaj pravil, ki jih morajo upoštevati vsi upravljavci.

Prevzemanje manjšega tveganja pomeni nižje pričakovane donose. Upravljavci morajo razumeti strategije upravljanja s tveganji, ki jih uporabljajo, kar vključuje tudi možnost predvidevanja rezultatov ob različnih bodočih razmerah. Nazadnje je potrebno poudariti, da so izvedeni finančni instrumenti dobri in slabi obenem. So uporabni, stroškovno učinkoviti, vendar kompleksni. Zato je predvsem pomembno, da smo sposobni oceniti posledice njihove uporabe.

## **8) SLOVENSKIM POKOJNINSKIM SKLADOM NA POT**

Veliko do sedaj povedanega velja za pokojninske sklade na razvitih trgih kapitala, ki izpolnjujejo pogoje za učinkovit trg kapitala (predvsem merjenje investicijske uspešnosti in upravljanje s tveganji). Slovenija zaenkrat to še ni, vprašanje pa je, ali lahko zaradi svoje majhnosti in tradicionalne vezanosti na bančni sistem sploh razvije učinkovit trg kapitala.

### **8.1) VRSTE POKOJNINSKIH SKLADOV V SLOVENIJI**

V Sloveniji smo se odločili za pokojninske sklade z vnaprej opredeljenimi premijami. Pri nas so lahko izvajalci dodatnega prostovoljnega pokojninskega zavarovanja pokojninski skladi in zavarovalnice (Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, 1999). Pokojninski skladi so pokojninske družbe in vzajemni pokojninski skladi. Vzajemni pokojninski skladi so lahko odprtega tipa (član odprtega sklada je lahko kdorkoli), poznamo pa tudi zaprte vzajemne pokojninske sklade. Člani slednjih so lahko le zaposleni pri delodajalcu, ki je ustanovitelj zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada.

Pokojninska družba je pravna oseba, ki ima dovoljenje za opravljanje dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in je hkrati to tudi njena izključna dejavnost. Pokojninska družba je pravzaprav specializirana zavarovalnica, organizirana kot delniška družba, s posebnimi zahtevami glede kapitala, kvalificiranega lastništva, kadrovskih in drugih pogojev, ki so določeni v Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju in zakonu, ki ureja zavarovalništvo.

V primerjavi z vzajemnim pokojninskim skladom ima pokojninska družba pomembno prednost, saj poleg varčevalnega dela (vplačila premij), nudi zavarovancem tudi neposredno izplačilo dodatnih starostnih pokojnin.

Vzajemni pokojninski sklad, za razliko od pokojninske družbe, ni pravna oseba, temveč predstavlja premoženje zavarovancev – članov vzajemnega sklada, s katerim upravlja banka ali zavarovalnica. Vzajemni pokojninski sklad ustanovi upravljavec takega sklada, ki je lahko zavarovalnica, ali pa banka, z dovoljenjem za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov. Posli upravljanja vzajemnega pokojninskega sklada obsegajo zbiranje premij prostovoljnega dodatnega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev, upravljanje s premoženjem in unovčenje oziroma izplačevanje odkupnih vrednosti.

Vzajemni pokojninski sklad lahko zavarovancem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ponudi le varčevalni del. Ko zavarovanci izpolnijo pogoje za pridobitev pravic iz dodatnega zavarovanja, mora upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada, v imenu in za račun zavarovanca, skleniti z zavarovalnico življenjsko zavarovanje v višini privarčevanih sredstev (odkupne vrednosti vplačanih premij), na osnovi katerega zavarovanec pridobi pravico do doživljenjske mesečne pokojninske rente.

Lahko bi dejali, da sta pokojninska družba in vzajemni pokojninski sklad različni obliki enega produkta – prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

## 8.2) TRG PROSTOVOLJNEGA DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA

Na slovenskem trgu ponuja izvajanje pokojninskih načrtov kar 17 ponudnikov. Podobno kot na področju bančništva, borznega posredništva in upravljanja investicijskih skladov tudi na trgu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja beležimo veliko število ponudnikov za trg z dvema milijonoma prebivalcev. Verjetno je veliko število ponudnikov finančnih storitev naša posebnost, kar pa se zna spremeniti z zaostritvijo konkurence ob vstopu v Evropsko unijo.

Preglednica 8.1: Ponudniki prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v maju 2002

Pokojninske družbe	Zavarovalnice	Upravljalci vzajemnih pokojninskih skladov
Druga penzija	Adriatic	Abanka
Moja naložba	Krekova zavarovalnica	Banka Koper
Pokojninska družba A	Slovenica	Generali SKB zavarovalnica
Pokojninska družba SKB	Triglav	Kapitalska družba
Prva pokojninska družba	Zavarovalnica Grawe	Probanka
Skupna pokojninska družba	Zavarovalnica Maribor	

Vir: Kranjec, 2002a.

Med ponudniki prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je šest pokojninskih družb, šest zavarovalnic in pet upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov. Večina ponudnikov je zavarovance za svoje pokojninske načrte začela pridobivati v letu 2001, medtem ko v maju 2002 trije ponudniki (Krekova zavarovalnica, Zavarovalnica Grawe in Zavarovalnica Maribor) svoje ponudbe na področju dodatnih pokojninskih zavarovanj še ne tržijo, čeprav imajo odobrene pokojninske načrte s strani ministrstva za delo.

Podatki o zbranih premijah, številu pridobljenih zavarovancev in podjetij kažejo na pričakovanje, da bo trg obvladovalo nekaj velikih ponudnikov.

Preglednica 8.2: Trg prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja po stanju na dan 30.4.2002

	Vrednost premij (v milijonih SIT)	Število zavarovancev	Število podjetij
Zavarovalnica Triglav	2.500	34.683	1.066
Kapitalski vzajemni pokojninski sklad	2.060	20.543	74
Pokojninska družba A	1.950	20.218	107
Skupna pokojninska družba	1.900	24.000	75
Prva pokojninska družba	726	18.059	391
Skupaj prvih pet ponudnikov	9.136	117.503	1.713
Skupaj vsi ponudniki	10.163	147.430	2.001

Vir: Kranjec, 2002a.

Pet največjih ponudnikov je zbralo kar 90% vseh vplačanih premij, pridobili so 80% vseh zavarovancev in 86% vseh podjetij, ki so za svoje zaposlene oblikovala kolektivne pokojninske načrte. Med navedenimi ponudniki po obsegu zbranih premij izstopa

Zavarovalnica Triglav, ki je kot edini ponudnik svojo ponudbo pokojninskih zavarovanj začela tržiti že v letu 2000. Zavarovalnica Triglav izstopa tudi po dejstvu, da pri njej prevladujejo individualni zavarovanci, medtem ko pri ostalih ponudnikih prevladujejo zavarovanci, ki so vključeni v kolektivne pokojninske načrte podjetij. Zavarovalnici Triglav, po obsegu zbranih premij, sledijo Kapitalski vzajemni pokojninski sklad, Pokojninska družba A in Skupna pokojninska družba z okoli dvema milijardama premij, medtem ko Prva pokojninska družba s 726 milijoni zbranih premij že kar precej odstopa od navedene trojke.

Preglednica 8.3: Vplačane premije (v milijonih SIT)

	30.10.01	31.12.01	30.04.02
Zavarovalnica Triglav	1.287	1.700	2.500
Kapitalski vzajemni pokojninski sklad	270	566	2.060
Pokojninska družba A	50	1.679	1.950
Skupna pokojninska družba	826	1.054	1.900
Prva pokojninska družba	247	331	726
Skupaj prvih pet ponudnikov	2.680	5.330	9.136
Skupaj vsi ponudniki	3.010	5.709	10.163

Vir: Kranjec 2002 in Kranjec 2002a.

Tudi na podlagi podatkov o dinamiki plačevanja premij v pokojninske sklade lahko zaključimo, da bo na trgu izstopalo pet največjih ponudnikov. V obdobju od 30.10.2001 do 30.4.2002 se je njihov tržni delež (merjeno po vplačanih premijah) gibal med 89% in 93%. Iz navedenih podatkov izhaja hitra rast obsega vplačanih premij zaradi vstopanja novih zavarovancev, ki zaenkrat prispevajo še vedno velik delež v vseh premijah. Ponudniki ocenjujejo, da bodo do konca leta 2002 zbrali 24 milijard SIT premij in pridobili 290.000 zavarovancev (Toplak, 2002).

Verjetno bi bilo veliko presenečenje, če bi se uspel med največjih pet uvrstiti kakšen nov ponudnik, saj bi lahko postavili tezo, da si je prva peterica priborila pomembno prednost. Medtem ko so se podjetja v začetku za posamezne ponudnike odločala predvsem na podlagi stroškov, ugleda ustanoviteljev (kot garanta varnosti) in obljubljenih donosov, je danes vedno bolj pomembno, katera znana in uspešna podjetja so ponudniki uspeli pridobiti. Še vedno pa niso javno dostopni podatki o pomembnem informacijskem elementu, in sicer o doseženi donosnosti.

V maju 2002 so bili prvič objavljeni tudi podatki o sestavi naložb nekaterih slovenskih pokojninskih skladov.

Preglednica 8.4: Sestava naložb nekaterih pokojninskih skladov na dan 30.4.2002 (v %)

	Zavarovalnica Triglav	Pokojninska družba A	Skupna pokojninska družba	Prva pokojninska družba	Druga penzija
Državne obveznice	61,7	61,6	83,5	60	80
Depoziti	5,5	28,2	11,2	30	20
Podjetniške obveznice	29	8,5	5,3	5	0
Delnice	0,8	1,7	0	5	0
Tuji vrednostni papirji	3	0	0	0	0

Vir: Kranjec, 2002a.

Podatki o sestavi naložb kažejo, da upravljalci pokojninskih skladov vodijo konzervativno investicijsko politiko. Tak pristop je pričakovan in razumljiv vsaj zaradi naslednjih razlogov:

- Predpisana zajamčena donosnost odvrta upravljalce od bolj tveganih naložbenih politik.
- Upravljalci so nagrajani v odvisnosti od obsega sredstev v upravljanju in ne v odvisnosti od dosežene investicijske uspešnosti.
- Slaba likvidnost slovenskega trga vrednostnih papirjev in velika nihanja cen lastniških vrednostnih papirjev. Ta so pogosto posledica presežne ponudbe oziroma povpraševanja, in ne notranje vrednosti podjetja, zato dodatno odvrta od naložb v lastniške vrednostne papirje.

Med naložbami slovenskih pokojninskih skladov prevladujejo naložbe v državne obveznice in bančne depozite, medtem ko večina upravljalcev sredstev še ne investira v delnice in tuje vrednostne papirje.

### 8.3) NEKATERE SLABOSTI PRAVNEGA OKVIRA POSLOVANJA POKOJNINSKIH SKLADOV

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je urejeno v Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. Poslovanje vzajemnega pokojninskega sklada, z izjemo sestave naložb, je urejeno v Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, medtem ko je poslovanje ostalih dveh vrst izvajalcev pokojninskih načrtov (zavarovalnic in pokojninskih družb) urejeno v Zakonu o zavarovalništvu.

Glede na že obravnavane značilnosti regulatornih režimov po Vittasu lahko slovensko pravno ureditev poslovanja pokojninskih skladov označimo kot rigorozen režim, saj so pri

nas izpolnjene naslednje predpostavke rigoroznega regulatornega režima (Vittas, 1997, str. 25):

- določena stopnja izbire posameznika (npr. zamenjava upravljavca),
- izvajalci pokojninskega varčevanja morajo imeti dovoljene za poslovanje,
- varčevalec ima lahko le en varčevalni račun,
- vsi zaposleni v podjetju so lahko vključeni le v en pokojninski sklad,
- predpisane so dovoljene vrste stroškov v breme varčevalcev,
- natančna pravila glede dovoljenih naložb in njihovega obsega,
- prepoved naložb v tujino, ali ostre omejitve naložb v tujino,
- predpisane minimalne zajamčene donosnosti.

Zanimivo je, da od vseh značilnosti, ki jih Vittas pripisuje rigoroznemu regulatornemu režimu, ne izpolnjujemo le zadnje značilnosti, in sicer državnega jamstva za izplačevanje dodatnih pokojnin.

Po mojem mnenju je potrebno izpostaviti naslednji temeljni slabosti obstoječe pravne ureditve poslovanja pokojninskih skladov:

- pravila vrednotenja naložb pokojninskih družb in zavarovalnic na eni strani ter vzajemnih pokojninskih skladov na drugi strani se razlikujejo, kar pa je nesprejemljivo,
- predpisana zajamčena donosnost bo verjetno negativno vplivala na donosnost pokojninskih skladov in posledično na višino pokojninskih rent.

### 8.3.1) Pravila vrednotenja naložb

Zanimivo je, da nadzor nad poslovanjem vzajemnih pokojninskih skladov izvaja Agencija za trg vrednostnih papirjev, medtem ko poslovanje pokojninskih družb nadzira Agencija za zavarovalni nadzor, ki je obenem tudi nadzornik zavarovalnic. Agencija za trg vrednostnih papirjev se je pri predpisovanju pravil vrednotenja naložb vzajemnih pokojninskih skladov zgledovala po pravilih vrednotenja naložb vzajemnih skladov, kjer velja načelo, da se naložbe vrednotijo po tržnih cenah, saj le ob takem principu vrednotenja naložb investitorji, ki dnevno vstopajo (izstopajo) v vzajemni sklad za enoto premoženja vzajemnega sklada plačajo "pošteno vrednost".<sup>15</sup> Pokojninske družbe, katerim način vrednotenja naložb predpisuje Agencija za zavarovalni nadzor, pa lahko izbirajo način vrednotenja naložb. Svoje naložbe lahko vrednotijo tako kot vzajemni pokojninski

---

<sup>15</sup> Sklep o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada.



skladi, ali kot zavarovalnice, pri katerih pa velja načelo previdnosti. Zavarovalnica namreč svoje naložbe vrednoti po nižji ceni, pri čemer primerja nakupno ceno in tržno ceno.<sup>16</sup>

Po mojem mnenju je nedopustno, da za različne izvajalce (oblike) prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja veljajo različna pravila vrednotenja naložb, saj dosežene letne donosnosti izvajalcev ne bodo primerljive.

V primeru, da vzajemni pokojninski sklad na začetku leta kupi obveznico po ceni 100%, njena tržna vrednost (borzna cena) na zadnji dan leta pa znaša 103%, bo sklad obveznico vrednotil po 103% in pri tej naložbi izkazal 3% letno donosnost. Pokojninska družba, ki naložbe vrednoti po načelu previdnosti, pa bi navedeno naložbo konec leta izkazovala po nakupni vrednosti 100%. Pričakovati je, da bodo dosežene donosnosti pomembna referenca izvajalcev, pri čemer bodo zaradi različnih pravil vrednotenja vzajemni skladi izkazovali boljše rezultate kot pokojninske družbe v letih, ko bodo tečajji naložb naraščali in enake rezultate v letih, ko bodo tečajji padali. Pričakujemo tudi lahko, da bodo pokojninske družbe, z namenom izkazati doseženo donosnost, prisiljene realizirati nerealizirane kapitalske dobičke s prodajo naložb. Bistveno lažja rešitev kot pojasnjevanje zavarovancem, zakaj je izkazana donosnost drugačna (nižja) kot pri vzajemnem pokojninskem skladu, je seveda, da pokojninska družba navedeno obveznico proda po 103% in realizira 3% letno donosnost. Če je bil edini namen transakcije "prevrednotenje" portfelja, je transakcija z vidika pokojninske družbe neracionalna, saj gredo transakcijski stroški v večini primerov v breme pokojninske družbe. Dodaten negativen učinek je seveda "navidezen" promet, ki se bo odvijal preko borze, kajti transakcije (prodaja in ponoven nakup) bodo izvedene le z namenom "lovljenja" izkazane donosnosti konkurenta - vzajemnega pokojninskega sklada.

Menim, da je nujno čimprej poenotiti pravila vrednotenja naložb, in sicer po pravilih, ki veljajo za vzajemne pokojninske sklade. Le tako bodo namreč pokojninske družbe in vzajemni pokojninski skladi primerljivi, zavarovanci pokojninskih družb pa bodo vplačevali in dobili izplačano "pošteno vrednost" naložb, ki pripada njihovim vplačanim premijam.

Poleg te najpomembnejše pomanjkljivosti, ki na nedopusten način ločuje pokojninske družbe in vzajemne pokojninske sklade, omenjam še naslednje elemente, ki otežujejo primerljivost med pokojninskimi družbami in vzajemnimi pokojninskimi skladi:

- vzajemni pokojninski skladi nimajo zakonske obveze po revidiranju izkazov poslovanja,

---

<sup>16</sup> Sklep o podrobnejšem načinu vrednotenja knjigovodskih postavk in sestavljanju računovodskih izkazov zavarovalnic.

- pokojninske družbe zavarovancem praviloma zaračunavajo vstopne in izstopne stroške in upravljavsko provizijo, medtem ko večina vzajemnih pokojninskih skladov poleg navedenih stroškov zavarovancem po ureditvi, ki velja pri vzajemnih skladih zaračunavajo nekatere dodatne stroške,
- različen nadzornik.

Dejstvo, da je za nadzor nad poslovanjem pokojninskih družb pristojen en nadzornik, za nadzor nad poslovanjem vzajemnih pokojninskih skladov pa drug nadzornik, je nenavadno. Verjetno je opisan problem različnih pravil vrednotenja naložb pokojninskih družb in vzajemnih pokojninskih skladov vsaj nekoliko povezan s tem dejstvom. Dodatno je potrebno poudariti, da so pokojninske družbe in vzajemni pokojninski skladi, če izvzamemo izplačevanje pokojninskih rent, varčevalni, in ne zavarovalniški produkt. Zato bi bilo verjetno primerneje, da bi nadzor nad sestavo naložb pokojninskih družb opravljala Agencija za trg vrednostnih papirjev, kar že opravlja pri vzajemnih pokojninskih skladih.

Problem dvotirne urejenosti kaže tudi na možnost različne obravnave. Tako na primer za vzajemne pokojninske sklade ni zakonske obveze po revidiranju izkazov poslovanja, medtem ko pokojninske družbe to obveznost imajo.<sup>17</sup>

Kot sem že navedel, so bili v prvem obdobju trženja pokojninskih zavarovanj stroški pomemben element razlikovanja med ponudniki. V medijih so se pojavljale primerjave stroškov posameznih ponudnikov, pri čemer se ni opozorilo na morebitne dodatne stroške, ki bremenijo zavarovance. Vzajemni pokojninski skladi namreč po vzoru ureditve pri vzajemnih skladih praviloma poleg upravljavske provizije ter vstopnih in izstopnih stroškov zavarovancem zaračunajo še stroške kot so: stroške borze in klirinško depotne družbe pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, stroške plačilnega prometa, stroške nadomestil nadzornim institucijam in stroške banke skrbnice. Čeprav je oblikovanje politike zaračunavanja storitev poslovna odločitev, menim, da bi bilo primerno, da se oblikuje standard oblikovanja stroškov, ki bi omogočal zavarovancu ugotoviti končni strošek produkta in mu olajšal primerjavo stroškov med različnimi izvajalci.

### 8.3.2) Omejevanje sestave naložb in predpisana zajamčena donosnost

Ena izmed značilnosti rigoroznega regulatornega režima je tudi predpisovanje dovoljenih naložb, njihovega obsega ter zajamčene donosnosti.

S predpisovanjem pravil glede dovoljenih naložb, njihovega obsega in zajamčene donosnosti, država pomembno omejuje investicijske možnosti upravljavcev.

---

<sup>17</sup> Verjetno je navedeno dejstvo posledica pomote in ne prepričanja, da poslovanja vzajemnih pokojninskih skladov ni potrebno revidirati.

Na razvitih trgih kapitala (npr. Združene države Amerike in Velika Britanija) pokojninski skladi ne poznajo omejitev glede dovoljenih naložb in njihovega obsega, ali pa so te omejitve šibke. Upravljavci morajo pri odločanju o naložbah spoštovati tako imenovano načelo preudarnega moža (prudent man rule), ki zahteva oblikovanje smotrno diverzificiranega portfelja, vendar ne postavlja posebnih omejitev, razen naložb v finančne instrumente delodajalca, ki financira pokojninski načrt (World Bank, 1994, str. 191).<sup>18</sup> Upravljavci po načelu preudarnega moža in skrbnega strokovnjaka sami oblikujejo omejitve pri investicijski politiki.

Preglednica 8.5: Dovoljene naložbe slovenskih izvajalcev pokojninskih načrtov

Zap. št.	Vrsta naložbe	Naložbe istega izdajatelja	Naložbe skupaj
1	vrednosti papirji, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, Banka Slovenije, država članica oziroma država članica OECD oziroma mednarodna finančna organizacija, oziroma za katere jamči ena od teh oseb	ni omejitev	ni omejitev
2	obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD	5%	ni omejitev
3	obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji oziroma državi članici oziroma državi članici OECD	1%	10%; (3+5)
4	delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD	5%	30%; (4+5+TS*)
5	delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD, in če so izdane kot vrednostni papir	1%	30%; (4+5+TS*) 10%; (3+5) 5%
6	investicijski kuponi vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje z namenom razpršitve in omejitve tveganj		30%; (4+5+TS*) 40%; NS**
7	terjatev iz naslova posojil, zavarovanih z zastavno pravico na nepremičnini, če je zastavna pravica vpisana v zemljiški oziroma drugi javni knjigi v Republiki Sloveniji oziroma državi članici, In če višina terjatve ni višja od 60 odstotkov vrednosti nepremičnine, ugotovljene na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke oziroma na drug primeren način	5%	

<sup>18</sup> V Združenih državah Amerike so naložbe v delodajalca omejene na 10% vrednosti naložb, v Veliki Britaniji pa na 5% vrednosti naložb pokojninskega sklada.

8	terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD, oziroma za izplačilo katerih, vključno z obrestmi, jamči banka s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD	5%	
9	terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovane z zastavno pravico na vrednostnih papirjih iz 1., 2. oziroma 4. točke tega Odstavka	5%	
10	terjatve iz naslova drugih posojil, ki so ustrezno zavarovane	2%	5%
11	predplačila na račun odkupne vrednosti zavarovanja na podlagi zavarovalnih polic in posojila zavarovana z odkupno vrednostjo zavarovalne police		
12	nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičnini (na primer stavbna pravica) - če so vpisane v zemljiški knjigi oziroma drugi javni knjigi v Republiki Sloveniji oziroma državi članici, - če dajejo donos oziroma je v zvezi z njimi mogoče pričakovati donos, in - če je bila nakupna cena določena na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke oziroma na drug primeren način	10%	30%
13	naložbe v depozite pri banki s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD	10%	30%
14	gotovina v blagajni oziroma na vpoglednem denarnem računu		3%

Opombe:

TS\* - naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki ne dajejo zajamčenega donosa,

NS\*\* - naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zajamčen donos.

Vir: Zakon o zavarovalništvu, 121. in 122. člen.

Slovenski pokojninski skladi nimajo omejitev le pri naložbah v vrednostne papirje izdajateljev z najvišjo boniteto: Republika Slovenija, Banka Slovenije, država članica EU ali OECD oziroma finančna organizacija, za katero jamči ena od teh oseb. Naložbe v vrednostne papirje ostalih izdajateljev, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, lahko predstavljajo največ 5% naložb pokojninskega sklada oziroma največ 1%, če se z vrednostnim papirjem ne trguje na organiziranem trgu. Skupaj so naložbe v tvegane (lastniške) instrumente omejene na 30% naložb pokojninskega sklada, kar velja tudi za bančne depozite. Medtem ko Zakon o zavarovalništvu natančno predpisuje dovoljene naložbe in jih po obsegu omejuje, nekoliko preseneča, da zakon ne pozna prepovedanih naložb, tako kot je to urejeno npr. v Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, kjer so zaradi konflikta interesov izrecno prepovedane naložbe investicijskih skladov v povezane osebe (družba za upravljanje, banka skrbnica, depozitar, borzoposredniška družba, ki opravlja posle posredovanja za vzajemni sklad in lastniki družbe za upravljanje) in transakcije s povezanimi osebami.

Verjetno bi lahko sprejeli tezo, da so zaradi nerazvitosti slovenskega trga kapitala omejitve obsega naložb varnostni element za zavarovance, pri čemer seveda posredno priznavamo, da imamo upravljavce, ki kljub podeljenim licencam niso vredni zaupanja. Veliko večji problem pa po mojem mnenju predstavlja predpisovanje zajamčene donosnosti.

Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju v 298. členu določa, da znaša zajamčeni donos 40% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Dokler ni bil objavljen Pravilnik o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje, je v strokovni javnosti obstajalo veliko vprašanj, kaj pomeni "40% povprečne letne obrestne mere".

Iz navedenega pravilnika izhaja, da se pri izračunu zajamčene donosnosti, ki jo mesečno ugotavlja minister za finance, upoštevajo dolgoročni državni vrednostni papirji, nominirani v SIT in EUR, ki so bili izdani v javni ponudbi na domačem ali tujem trgu v zadnjih dveh letih. Pri izračunu se upošteva dosežena donosnost pri izdaji. Donosnost se izračunava posebej za državne obveznice nominirane v SIT in posebej za državne obveznice nominirane v EUR, pri čemer se kot ponderji uporabijo vrednosti izdaj.

Zajamčena donosnost na osnovi tolarskega povprečnega donosa se računa kot vsota revalorizacije (TOM) in 0,4 kratnika realnega dela tolarskega povprečnega donosa. Podobno se zajamčena donosnost na osnovi EUR povprečnega donosa računa kot vsota 0,4 kratnika EUR povprečnega donosa in mesečne rasti tečaja EUR preračunane na letno raven po konformni metodi.

Zajamčena donosnost se izračuna kot seštevek zajamčene donosnosti za tolarski del in del nominiran v EUR, pri čemer se uporabijo ustrezni ponderji.

V kolikor upravljavec za zavarovanca ne doseže zajamčene donosnosti, mora razliko do zajamčene donosnosti doplačati sam. Seveda pa v tem primeru ostane tudi brez upravljavske provizije. Zato bo vsak racionalen upravljavec ravnal tako, da ne bo prevzemal nepotrebnih tveganj ter oblikoval portfelj pokojninskega sklada, ki bo zelo podoben portfelju, ki se upošteva pri izračunu zajamčene donosnosti. Navedeno tezo potrjujejo tudi podatki o naložbah pokojninskih skladov, kjer prevladujejo naložbe v državne obveznice. Zato lahko tudi pričakujemo, da se bodo dejanske dosežene donosnosti gibale okoli zajamčene donosnosti.

Tuje izkušnje kažejo, da dosegajo pokojninski skladi v državah, kjer je predpisana zajamčena donosnost, slabše rezultate, kot v državah, kjer tega predpisa ne poznajo. Minimalna zajamčena donosnost je v predpisana za švicarske pokojninske sklade, in sicer v višini 4% letno. V Singapurju pa je predpisana minimalna zajamčena donosnost 2,5%

(Vittas, 1997, str. 22). Že predstavljeni podatki o donosnosti pokojninskih skladov, po posameznih državah v letih od 1966 do 1990, kažejo, da so bili švicarski pokojninski skladi v skupini podpovprečno donosnih pokojninskih skladov.

V zvezi z našo metodologijo izračunavanja zajamčene donosnosti navajam še nekaj dodatnih problemov:

- neustrezno nagrajevanje upravljavcev,
- problem "dvoletnega okna",
- problem zgodovinskih vrednosti,
- problem spreminjanja ponderja med tolarskim in EUR delom.

Pri nas je upravljavska provizija določena v % od vrednosti sredstev v upravljanju in lahko znaša največ 1,5% povprečne letne vrednosti sredstev v upravljanju. Če upravljavec ne doseže minimalne zajamčene donosnosti, je posledično seveda ob upravljavsko provizijo. Upravljavci ne bodo stimulirani za prevzemanje tveganj, dokler morajo pokrivati izgube, medtem ko ne morejo biti udeleženi pri delitvi dobička nad zajamčeno donosnostjo.

Predpisovanje zajamčene donosnosti z "dvoletnim oknom" je neprimerno, saj je investicijski horizont pokojninskih skladov mnogo daljši. Navedeno dejstvo pokojninske sklade spodbuja k naložbam, pri katerih je mogoče kratkoročno računati na donose na račun dolgoročnejših naložb z višjo pričakovano donosnostjo.

Nadaljnji problem je, da je z navedeno metodologijo vgrajena zgodovinska krivulja donosnosti. V obdobju padajočih donosnosti se lahko primeri, da zaradi zgodovinsko visokih donosnosti, ki povečujejo zajamčeno donosnost, le te ni mogoče doseči, saj so trenutne investicijske možnosti na trgu bistveno slabše od preteklih. Naveden problem je še posebej pomemben danes, ko velik del portfelja pokojninskih skladov predstavljajo tekoče mesečne premije.

Poseben problem predstavlja spreminjanje ponderja med tolarskim in EUR delom. Pri izračunu zajamčene donosnosti se upoštevajo javno ponujene izdaje državnih obveznic v zadnjih dveh letih. Tako se vsak mesec ob izračunu ugotovijo izdaje, ki so relevantne za izračun. V kolikor se v izračun uvrsti velika izdaja nominirana v SIT ali EUR, ali pa če iz izračuna izpade, ima to lahko velik vpliv na ponder za izračun zajamčene donosnosti tolarskega, in posledično, EUR nominiranega dela.

Preglednica 8.6: Ponderji pri izračunu zajamčene donosnosti za izdaje nominirane v SIT in za izdaje nominirane v EUR

Mesec	Ponder SIT	Ponder EUR
okt 00	12,22%	87,78%
nov 00	12,22%	87,78%
dec 00	16,64%	83,36%
jan 01	16,64%	83,36%
feb 01	17,72%	82,28%
mar 01	26,98%	73,02%
apr 01	18,52%	81,48%
maj 01	18,52%	81,48%
jun 01	17,86%	82,14%
jul 01	17,86%	82,14%
avg 01	17,86%	82,14%
sep 01	17,86%	82,14%
okt 01	19,35%	80,65%
nov 01	19,35%	80,65%
dec 01	20,26%	79,74%
jan 02	26,09%	73,91%
feb 02	28,45%	71,55%
mar 02	41,80%	58,20%
apr 02	44,97%	55,03%

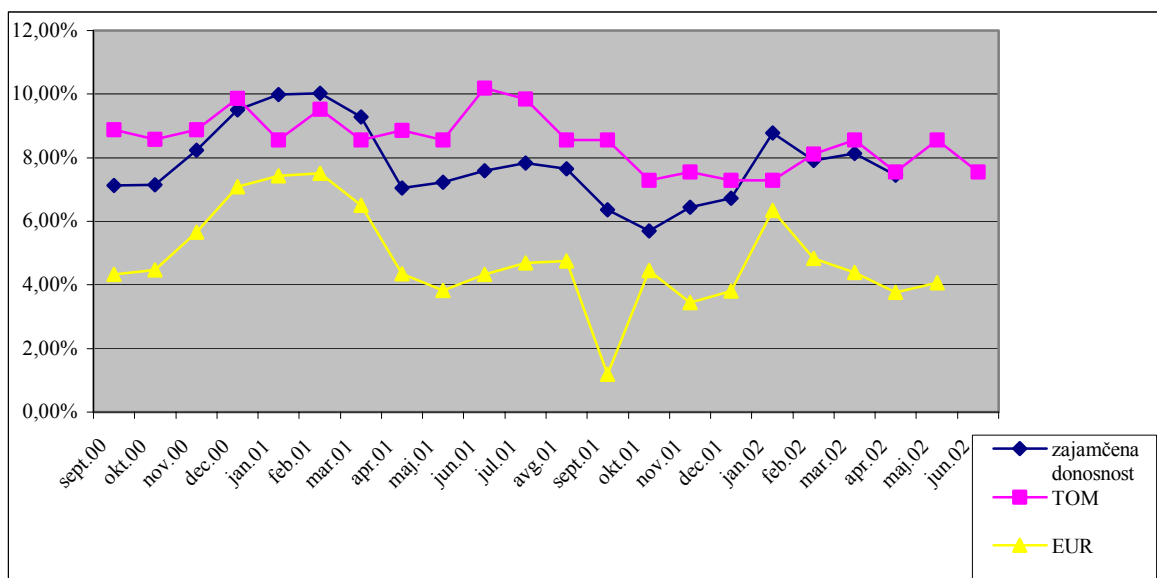
Vir: Interni podatki Skupne pokojninske družbe, d.d., Ljubljana

Spreminjanje ponderjev pri izračunu zajamčene donosnosti v povezavi z določbami Zakona o zavarovalništvu glede omejevanja tveganj pomembno vpliva na investicijsko politiko pokojninskega sklada.

Zakon o zavarovalništvu v 129. členu določa, da kadar so upravičenja, ki gredo zavarovancu na podlagi zavarovalne pogodbe neposredno povezana s spremembo indeksa vrednostnih papirjev oziroma druge referenčne vrednosti, morajo naložbe kritnega sklada, ki ga zavarovalnica oblikuje v zvezi s temi zavarovanji, v največji možni meri obsegati naložbe v ustrezne vrednostne papirje, ki po lastnostih in tržnosti ustrezajo tistim, ki so podlaga za določitev indeksa oziroma druge referenčne vrednosti. Navedena določba velja za zavarovanja, pri katerih zavarovanec prevzema naložbeno tveganje, torej velja tudi za prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje.

Obveznost pokojninskega sklada do zavarovanca je zagotoviti zajamčeno donosnost, zato mora pokojninski sklad naložbe kritnega sklada oblikovati tako, da se kar najbolj približa portfelju obveznic, ki so v izračunu zajamčene donosnosti.

Slika 8.1: Mesečna zajamčena donosnost, TOM in spremembe EUR, izraženo na letnem nivoju v obdobju september 2000 - maj 2002



Vir: Ministrstvo za finance, 2002 in lastni izračuni.

Glede na formulo izračuna zajamčene donosnosti (TOM oziroma rast EUR + 40% realne donosnosti) in predstavljene podatke o ponderjih je logično pričakovati, da bo na zajamčeno donosnost najbolj vplivala tista mera ohranjanja vrednosti, pri kateri bo večji ponder. Ponder izdaj nominiranih v EUR se je od oktobra 2002 zniževal iz skoraj 90% na dobrih 70% v februarju 2002, nato pa je v dveh mesecih sledil padec na 55%. Zato je pričakovano, da je krivulja zajamčene donosnosti (v začetnem delu) visoko povezana s krivuljo sprememb EUR.

Verjetno so danes upravljavci pokojninskih skladov pred težko nalogo prestrukturiranja portfelja zaradi velikih sprememb v ponderjih, dodatno pa jih omejuje tudi dejstvo, da na trgu ni več tako donosnih naložb kot so bile pred dvema letoma.

Navedena problema postavljata dodatne pomisleke k smiselnosti predpisovanja zajamčene donosnosti.

#### 8.4) VLOGA POKOJNINSKIH SKLADOV V SLOVENSKEM FINANČNEM PROSTORU

Lahko bi dejali, da so v Sloveniji ob uvedbi pokojninskih skladov obstajala velika pozitivna pričakovanja (vsaj v borznih krogih) o vplivu pokojninskih skladov na trg



kapitala. Ocenjevalo se je, da bo vpliv sprememb pokojninskega sistema na trg kapitala precejšen in pozitiven (Veselinovič, 2000, str. 405). Primerjalni podatki o sestavi naložb tujih pokojninskih skladov (predvsem pokojninskih skladov v Združenih državah Amerike in v Veliki Britaniji) so napotovali na zaključek, da bomo v Sloveniji s pokojninskimi skladi dobili tip institucionalnega investitorja, ki bo razmahnil trg (lastniškega) kapitala. Dosedanje poslovanje pokojninskih skladov pa je pokazalo, da so pokojninski skladi zaenkrat na trgu kapitala povsem neopazni.

Razlogov za tako stanje je po mojem mnenju več. Najpomembnejši razlog vidim v predpisani zajamčeni donosnosti in v predpisovanju sestave naložb, zanemariti pa seveda ne smemo tudi dejstva, da obseg zbranih premij pokojninskih skladov še ne more konkurirati obsegu sredstev drugih finančnih posrednikov.

In kakšne so tuje izkušnje glede vpliva pokojninskih skladov na trg kapitala?

Davis navaja, da obstaja povezanost med deležem tržne kapitalizacije v bruto domačem proizvodu države in deležem sredstev pokojninskih skladov v bruto domačem proizvodu (Davis, 1995, str. 174). Države, v katerih so pokojninski skladi pomembni investitorji, imajo razvite trge kapitala, medtem ko je trg kapitala v državah, kjer imajo pokojninski skladi relativno majhen delež naložb v bruto domačem proizvodu (npr. Nemčija in Italija), manj pomemben. Seveda pa ostaja vprašanje, kaj je vzrok in kaj posledica ?

Preglednica 8.7: Naložbe pokojninskih skladov in tržna kapitalizacija konec leta 1991

Država	Delež naložb v bruto domačem proizvodu (v %)	Delež tržne kapitalizacije v bruto domačem proizvodu (v %)
Združene države Amerike	51	74
Velika Britanija	60	99
Nemčija	3	25
Japonska	5	93
Kanada	32	45
Nizozemska	46	42

Vir: Davis, 1995, str. 175

Ker so pokojninski skladi usmerjeni na doseganje pozitivnih realnih donosov, lahko ugodno vplivajo predvsem na razvoj trga kapitala lastniških instrumentov (Davis, 1995, str.195). Razvoj lastniškega dela trga kapitala lahko olajša zagotavljanje tveganega kapitala rastočim podjetjem in zmanjšuje odvisnost podjetij od bank. Tuje izkušnje kažejo, da se naložbe pokojninskih skladov v lastniške instrumente lahko stimulirajo s fleksibilnimi pravili vrednotenja naložb, z uveljavitvijo pravila preudarnega moža pri oblikovanju portfelja naložb in z varovanjem pravic delničarjev. Pri slednjem gre

predvsem za zagotavljanje enake obravnave delničarjev, ob prevzemih in ob izvrševanju glasovalnih pravic, ter za predkupno pravico ob novih izdajah delnic.

Predpisana zajamčena donosnost in predpisana sestava naložb vplivata omejevalno predvsem na tvegane naložbe slovenskih pokojninskih skladov. Ker upravljavci skladov za prevzemanje dodatnega tveganja niso nagrajani s soudeležbo pri delitvi ustvarjenega dobička, jamčijo pa za zajamčeno donosnost, v tako neuravnoteženem sistemu seveda niso stimulirani za oblikovanje bolj tveganih portfeljev. Po drugi strani pa lahko pokojninski skladi naložbam v lastniške instrumente namenijo največ 30% svojih naložb. Zaradi navedenih omejitev vloga pokojninskih skladov na lastniškem trgu kapitala ne bo mogla biti tako pomembna, kot je vloga pokojninskih skladov npr. v Veliki Britaniji, kjer je v njihovih naložbah preko 80% naložb v delnice ali v Belgiji in na Irskem, kjer imajo pokojninski skladi v svojih naložbah preko 50% delnic (glej preglednico 2.3).

Slovenski pokojninski skladi so tako pri izkoriščanju tipične prednosti pokojninskih skladov (dolgoročen investicijski horizont) omejeni z dovoljenim obsegom naložb v delnice. Poznano je namreč, da je pričakovana donosnost delnic, v primerjavi z drugimi razredi naložb, najvišja. Cena omejevanja bo nižja dosežena donosnost pokojninskih skladov kot bi lahko bila, in posledično, nižje pokojninske rente zavarovancev.

Če slovenski pokojninski skladi ne bodo poživili lastniškega trga kapitala, ali lahko pozitivno vplivajo na likvidnost, širino in globino dolžniškega dela trga kapitala ?

Zaradi metodologije izračunavanja zajamčene donosnosti in glede na razpoložljive podatke o sestavi naložb slovenskih pokojninskih skladov, lahko pričakujemo, da bodo imeli pokojninski skladi večino svojih naložb v državnih obveznicah. Ne morem se znebiti občutka, da si je država, z ureditvijo pravil investiranja pokojninskih skladov na račun zavarovancev, zagotovila stalne financerje proračunskega primanjkljaja.

Sekundarni trg državnih obveznic v Sloveniji je izrazito nelikviden, po mojem mnenju pa ga tudi prisotnost pokojninskih skladov ali kakega drugega institucionalnega tipa investitorja ne bo poživila. Tuje izkušnje kažejo, da se za institucionalne investitorje oblikujejo vzporedni trgi (trgovanje s svežnji vrednostnih papirjev izven borze), na katerih se trguje z velikimi količinami vrednostnih papirjev, kar seveda nima nobenega vpliva na likvidnost trga, na katerem nastopajo mali investitorji. Tudi pri nas se predvsem z državnimi obveznicami veliko poslova sklone v obliki svežnjev izven borze in ne vidim razlogov, da ne bi bilo tako tudi v bodoče.

Ostane nam še vprašanje naložb slovenskih pokojninskih skladov v tujini. Glede na predpisana pravila o omejevanju tveganj, in glede na pričakovanja o vstopu Slovenije v

Evropsko unijo in nadalje v Evropsko monetarno unijo, so (bodo) naložbe slovenskih pokojninskih skladov na tujih (evropskih) trgih nujnost. Možnih varnih naložb s primerno donosnostjo, nominiranih v EUR, je danes v Sloveniji malo, zato bodo slovenski pokojninski skladi hitro prisiljeni iskati primerne naložbe v tujini. Da bodo ljudje lahko računali na dodatno pokojnino čez 10, 20 ali več let in bodo domači pokojninski skladi primerljivi s pokojninskimi skladi drugje v Evropi, se jim ne sme dovoliti, da imajo več kot samo razmeroma majhen delež domačih vrednostnih papirjev (Ribnikar, 2001, str. 6).

Vežano na tuje izkušnje so vplivi pokojninskih skladov na trg kapitala po državah različni. Njihova temeljna korist je, da spreminjajo ročnost ponudbe finančnih sredstev, saj je njihov investicijski horizont daljši od investicijskega horizonta gospodinjstev.

V Sloveniji lahko pričakujemo, da povečanje varčevanja v pokojninskih skladih ne bo šlo na račun ostalih varčevalnih oblik gospodinjstev, saj dosedanje izkušnje kažejo, da se velika večina zavarovancev v pokojninske sklade vključuje preko podjetij, ki tudi največkrat zagotovijo vir za financiranje premij. Tako lahko pričakujemo, da bodo pokojninski skladi pozitivno vplivali na povečanje obsega varčevanja ter, kar je še pomembneje, trgu priskrbeli ponudbo dolgoročnih sredstev.

## **9) SKLEP**

Upravljanje s pokojninskimi skladi zahteva veliko tehničnih sposobnosti, zdrav razum, poznavanje pravil investiranja in poznavanje zgodovine finančnih trgov.

Katere faktorje bi lahko opredelili kot faktorje uspeha v tej panogi ?

Upravljanje pokojninskih skladov je, vsaj na razvitih finančnih trgih, velik posel. Kot vsaka druga pomembna dejavnost zahteva talentirane izvajalce, ki so ključ do uspeha. Kadri morajo biti visoko usposobljeni in primerno nagrajeni.

Pri upravljanju pokojninskega sklada je vključenih veliko interesnih skupin, zato je potrebno njihovim razmerjem posvetiti posebno pozornost. Potrebno se je spopasti s konflikti interesov in jih reševati v korist pokojninskega sklada in zavarovancev.

Pokojninski sklad in njegove financerje moramo obravnavati po načelu delujočega podjetja z dolgoročnim časovnim horizontom. Posebno pozornost je potrebno usmeriti sistematičnemu in dolgoročno naravnemu pristopu razvoja investicijske politike in modelu sprejemanja odločitev.

Zdrav razum in tehnična usposobljenost sta enako pomembna. Tudi strokovnjaki imajo lahko različna mnenja o (ne)učinkovitosti trga in o podcenjenosti ali precenjenosti posameznih naložb. Vendar pa mora določeni ugotovitvi slediti smiselna strokovna odločitev. Finančni trgi in njihovo razumevanje se skozi čas spreminja in razvija, zato je za zagotavljanje strokovne usposobljenosti upravljalcev nujno stalno izobraževanje.

Končno poudarimo, da je človek tisti, ki je izvor dobre investicijske uspešnosti pokojninskega sklada in nosilec potrebnih sprememb za izboljšanje delovanja. Upravljavec mora zaokroževati sposobnosti ekonomista, managerja, pravnika in politika. Razumeti mora zgodovino finančnih trgov in vedeti, da danes in jutri ni isto kot včeraj. Upravljanje s pokojninskimi skladi je, še bolj kot druge gospodarske dejavnosti, odvisno od dobre presoje tistih, ki so odgovorni za poslovanje pokojninskega sklada.

## LITERATURA

- 1) Allen Everett T. et al.: Pension Planning, eighth edition. New York: Irwin/Mc Graw-Hill, 1997. 518 str.
- 2) Bailey Jeffery V.: Investment Policy: The Missing Link. Fabozzi Frank J., ed., Pension Fund Investment Management. London: Mc Graw-Hill Book Company, 1990, str. 11-26.
- 3) Brigham Eugene F. & Gapenski Louis C.: Intermediate Financial Management. Orlando: The Dryden Press, 1996. 1018 str.
- 4) D'Ambrosio Charles A.: Portfolio Management Basics. Maginn John L. & Tuttle Donald L., ed., Managing Investment Portfolios, Second Edition. Boston: Warren, Gorham&Lamont, 1990, Chapter 2, str. 1-48.
- 5) Davis Philip E.: Pension Funds. New York: Oxford University Press, 1995. 337 str.
- 6) Dietz Peter O. & Kirschman Jeannette R.: Evaluating Portfolio Performance. Maginn John L. & Tuttle Donald L., ed., Managing Investment Portfolios, Second Edition. Boston: Warren, Gorham&Lamont, 1990, Chapter 14, str. 1-58.
- 7) Divecha Arjun & Mencher Nick: Manager Fees from the Performance Viewpoint. Fabozzi Frank J., ed., Pension Fund Investment Management. London: Mc Graw-Hill Book Company, 1990, str. 167-179.

- 8) Dunford David M.: Futures and Options Strategies in Portfolio Management. Maginn John L. & Tuttle Donald L., ed., Managing Investment Portfolios, Second Edition. Boston: Warren, Gorham&Lamont, 1990, Chapter 11, str. 1-76.
- 9) Fabozzi Frank J.: Foundations of Financial Markets and Institutions. New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1994. 666 str.
- 10) Greenstein Mark: Elements of the Regulatory Landscape Applying to Pension Plans. Clifford Kirsch E., ed, The Financial Services Revolution. Chicago: Irwin Professional Publishing, 1997, Chapter 10, str. 273-282.
- 11) Glancy Simon: European retirement Provision in the 21 st Century. Dublin: Lafferty Publications Limited, 1995. 148 str.
- 12) Harrison Debbie: Pension Fund Investment in Europe. London: FT Financial Publishing, 1995. 193 str.
- 13) Hull John C.: Options, Futures & Other Derivatives, fourth edition. New Jersey: Prentice-Hall Inc., 2000. 698 str.
- 14) Hussain Iftikhar: Household Sector Saving and Wealth Accumulation. London: Financial Services Authority, 2000. 40 str.
- 15) Ibbotson Associates: Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1996 Yearbook. Chicago: Ibbotson Associates, 1996. 210 str.
- 16) Jorion Philippe: Value at Risk. New York: MC Graw-Hill, 2000. 543 str.
- 17) Kimpel John M.: Mutual Fund Investment in Participant – Directed Retirement Plans. Clifford Kirsch E., ed, The Financial Services Revolution. Chicago: Irwin Professional Publishing, 1997, Chapter 10, str. 255-272.
- 18) Kranjec Samo: Vodilno vlogo ima pet družb. Ljubljana: Finance on-net, 2002. (URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=16018>), 6.1.2002.
- 19) Kranjec Samo: Obseg premij lepo raste. Ljubljana: Finance on-net, 2002a. (URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=24003>), 15.5.2002.
- 20) Logue Dennis E. & m Rader Jack S. Rader: Managing Pension Plans. Boston: Harvard Business School Press, 1997. 409. str.

- 21) Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
- 22) Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 123 str.
- 23) Preda Stefano et. al.: Funds and Portfolio Management Institutions. Amsterdam: Elsevier Science Publishers B. V., 1991. 449 str.
- 24) Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija I. Del: Denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1987. 322 str.
- 25) Ribnikar Ivan: Nevzdržne omejitve za portfeljske naložbe. Ljubljana: Finance, 2001, 41, str. 17.
- 26) Schmidt William A.: The Revolution in Retirement Savings. Clifford Kirsch E., ed, The Financial Services Revolution. Chicago: Irwin Professional Publishing, 1997, Chapter 9, str. 247-253.
- 27) Sharpe William F.: Asset Allocation. Maginn John L. & Tuttle Donald L., ed., Managing Investment Portfolios, Second Edition. Boston: Warren, Gorham&Lamount, 1990, Chapter 7, str. 1-71.
- 28) Sharpe William F. & Alexander Gordon J.: Investments, fourth edition. New Jersey: Prentice-Hall International, 1990a. 833 str.
- 29) Surz Ronald J.: Structuring Managers Using Fundamentals. Fabozzi Frank J., ed., Pension Fund Investment Management. London: Mc Graw-Hill Book Company, 1990, str. 183-196.
- 30) The World Bank: Averting The Old Age Crisis – A World Bank Policy Research Report. Oxford: Oxford University Press, 1994. 402 str.
- 31) Toplak Simona: Pokojninci: 6 milijard SIT. Ljubljana: Finance on-net, 2002. (URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=18798>), 21.2.2002.
- 32) Veselinovič Draško: Vpliv notranjih in zunanjih dejavnikov na razvoj trga kapitala. Mramor Dušan, ur., Trg Kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000, str. 398-415.

33) Vitas Dimitri: Regulatory Controversies of Private Pension Funds. Economic Development Institute of the World Bank: Pension Systems – From Crisis to Reform. Washington, D.C.: World Bank, 1996. 25 str.

34) Whitehouse Edward: Paying for Pensions. London: Financial Services Authority, 2000. 103 str.

35) Whyman Adele: Market Opportunities in European Pensions. London: FT Financial Publishing, 1996. 212 str.

## **VIRI**

1) Ministrstvo za finance: Odredbe in objave o minimalni zajamčeni donosnosti. (URL: [http://www.gov.si/mf/slov/obvezn/izracun\\_min\\_don.htm](http://www.gov.si/mf/slov/obvezn/izracun_min_don.htm)), 7.6.2002

2) Pravilnik o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje (URL: [http://www.gov.si/mf/slov/obvezn/izracun\\_min\\_don.htm](http://www.gov.si/mf/slov/obvezn/izracun_min_don.htm)), 7.6.2002.

3) Sklep o podrobnejšem načinu vrednotenja knjigovodskih postavk in sestavljanju računovodskih izkazov zavarovalnic (Uradni list RS, št. 118/2000).

4) Sklep o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada (Uradni list RS, št. 109/2001).

5) Skupna pokojninska družba, d.d., Ljubljana: Interna gradiva, 2002.

6) Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje: Zavarovanci pokojninskega in invalidskega zavarovanja. (URL: <http://www.zpiz.si.iso/Zavarovanci/zavarovanci.html>), 29.4.2002.

7) Zakon o invalidskem in pokojninskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 106/99).

8) Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/1994).

9) Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/2000).