

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO**

**VPLIV VREDNOTENJA NALOŽB POKOJNINSKIH  
SKLADOV NA DONOSNOST PREMOŽENJA V OKVIRU  
PROSTOVOLJNEGA DODATNEGA POKOJNINSKEGA  
ZAVAROVANJA V SLOVENIJI**

**Ljubljana, maj 2006**

**ANDREJA MRAVINC**

## IZJAVA

Študentka Andreja Mravinc izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Marka Hočevarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

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

# Kazalo

1. UVOD .....	1
2. POKOJNINSKI SISTEM .....	5
2.1 Vloga pokojninskega sistema .....	5
2.2 Pokojninski sistem v Sloveniji .....	7
3. PROSTOVOLJNO DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE V SLOVENIJI .....	10
3.1 Opredelitev .....	10
3.2 Pokojninski načrt .....	12
3.3 Izvajalci pokojninskega načrta .....	13
3.3.1 Zavarovalnice za življenjska zavarovanja .....	13
3.3.2 Pokojninske družbe .....	14
3.3.3 Vzajemni pokojninski skladi .....	15
3.4 Upravljanje s premoženjem pokojninskih skladov .....	17
3.4.1 Struktura naložb pokojninskih skladov .....	20
3.4.2 Minimalna zajamčena donosnost .....	22
3.5 Zakonodajni okvir poslovanja pokojninskih skladov .....	27
3.6 Nadzor nad poslovanjem pokojninskih skladov .....	29
3.7 Stanje na področju dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji ...	31
3.8 Pokojninska direktiva 2003/41/ES .....	35
4. VREDNOTENJE FINANČNIH NALOŽB .....	37
4.1 Opredelitev finančnih naložb .....	37
4.2 Delitev finančnih naložb .....	38
4.2.1 Delitev finančnih naložb glede na ročnost naložb .....	38
4.2.2 Glede na vrsto finančnega instrumenta .....	39
4.2.3 Ostala razvrščanja finančnih naložb po računovodskih standardih .....	39
4.3 Pripoznavanje in odpravljanje pripoznanj finančnih naložb po SRS .....	41
4.4 Začetno računovodsko merjenje finančnih naložb .....	44
4.5 Vrednotenje finančnih naložb v odvisna podjetja, skupaj obvladana podjetja in pridružena podjetja .....	45

4.5.1 Naložbena metoda .....	45
4.5.2 Kapitalska metoda .....	46
4.5.3 Metoda sorazmernega uskupinjevanja .....	46
<b>4.6 Primerjava vrednotenja po nabavni vrednosti, LOCOM metodi in pošteni vrednosti .....</b>	<b>47</b>
<b>4.7 Vrednotenje dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih podjetje namerava obdržati do zapadlosti.....</b>	<b>53</b>
4.7.1 Nakup dolžniških vrednostnih papirjev po nominalni ceni .....	53
4.7.2 Nakup dolžniških vrednostnih papirjev po ceni, ki ni enaka 100% .....	54
4.7.2.1 Vrednotenje po odplačni vrednosti - linearna amortizacija diskontov in premij.....	55
4.7.2.2 Vrednotenje po odplačni vrednosti - amortizacija diskontov in premij po efektivni obrestni meri .....	56
<b>4.8 Vrednotenje finančnih naložb po pošteni vrednosti .....</b>	<b>58</b>
<b>4.9 Vrednotenje finančnih naložb po SRS in MRS .....</b>	<b>61</b>
4.9.1 Finančne naložbe, izmerjene po pošteni vrednosti .....	62
4.9.2 Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva .....	62
4.9.3 Finančne naložbe v posesti do zapadlosti .....	63
4.9.4 Terjatve in posojila .....	65
4.9.5 Naložbene nepremičnine in naložbene premičnine .....	68
4.9.6 Varovanje pred tveganjem.....	68
<b>5. VREDNOTENJE FINANČNIH NALOŽB V POKOJNINSKIH SKLADIH V SLOVENIJI .</b>	<b>74</b>
5.1 Vrednotenje finančnih naložb v vzajemnih pokojninskih skladih .....	74
5.2 Vrednotenje finančnih naložb v pokojninskih družbah in zavarovalnicah	76
5.2.1. Uvedba poštene vrednosti v računovodsko poročanje v zavarovalnicah	77
5.3 Vpliv različnih metod vrednotenja na donosnost pokojninskih skladov ..	80
5.3.1 Vpliv gibanja tržnih obrestnih mer na vrednost obveznic .....	80
5.3.1.1 Zmanjševanje tržnih obrestnih mer .....	81
5.3.1.1 Zviševanje tržnih obrestnih mer .....	82
5.3.2 Vpliv gibanja tržnih obrestnih mer na vrednost portfelja pokojninskega sklada.....	84
<b>6. SKLEP .....</b>	<b>88</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>91</b>
<b>VIRI.....</b>	<b>93</b>

# 1. Uvod

Življenje posameznika sestavljajo tri življenjska obdobja: obdobje rasti in učenja, obdobje aktivnega ustvarjanja in tretje življenjsko obdobje, v katerem se njegove aktivnosti umirijo. Solidno finančno preskrbljenost v starosti si mora posameznik s pomočjo družbe zagotoviti že v aktivnem delu življenja.

Države Evropske unije se po ugotovitvah Evropske komisije srečujejo z do sedaj nevidenimi demografskimi spremembami, ki bodo v prihodnjih desetletjih povzročile spremembo evropske družbe. V dokumentu Evropske komisije z naslovom Soočanje z demografskimi spremembami: nova oblika solidarnosti med generacijami, ki je bil izdan v začetku leta 2005, komisija ugotavlja, da se bo zaradi podaljševanja pričakovane življenjske dobe posameznika in posledic padajoče rodnosti do leta 2050 delež starega prebivalstva (nad 65 let) v celotnem prebivalstvu Evropske unije s 15,7% povečal na 30,3% (European Commission, 2005, str. 19), kar lahko povzroči, da bo gospodarska rast BDP z zdajšnjih 2,00 do 2,25% padla na 1,25% v letu 2040 (European Commission, 2005, str. 2).

Tudi Slovenija je zaradi neugodnih gibanj v demografskih trendih morala oblikovati nov pokojninski sistem, saj dotedanja ureditev, ki je temeljila na vzajemnem načelu finančne izravnave med generacijami in je bila vzpostavljena pred desetletji v drugačnih okoliščinah, ni več dolgoročno zagotavljala varne starosti prebivalstvu.

Leta 2000 je začel veljati Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, ki je temeljito posegel v ureditev obveznega pokojninskega zavarovanja, hkrati pa je na novo uredil izvajanje dodatnega pokojninskega zavarovanja. Kljub polni uveljavitvi zdajšnjega pokojninskega sistema pa se bo po raziskavi o dolgoročni finančni vzdržnosti našega pokojninskega sistema, ki ga je opravil Inštitut za ekonomska raziskovanja, naša pokojninska blagajna spopadala s čedalje večjim primanjkljajem. Ob predpostavljenih stopnjah rasti plač, pokojnin in demografskih projekcijah (ki vključujejo optimistično povečanje rodnosti in porast imigracij delovne sile) bi se delež izdatkov pokojninske blagajne povečal z zdajšnjih 13 odstotkov BDP na 14 odstotkov leta 2010, prihodnje desetletje bi se povzpел že na 18 odstotkov in leta 2040 dosegel kar 21 odstotkov (Kovač, 2005, str. 8).

Dodatno pokojninsko zavarovanje mora v teh razmerah zagotoviti možnost dodatne kakovosti za varnejšo starost, saj pokojnina, do katere bodo sedanji zavarovanci upravičeni, ne bo zagotavljala primerne socialne varnosti v tretjem življenjskem obdobju. V to obliko zavarovanja je bilo konec leta 2005 vključen podoben odstotek delovno aktivnega prebivalstva kot v tujini, vendar se povprečne mesečne

premije gibljejo precej pod priporočljivimi nivoji. Država delodajalce za plačilo dodatnega pokojninskega zavarovanja spodbuja tako, da so redna mesečna vplačila s pogodbo dogovorjenih premij na osebne varčevalne račune zaposlenih obravnavana kot davčna olajšava. Izračuni pa kažejo, da je vložek v dodatno pokojninsko zavarovanje ugodna varianta tudi za delojemalce. Če namreč varčujejo sami, jim država prizna letno vplačano premijo kot odbitno postavko od osnove za dohodnino, kar uveljavljajo pri odmeri dohodnine (Huber, 2005b, str. 54).

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji temelji na pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki. Sredstva, namenjena za izplačevanje dodatnih pokojnin, se zbirajo na osebnih računih zavarovancev pri pokojninskih skladih in se ob izpolnitvi pogojev izplačajo v obliki rente (Skok, Berk, 2005b, str. 18).

Zaradi pomena dodatnega pokojninskega zavarovanja večina držav regulira in nadzira upravljanje pokojninskih skladov. Varnost je namreč najpomembnejši vidik kateregakoli pokojninskega sistema. Zakonodajalec je tako v Sloveniji določil dovoljene naložbe pokojninskih skladov in njihove omejitve ter uvedel institut zajamčene donosnosti. Tveganje, ki ga pri tej obliki varčevanja praviloma nosijo izključno zavarovanci, je z institutom zajamčene donosnosti delno prerazporejeno tudi na upravljavce pokojninskih skladov. Zajamčena donosnost sili upravljavce pokojninskih skladov v relativno varno naložbeno politiko, ki pa ni nujno optimalna z vidika zavarovancev (Skok, Berk, 2005b, str. 18).

Trenutno pokojninske načrte izvajajo enajst pokojninskih družb, zavarovalnic in vzajemnih pokojninskih skladov (Matejčič, 2005, str. 22). Zakonsko je njihovo poslovanje urejeno z Zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, ki določa okvirje poslovanja vzajemnih pokojninskih skladov, medtem ko poslovanje ostalih dveh vrst izvajalcev ureja Zakon o zavarovalništvu.

Pristojnost dveh različnih zakonov za posamezne institucionalne oblike izvajalcev pokojninskega zavarovanja uvaja na nastali trg določene neenakosti med konkurenti. Ena pomembnejših razlik po mojem mnenju je tudi vrednotenje sredstev. Vzajemni pokojninski skladi morajo naložbe vrednotiti po tržni vrednosti, medtem ko je zavarovalnicam in pokojninskim družbam omogočeno del naložb vrednotiti po teoretični vrednosti.

Različno vrednotenje naložb pokojninskih skladov se odraža v izračunih donosnosti posameznega pokojninskega sklada. Zavarovanec tako lahko primerja med seboj posamezne pokojninske družbe in zavarovalnice na eni strani ter vzajemne pokojninske sklade na drugi, ne more pa primerjati ene z drugimi. Sedanja

različnost pravil postavlja v neenak položaj izvajalce in je zavajajoča za zavarovance (Bešter, 2004, str. 201).

Osnovni namen mojega magistrskega dela je prikazati institucionalni okvir, v katerem delujejo pokojninski skladi v Sloveniji, dejavnike, ki vplivajo na izbiro naložbene strategije in dejavnike, ki vplivajo na izbiro vrednotenja naložb pokojninskih skladov ter vpliv različnega vrednotenja naložb na donosnost pokojninskega sklada in s tem na vrednost privarčevanih sredstev za dodatno pokojnino zavarovancev.

Poleg tega nameravam prikazati, zakaj bi bilo smiselno v sistem dodatnega pokojninskega zavarovanja vpeljati določene izboljšave. Spremembe bi bile potrebne pri institutu zajamčene donosnosti, tako da bi le ta omogočala naložbe v nekoliko bolj tvegane naložbe. S tem bi se povečala donosnost naložb. Potrebno pa bi bilo razmisliti tudi o vpeljavi različnih pokojninskih načrtov za zavarovance z različno dolgim naložbenim horizontom.

Cilj magistrskega dela je prikazati, da različno vrednotenje naložb v okviru drugega pokojninskega stebra vpliva na donosnost sredstev pokojninskih skladov in s tem na vrednost premoženja zavarovancev v okviru prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Pokojninski skladi zaradi zakonskih omejitev vlagajo precejšen del svojih sredstev v dolžniške vrednostne papirje. Prav v tem delu naložb se pokojninske družbe in zavarovalnice lahko odločajo za vrednotenje naložb, ki jih nameravajo imeti do zapadlosti, po odplačni vrednosti po metodi efektivnih obrestnih mer. Za to metodo vrednotenja se odločajo predvsem zaradi zagotavljanja zajamčene donosnosti, saj se v primeru velikih porastov in padcev obrestnih mer na trgu vrednost naložb spreminja z manjšo volatilitnostjo kot pri tržnem vrednotenju. Vzajemni pokojninski skladi te možnosti nimajo. Zaradi različnega vrednotenja sredstev tako prihaja do različnih izračunov donosnosti pokojninskih skladov kljub enako učinkovitemu izboru naložb.

Izhodišče magistrskega dela predstavlja preučitev literature domačih in tujih avtorjev s področja teorije pokojninskih skladov z uporabo metode kompilacije ter splošnem opisu pokojninskega sistema in opredelitvam pojmov, ki izhajajo iz veljavne zakonodaje.

V nadaljevanju so predstavljeni različni načini vrednotenja, ki so povzeti po strokovni literaturi in računovodskih standardih, ter njihova uporaba pri vrednotenju naložb pokojninskih skladov v Sloveniji.

Glavni del je namenjen primerjavi vrednotenja po odplačni vrednosti po metodi efektivnih obrestnih mer, ki se lahko uporablja pri vrednotenju naložb pokojninskih skladov, ki jih upravljajo pokojninske družbe in zavarovalnice, in vrednotenja po tržni vrednosti, ki ga morajo uporabljati vzajemni pokojninski skladi, ter vpliv tega vrednotenja na premoženje pokojninskega sklada v obdobju padanja in naraščanja obrestnih mer.

Magistrsko delo je vključno z uvodom razdeljeno na šest poglavij. Uvod je namenjen orisu problematike, namenu in opredelitvi zasnove magistrskega dela, v drugem poglavju bo v splošnem predstavljena vloga pokojninskega sistema in njegove glavne funkcije ter oris temeljnih značilnosti pokojninskega sistema v Sloveniji.

Tretji del je namenjen predstavitvi ureditve prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v naši državi, kjer bo predstavljen namen le tega, izvajalci, zakonski okviri poslovanja pokojninskih skladov in omejitve, s katerimi se srečujejo upravljavci pokojninskih skladov v Sloveniji. Pri tem bom posebno pozornost posvetila institutu minimalne zajamčene donosnosti. V tem delu bo predstavljeno tudi trenutno stanje na trgu dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji.

V četrtem poglavju bodo predstavljene različne metode vrednotenja, ki so poznane v strokovni literaturi in računovodski praksi, njihove prednosti in slabosti, trend uporabe različnih metod v svetu. Ta del bo vseboval tudi temeljne značilnosti finančnih inštrumentov, ki sestavljajo premoženje pokojninskih skladov v Sloveniji, in primernost posameznih vrst vrednotenja glede na vrsto finančnih inštrumentov.

V osrednjem poglavju nameravam pokazati vpliv dveh različnih vrst vrednotenja dolžniških vrednostnih papirjev na premoženje zavarovancev. Le-ti se bodo upokojevali v različnih obdobjih, ko se bodo tržne razmere na področju obrestnih mer spreminjale.

Zadnji del bo namenjen povzetku ugotovitev magistrskega dela in mojim predlogom za spremembe v trenutni ureditvi, ki bi lahko pozitivno vplivale na vrednost in varnost zavarovancev v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja.



## 2. Pokojninski sistem

### 2.1 Vloga pokojninskega sistema

Pogled v zgodovino nam odkriva, da je želja po varnosti eden od pomembnejših motivov za materialno in kulturno rast družbe. Socialno varnost so zgodnje družbe zagotavljale znotraj plemenske skupnosti, kasneje pa je bila za ostarele in dela nezmožne posameznike odločilna vloga družin. Z razvojem industrializacije se je vloga družine zmanjšala, socialno varnost za ostarele posameznike pa so preko pokojninskih zavarovanj prevzeli delodajalci in država.

V svetu glede na način financiranja pokojninskih sistemov obstajata dva temeljna pristopa k pokojninskemu zavarovanju:

- Sistem sprotnega prispevnega kritja ali »Pay as you go« sistem ali dokladni sistem, ki temelji na vzajemnem načelu finančne izravnave med generacijami (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 37). Pri tem načinu se torej tekoča vplačila aktivnih zavarovancev porabijo za izplačevanje pokojnin upokojencem.
- Naložbeni sistem ali sistem kapitalskega kritja pa temelji na akumuliranju sredstev posameznikov in njihovi kapitalizaciji. Sredstva, ki jih vplačuje skupina zavarovancev, ne smejo nikoli pasti pod nivo obveznosti, ki jih ima upravljavec sklada do zavarovancev (Bogataj, 2001, str. 7).

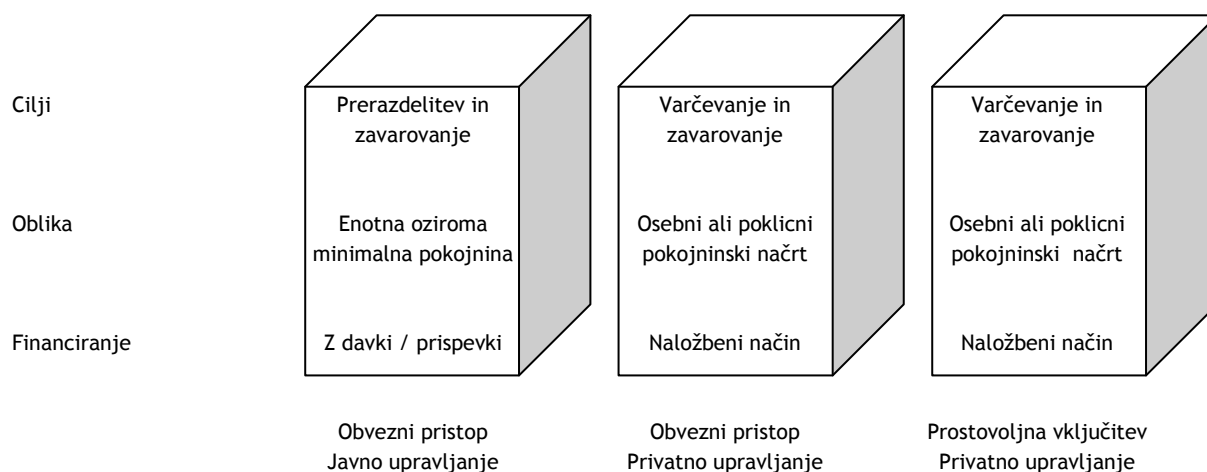
Svetovna banka se v študiji »Preprečevanje stisk v starosti« ukvarja s problemom oblikovanja takšnega pokojninskega sistema, ki bi hkrati zagotavljal finančno varnost za starejšo generacijo in pospeševal gospodarsko rast. Študija opredeljuje tri funkcije pokojninskega sistema: prerazdelitev, varčevanje in zavarovanje. Po ugotovitvah študije je mogoče najugodnejši rezultat doseči s kombinacijo treh podsistemov oziroma stebrov pokojninskega zavarovanja (The World Bank, 1994, str. 16, 248), ki so prikazani na sliki 1:

- javni steber obveznega pokojninskega zavarovanja, ki skuša preko prerazdelitve omiliti problem revščine starejše generacije,
- obvezni sistem pokojninskega zavarovanja v upravljanju zasebnega sektorja,
- prostovoljno pokojninsko zavarovanje v upravljanju zasebnega sektorja.

Svetovna banka je v zadnjem desetletju sodelovala pri izvedbi reform pokojninskega sistema v več kot osemdesetih državah. Pri tem so ugotovili, da imajo države različne osnove in pogoje za spremembe obstoječih pokojninskih sistemov. Kot rezultat poročila »Pomoč ostarelim v 21. stoletju: Mednarodna

pričakovanja glede razvoja in reform pokojninskih sistemov« so razširili originalen koncept tristebnega pokojninskega sistema (Holzman et al., 2005, str. 2-3).

**Slika 1: Stebri sistema pokojninskega zavarovanja**



Vir: James, 1996, str. 46

Uvajanje reform pokojninskih sistemov v različnih državah je še bolj razkrilo pomemben vpliv pokojninskega sistema na ekonomsko stabilnost gospodarstva in na varnost ostarelih. Ugotovili so, da je nemogoče uveljaviti enak pokojninski sistem v različnih državah. Države imajo namreč sedaj zelo različne oblike pokojninskih sistemov, ki so sestavljeni iz različnih elementov, poleg tega so na različnih stopnjah razvoja. Svetovna banka tako priporoča oblikovanje večstebnega pokojninskega sistema, ki zagotavlja večjo fleksibilnost in je prilagojen različnim stopnjam tveganja, ki so jim izpostavljene različne države. Osnovni model pokojninskega sistema je tako po priporočilih Svetovne banke sestavljen iz kombinacije naslednjih petih sestavnih delov (Holzman et al., 2005, str. 2-3):

- Osnovni ali ničelni steber, ki ne temelji na prispevni stopnji (v obliki socialne pokojnine), ki bo zagotovil minimalno zaščito ostarelim.
- Prvi steber, ki temelji na prispevni stopnji in je odvisen od različnih prispevkov v okviru le tega. Ta steber naj bi v omejeni meri nadomeščal izpad dohodkov ob upokojitvi.
- Obvezen drugi steber, ki temelji na individualnem varčevanju in je lahko oblikovan na različne načine.
- Prostovoljni tretji steber v različnih oblikah (osebni ali kolektivni pokojninski načrt; pokojninski načrti z vnaprej določenimi premijami ali pokojninski načrti z vnaprej opredeljenimi koristmi), ki mora biti že v osnovi prilagodljiv in neobvezen.

- Neformalni meddružinski in medgeneracijski četrti steber, ki zagotavlja tako finančno kot nefinančno podporo ostarelim, vključujoč dostop do zdravstvenih storitev in ustrezne nastanitve.

Le sistem, ki vsebuje čim boljšo kombinacijo zgoraj omenjenih elementov, lahko zagotavlja potrebno in učinkovito razporeditev dohodkov med generacijami. Vsaka država posebej pa se mora soočiti z izzivom, kako najti učinkovito kombinacijo petih stebrov, ki bodo sestavljali vsestranski pokojninski sistem, ki bo upošteval posebne potrebe in posebne pogoje posameznih držav za uresničitev zelenih ciljev.

## **2.2 Pokojninski sistem v Sloveniji**

V Sloveniji je po drugi svetovni vojni postalo pokojninsko in invalidsko zavarovanje obvezno in centralizirano. Temeljilo je na sprotne prispevnem kritju. Ta sistem je lahko uspešen ob predpostavki, da obstaja ravnotežje med številom aktivnih in upokojenih prebivalcev. Ker je bilo to ravnotežje močno načeto, je bilo potrebno razmišljati o novi pokojninski in invalidski zakonodaji.

Razlogi za pokojninsko reformo so bili delno posledica prejšnjega pokojninskega sistema, razmer na trgu dela ob osamosvojitvi Slovenije in predčasnega upokojevanja, delno pa posledica neugodnih demografskih trendov, s katerimi se srečujejo tudi druge visoko razvite družbe.

Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju ZPIZ), ki je začel veljati 01.01.2000, je tudi pri nas uveljavil večstebni sistem pokojninskega zavarovanja, ki pa ni čisto sledil tedanji opredelitvi Svetovne banke. Drugi steber je po tej opredelitvi namreč nujno obvezen, vse oblike varčevanja za starost pa sodijo v tretji steber, ne glede na njihovo davčno obravnavo (Lindeman et al., 2000, str. 14). Po tolmačenju Evropske komisije pa je drugi steber vsaka pokojninska shema, ki je na kakršenkoli način povezana z zaposlitvijo (European Commission, 1997, str. 3). Zaradi različnih opredelitev, ki se pojavljajo v strokovni javnosti, bom v nadaljevanju opisala sestavne elemente pokojninskega sistema v Sloveniji in jih v nadaljevanju poglavja razvrstiti glede na najnovejšo opredelitev Svetovne banke (glej str. 6).

Obvezno zavarovanje po dokladnem sistemu omogoča zavarovancu minimalno socialno varnost. Prispevki, ki jih zavarovanec plačuje, so odvisni od plače zavarovanca. Pokriva široko paleto zavarovanj, vendar je znesek nadomestila, ki ga zavarovanec prejema ob nastopu zavarovalnega dogodka, relativno nizek. Ta

oblika zavarovanja zavarovancu torej ne omogoča življenjskega standarda, ki ga je navajen v aktivni dobi (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 49, 50).

Dodatno pokojninsko zavarovanje je lahko obvezno ali prostovoljno. Pogoji za pokojninsko zavarovanje v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja je, da je posameznik zavarovan v okviru obveznega zavarovanja. V obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje so vključeni zavarovanci, ki opravljajo posebno težka in zdravju škodljiva dela in tisti, ki opravljajo dela, ki jih po določeni starosti ni mogoče uspešno poklicno opravljati. Zavezanci za plačilo so delodajalci, prispevki pa imajo enak davčni status kot obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje. Na podlagi zavarovanja pripada zavarovancem pravica:

- a) do poklicne pokojnine, ki se zavarovancu izplačuje kot poklicna pokojnina v mesečnih zneskih od pridobitve poklicne pokojnine do izpolnitve pogojev za pridobitev pokojnine po obveznem zavarovanju ali
- b) v obliki znižane poklicne pokojnine, ki se izplačuje v mesečnih zneskih od upokojitve po obveznem zavarovanju do zavarovanceve smrti (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 43-45).

Ker so skladi prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja osrednji predmet preučevanja tega dela, bom le to zavarovanje podrobneje opisala v naslednjem poglavju. Naj na tem mestu samo poudarim, da je prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje zbiranje denarnih sredstev na osebem računu zavarovanca, ki mu ob izpolnitvi pogojev iz pokojninskega načrta zagotavljajo dodatno pokojnino ali druge pravice. Glede na davčni status vplačil se prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje deli na dodatno zavarovanje, ki ga financira posameznik (individualno), in dodatno zavarovanje, ki ga financira delodajalec (kolektivno), mogoča pa je tudi kombinacija obeh (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 45-48).

Druge oblike varčevanja za starost pa predstavljajo individualna prostovoljna zavarovanja na podlagi osebnih računov zavarovancev, ki jih organizirajo zavarovalnice. Sem so vključena predvsem rentna in življenjska zavarovanja z možnostjo izplačevanja rent ob upokojitvi. Za vključitev v te oblike zavarovanj in varčevanj ni potrebno izpolnjevati posebnih pogojev, višina premije je neomejena, davčno pa so manj ugodne od zavarovanj v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja. V ta del zagotavljanja varnosti starostnikov so poleg rentnih in življenjskih zavarovanj vključene tudi naložbe v naložbene police, vzajemne sklade, individualna vlaganja v vrednostne papirje, nepremičnine ipd (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 52).

Glavne razlike med posameznimi oblikami varčevanja in zavarovanja za tretje življenjsko obdobje v Sloveniji so predstavljene v tabeli 1.

**Tabela 1: Prednosti in slabosti sestavnih delov pokojninskega sistema v Sloveniji.**

	<b>Prednosti</b>	<b>Slabosti</b>
<b>Obvezno pokojninsko zavarovanje</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- pokriva širok spekter zavarovanj in daje zavarovancu občutek finančne varnosti ob nastopu tako rekoč kateregakoli zavarovalnega primera;</li> <li>- krije skoraj celo populacijo države;</li> <li>- predstavlja solidarnost znotraj generacij in med njimi;</li> <li>- odpravlja revščino v starosti in odpravlja finančne težave, ki so povezane z dolgim življenjem;</li> <li>- podpira socialno blaginjo;</li> <li>- nudi zavarovanje pred inflacijo;</li> <li>- predstavlja uspešno izogibanje investicijskemu tveganju;</li> <li>- operativni stroški ne vključujejo stroškov prodaje.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- znesek nadomestila, ki ga zavarovanec prejema je relativno nizek in ne zadostuje za vzdrževanje že ustvarjenega standarda;</li> <li>- izpostavljen je demografskim trendom;</li> <li>- izpostavljen je spremembam pravil zaradi sprememb zakonodaje in s tem negotovosti glede bodočih višin pokojnin;</li> <li>- zaradi financiranja na osnovi prispevkov lahko ta način deformira trg delovne sile, ki prispevke dojema kot davek na delo;</li> <li>- prispevki so fiksni in se jih ne da spreminjati na željo posameznika.</li> </ul>
<b>Dodatno pokojninsko zavarovanje</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- obstaja povezava med višino prispevkov in višino pokojnin;</li> <li>- visoke davčne olajšave (predvsem pri kolektivnem zavarovanju);</li> <li>- delavci običajno razlikujejo med prispevki, vplačanimi v pokojninski sklad, in ostalimi prispevki za socialno varnost in davki;</li> <li>- odporen je na demografske spremembe;</li> <li>- višina pokojnin je odvisna od naložbene uspešnosti pokojninskega sklada;</li> <li>- pokojninski načrt vsebuje določene elemente solidarnosti med člani;</li> <li>- članstvo v skladu je delno prostovoljno;</li> <li>- sistem ne deformira trga delovne sile.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- določen je najvišji znesek vplačil kot davčna olajšava, ki jih zavarovanec lahko določi za namene dodatnega pokojninskega zavarovanja;</li> <li>- sistem običajno ne krije vseh delavcev;</li> <li>- zavarovanec nosi investicijsko in inflacijsko tveganje;</li> <li>- donosnost naložb je lahko pod pričakovanji.</li> </ul>
<b>Druge oblike varčevanja</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- obstaja možnost večjih donosov, ki zagotavljajo večjo socialno varnost upokojujencev;</li> <li>- zagotovljena je večja fleksibilnost pri vplačevanju prispevkov;</li> <li>- sistem je odporen na demografske spremembe;</li> <li>- ta sistem omogoča nevtralnost pri spremembi delodajalca.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- donosnost naložb je lahko pod pričakovanji;</li> <li>- ni garancij glede učinkov inflacije;</li> <li>- ni solidarnosti znotraj generacij in med njimi;</li> <li>- stroški trženja so v primerjavi z ostalima stebroma običajno višji;</li> <li>- obstaja nevarnost zavajanja nepoučenih zavarovancev.</li> </ul>

Vir: Bogataj, 2001, str. 16-19, Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 49-52

Glede na opredelitev večstebrega sistema, ki ga je v letu 2005 izdala Svetovna banka lahko različne oblike prejemkov v starosti razdelimo v naslednje skupine:

- a) ničelni steber: državne pokojnine;
- b) prvi steber: vse oblike pokojnin, ki izhajajo iz obveznega pokojninskega zavarovanja;

- c) drugi steber: obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje;
- d) tretji steber: prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje in ostale prostovoljne oblike zavarovanja in varčevanja, namenjene izboljšanju socialnega in finančnega položaja posameznika v starosti;
- e) četrti steber: vse nefinančne in finančne oblike pomoči družinskih članov in države posamezniku v tretjem življenjskem obdobju.

Pokojninski sistem iz več stebrov lahko državi s takim sistemom prinaša določene prednosti (Rust, 202, str. 3). V okviru obveznega pokojninskega zavarovanja ji omogoča odločanje o tem, katera skupina prebivalcev naj pridobi oziroma izgubi preko prerazdelitve, tako med generacijami kot znotraj generacije. Dodatno pokojninsko zavarovanje ji omogoča razbremeniti aktivno prebivalstvo, saj se bo delež pokojnine, ki izhaja iz medgeneracijskega sporazuma postopoma zmanjševal. Z vidika kapitalskega trga pa je pomembno povečanje dolgoročnega varčevanja ter s tem možnost širitve kapitalskega trga in njegove rasti preko sredstev, zbranih v okviru dodatnih pokojninskih zavarovanj. V številnih državah namreč ugotavljajo, da je prav razvoj kapitalskega trga pomembna pozitivna eksternalija tako naravnane pokojninske reforme (Ivanc, 2004, str. 3), čeprav tega v Sloveniji zaradi regulative (predpisane omejitve naložb in minimalna zajamčena donosnost) ne moremo pričakovati v večjem obsegu. Kombinacija javnega in privatnega upravljanja, političnega in tržnega oblikovanja pokojninskih prejemkov ter širša paleta možnosti vlaganj sredstev v vrednostne papirje omogočajo večjo razpršitev tveganja. Pomembna pa je tudi ločitev sistema od političnih pritiskov.

### **3. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji**

#### **3.1 Opredelitev**

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je prostovoljno zbiranje sredstev na osebnih računih zavarovancev z namenom, da se jim v primerih, ki so določeni v pokojninskem načrtu, zagotovijo dodatne starostne pokojnine, lahko pa tudi predčasne, invalidske ali družinske pokojnine (Cvetko, 2000, str. 194). Že naziv pove, da gre pri tej vrsti zavarovanja za svobodno izbiro posameznika, pri tem pa je pomembno poudariti, da je sodelovanje v tej obliki varčevanja omejeno na zavarovance obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Dodatno pokojninsko zavarovanje proti plačilu dodatne premije zagotavlja dodatne pravice poleg pravic, ki jih zagotavlja obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje (Belopavlovič et al., 2000, str. 906).

ZPIZ določa prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje kot posebno vrsto življenjskih zavarovanj, pri katerih zavarovanec prevzema del naložbenega tveganja. Z davčnega vidika ločimo prostovoljno pokojninsko zavarovanje po ZPIZ na dve vrsti:

- individualno, v katero se lahko samostojno vključi vsak posameznik, ki je vključen v obvezno pokojninsko zavarovanje in
- kolektivno oziroma skupinsko zavarovanje, v katero se vključijo posamezniki preko delodajalca.

V prvem primeru si zavarovanec premijo lahko plačuje sam, pri drugi vrsti pa jo na njegov račun plačuje delodajalec. Možna je tudi kombinacija obeh, vendar je lahko posameznik istočasno vključen v en kolektivni in en individualni pokojninski načrt.

Pri individualnem prostovoljnem zavarovanju lahko zavarovanec za vplačano premijo, ki je znotraj zakonsko določenih okvirjev (ki so določeni v ZPIZ v 301. členu), pri odmeri dohodnine uveljavlja davčno olajšavo za celoten znesek premije.

Pri kolektivnem zavarovanju pa mora delodajalec za uveljavitev davčnih olajšav dokazati, da je bilo v obdobju koledarskega leta, za katerega uveljavlja davčne olajšave, v pokojninski načrt kolektivnega zavarovanja vključenih povprečno najmanj 51% vseh zaposlenih, ki so pri njem v delovnem razmerju. Delodajalcu se za premije prostovoljnega dodatnega zavarovanja prizna davčna olajšava pri plačilu davka od dohodka pravnih oseb, vendar največ do določenega zneska najvišje letne premije in največ do davčne osnove v tem letu. Posameznik pa lahko tako na svoj varčevalni račun dobi celotno premijo, ne da bi bili nanjo plačani kakršnikoli prispevki ali davki.

V skladu z določbo drugega odstavka 301. člena ZPIZ lahko znaša znesek davčne olajšave za premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja največ 24% obveznih prispevkov za pokojninsko in invalidsko zavarovanje za zavezanca oziroma 5,844% pokojnine zavezanca, vendar za leto 2006 ne več kot 560.937,00 SIT - Uradni list RS, št. 117/05. V skladu z Zakonom o dohodnini se znesek minimalne premije v okviru davčnih olajšav ne objavlja več.

Pri tem je potrebno poudariti, da ne gre za oprostitev plačila dohodnine, temveč le za odložitev. Dohodnina se namreč plača, ko začne zavarovanec dobivati pokojnino. To je navadno za zavarovanca ugodnejše, saj mu omogoča varčevanje v bruto znesku in je v obdobju, ko prične dobivati pokojnino, praviloma v nižjem davčnem razredu.

### 3.2 Pokojninski načrt

V pokojninski sklad se vplačuje na podlagi pokojninskih načrtov. Pokojninski načrt je dokument (pogodba), ki določa pogoje za pridobitev pravic iz prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, vrsto in obseg pravic ter postopek za njihovo uveljavitev. Poleg dodatne starostne pokojnine lahko krije tudi izplačilo predčasne starostne pokojnine, dodatne invalidske pokojnine in dodatne družinske pokojnine. Zaradi davčnih olajšav morajo biti pokojninski načrti za individualna in kolektivna zavarovanja ločeni, odobriti pa jih mora minister, pristojen za delo (ZPIZ-1-UPB2, 2004, 295.-298. člen).

V svetu obstajata dva temeljna pristopa k oblikovanju pokojninskih načrtov (Fabozzi, 1994, str. 165):

- pokojninski načrti z vnaprej opredeljenimi premijami (ang. »defined contribution plan«) in
- pokojninski načrti z vnaprej opredeljenimi koristmi (ang. »defined benefit plan«).

Pri prvem tipu skladov so vnaprej znane premije, medtem ko so bodoče pokojnine odvisne od uspešnosti upravljanja naložb. Znesek, ki ga delodajalec ali zaposleni prispeva, je določen v odstotku od plače zaposlenega ali pa je vezan na delež doseženega dobička delodajalca. Ko zavarovanec izpolni pogoje za upokojitev, se iz zbranih sredstev in pripisanih donosov za zavarovanca kupi dosmrtna pokojninska renta. V primeru smrti zavarovanca zbrana sredstva pripadajo dedičem. Tveganju donosnosti naložb je v tem primeru izpostavljen zavarovanec.

Delodajalec, ki je oblikoval za svoje zaposlene pokojninski sklad z vnaprej določenimi koristmi, pa se zaveže, da bo zaposlenemu ob upokojitvi izplačal določen znesek. Višina izplačila se določi s formulo, ki upošteva trajanje zaposlitve pri delodajalcu in višino plače. Pri tej obliki delodajalec prevzame obveznost izplačati dogovorjeni znesek in s tem tveganje, da sredstva pokojninskega sklada ne bodo zadoščala za izplačevanje pokojnin. Ta pristop temelji na vzajemnosti, saj pokojnino dobijo samo tisti, ki doživijo upokojitev, sredstva umrlih pa se porazdelijo na matematične rezervacije živih aktivnih zavarovancev.

Zakonodajalec je v Sloveniji dodatno pokojninsko zavarovanje definiral kot obliko zavarovanja, pri kateri zavarovanec prevzema naložbeno tveganje z zajamčenim donosom na vplačano čisto premijo. Zavarovanec torej prevzema naložbeno premijo nad zajamčeno donosnostjo, ki je določena v pokojninskem načrtu, ki mora biti v skladu z ZPIZ in odobren s strani ministra, pristojnega za delo, medtem ko

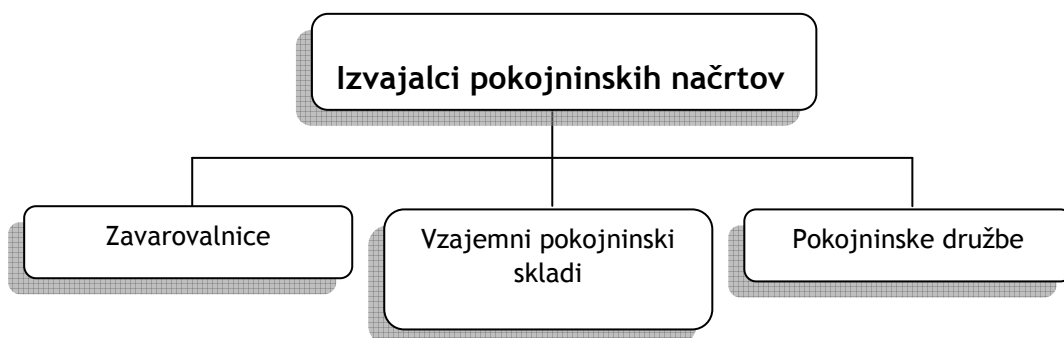


naložbeno tveganje do zjamčenega donosa nosi upravljavec pokojninskega sklada (ZPIZ-1-UPB2, 298. člen).

### **3.3 Izvajalci pokojninskega načrta**

Po slovenski zakonodaji lahko pokojninske načrte prostovoljnega dodatnega zavarovanja izvajajo pokojninski skladi, ki so oblikovani kot vzajemni pokojninski skladi ali pokojninske družbe ter zavarovalnice, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov življenjskega zavarovanja. Poudariti velja, da obstaja razlika med oblikovanjem in izvajanjem pokojninskega načrta. V nekaterih primerih lahko oblikuje in izvaja pokojninski načrt ista pravna oseba, ni pa to nujno. Zaprt vzajemni sklad namreč lahko ustanovi tudi delodajalec, ki izpolnjuje pogoje iz 310. člena ZPIZ-1, vendar mora v primeru, da ne izpolnjuje pogojev za upravljanje sklada, z upravljavcem skleniti pogodbo o upravljanju vzajemnega pokojninskega sklada (ZPIZ-1-UPB2, 311. člen).

**Slika 2: Izvajalci pokojninskih načrtov**



Vir: Bogataj, 2001, str. 45

#### **3.3.1 Zavarovalnice za življenjska zavarovanja**

ZPIZ daje zavarovalnicam možnost, da ustanovijo in/ali upravljajo vzajemni pokojninski sklad ali pa se pojavljajo kot izvajalec pokojninskega načrta. Ker bomo omenili zavarovalnico kot upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada v nadaljevanju, naj tu poudarimo, da zavarovalnica, ki ima dovoljenje za opravljanje poslov življenjskega zavarovanja po Zakonu o zavarovalništvu (v nadaljevanju ZZavar), lahko oblikuje pokojninski načrt, ki ga odobri minister za delo, in v skladu z njim sklepa pogodbe z zavarovanci. Zavarovalnice pa imajo pomembno vlogo kot

ponudniki storitev, ki sicer po ZPIZ ne sodijo med dodatno pokojninsko zavarovanje, lahko pa ga v celoti ali delno nadomestijo.

### **3.3.2 Pokojninske družbe**

Pokojninska družba je specializirana zavarovalniška delniška družba, ki ne sme opravljati nobene druge dejavnosti razen dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (Novak, 2002, str. 306), zato njeno delovanje ureja ZZavar, razen če v ZPIZ-u ni drugače določeno.

Pokojninska družba mora po prvem letu delovanja imeti najmanj 15.000 zavarovancev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, saj manjše število ne opravičuje obstoja samostojne pravne osebe, ker so stroški administracije pokojninske družbe in upravljanja premoženja previsoki. Zakon izrecno ne predvideva, kdo lahko ustanovi pokojninsko družbo. Če potegnemo vzporednico s pokojninskimi skladi, kakršne poznajo v anglosaškem pravnem sistemu, je ta oblika izvajanja dejavnosti dodatnega pokojninskega zavarovanja namenjena delodajalcem in sindikatom, ki lahko s tem ceneje zagotavljajo socialno varnost v zadnjem življenjskem obdobju za svoje delavce oziroma svoje člane, kot če bi to storitev zanje izvajala banka ali zavarovalnica (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 120). Stroški administracije in upravljanja sklada so v tem primeru namreč bolj pregledni kot pri banki ali zavarovalnici, ki poleg te dejavnosti opravlja še vrsto drugih poslov.

Dovoljenje za ustanovitev pokojninske družbe in opravljanje dejavnosti izda Agencija za zavarovalni nadzor na podlagi pozitivnega mnenja, ki ga izda minister, pristojen za delo. Delnice pokojninske družbe so imenske, osnovni kapital pa mora biti enak 1/3 minimalnega kapitala, določenega za zavarovalnice, ki opravljajo zavarovalne posle v skupini življenjskih zavarovanj, in ne sme biti nikoli nižji od višine zajamčenega kapitala take zavarovalnice (ZPIZ-1-UPB2, 2004, 340. člen).

ZPIZ podrobneje določa:

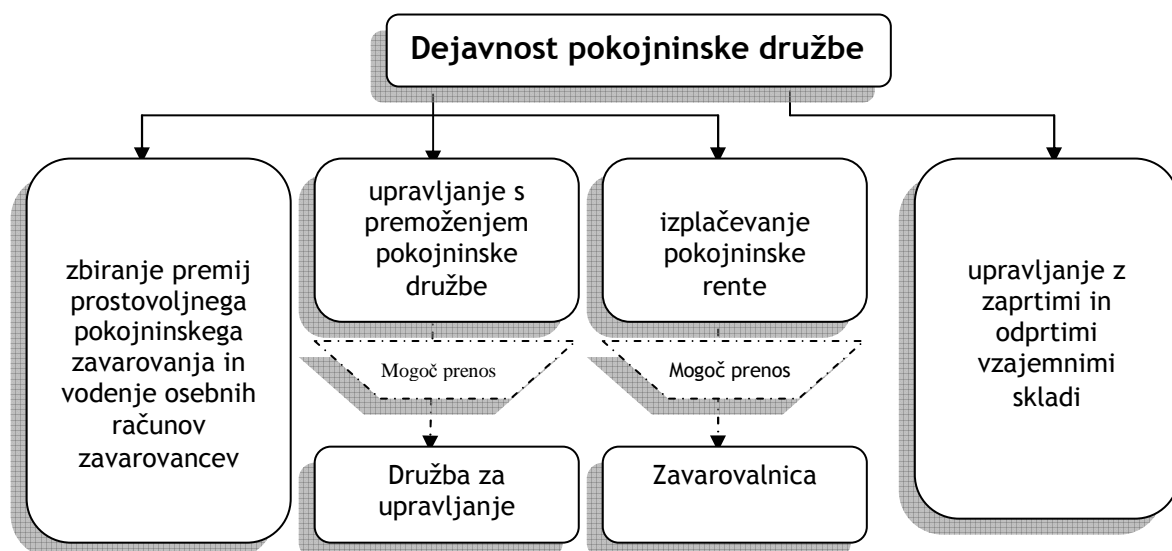
- a) sestavo uprave pokojninske družbe, ki mora biti sestavljena iz najmanj dveh članov,
- b) kadrovske zahteve, ki jih mora pokojninska družba izpolnjevati,
- c) sestavo nadzornega sveta in
- d) obvezne določbe statuta.

Pokojninska družba v okviru dejavnosti prostovoljnega dodatnega zavarovanja opravlja naslednje posle:

- a) zbiranje premij prostovoljnega pokojninskega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev,
- b) upravljanje s premoženjem pokojninske družbe,
- c) izplačevanje pokojninske rente in
- d) upravljanje z zaprtimi in odprtimi vzajemnimi pokojninskimi skladi.

Pokojninska družba lahko preneha z delovanjem na enak način kot zavarovalna delniška družba.

**Slika 3:** Dejavnosti pokojninske družbe



Vir: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, 2004

### **3.3.3 Vzajemni pokojninski skladi**

Vzajemni pokojninski sklad ni pravna oseba, temveč premoženje, ki je (ZPIZ-1-UPB2, 2004, 307. člen):

- a) financirano s sredstvi, zbranimi z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in ustvarjenimi donosi, ki so posledica upravljanja s temi sredstvi ter
- b) namenjeno kritju obveznosti do zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja.

ZPIZ določa, da mora imeti vzajemni pokojninski sklad najmanj 1.000 članov po prvem letu od ustanovitve. Vzajemni pokojninski sklad je lahko oblikovan kot odprti ali zaprti vzajemni pokojninski sklad. Zaprti vzajemni pokojninski skladi je tisti, katerega člani lahko postanejo le zavarovanci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki so v delovnem razmerju pri delodajalcu oziroma delodajalcih, ki so ustanovitelji le tega, medtem ko odprti vzajemni sklad članstva ne pogojuje z delovnim razmerjem pri določenem delodajalcu.

Vzajemni pokojninski sklad lahko ustanovi:

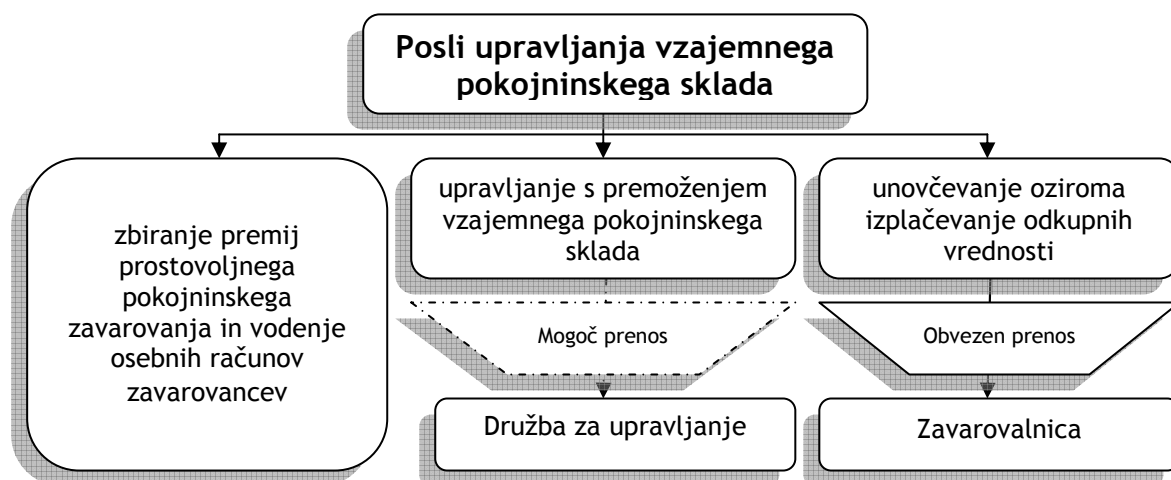
- a) delodajalec ali skupina delodajalcev, ki izpolnjujejo pogoje, določene v ZPIZ, med njimi tudi Republika Slovenija,
- b) zavarovalnica ali banka, ki izpolnjuje pogoje določene v ZPIZ.

Za oblikovanje vzajemnega pokojninskega sklada mora ustanovitelj pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Če je ustanovitelj delodajalec, mora upravljanje sklada prenesti na banko, zavarovalnico ali pokojninsko družbo, ki ima dovoljenje za upravljanje pokojninskih skladov.

Posli upravljanja vzajemnega pokojninskega sklada obsegajo (glej sliko 4):

- a) zbiranje premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev,
- b) upravljanje s premoženjem vzajemnega pokojninskega sklada in
- c) unovčevanje oziroma izplačevanje odkupnih vrednosti.

**Slika 4:** Posli upravljanja vzajemnega pokojninskega sklada



Vir: Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 116

Upravljanje s premoženjem mora banka ali zavarovalnica, ki upravlja zaprt vzajemni pokojninski sklad, ki ga je ustanovila kot delodajalec, prenesti na družbo za upravljanje, ki ima dovoljenje za upravljanje v skladu z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, medtem ko imajo drugi upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov možnost, da storijo enako.

Premoženje pokojninskega vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote, pri čemer je vrednost enote premoženja enaka čisti vrednosti premoženja vzajemnega pokojninskega sklada, deljeni s številom enot v obtoku. Vplačana čista premija se preračuna v ustrezno število enot vzajemnega pokojninskega sklada na datum konverzije. Enote premoženja se knjižijo v korist osebnih računov na ime člana vzajemnega pokojninskega sklada, pri čemer mora upravljavec ločeno voditi evidenco o številu enot, ki jih za zavarovanca vplačuje delodajalec.

Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada je upravičen do povračila vstopnih in izstopnih stroškov ter letne upravljavske provizije, pri čemer se vstopni stroški obračunajo v odstotku od plačane premije ob vplačilu le te, izstopni stroški se obračunajo v odstotku od odkupne vrednosti, provizija za upravljanje pa se določi v odstotku od povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Premoženje vzajemnega pokojninskega sklada je ločeno od premoženja ustanovitelja in upravljavca. Vzajemni pokojninski sklad lahko preneha zaradi likvidacije sklada v primerih, določenih v ZPIZ.

### ***3.4 Upravljanje s premoženjem pokojninskih skladov***

Politika vodenja pokojninskega sklada je zaporedje ukrepov, ki jih izvaja upravljavec pokojninskega sklada. Upravljavec je odgovoren za takšno politiko vodenja dinamičnega sistema, s katero bo zagotovljena solventnost glede na dogovorjene parametre v pokojninskem načrtu (Bogataj, 2001, str. 78).

Višina sredstev, zbranih na individualnem računu zavarovanca, iz katerih bo kupljena pokojninska renta v imenu zavarovanca ob upokojitvi ali ob nastopu drugega zavarovalnega dogodka iz pokojninskega načrta, je odvisna od:

- a) dobe varčevanja,
- b) povprečne višine premije in
- c) uspešnosti upravljanja s sredstvi pokojninskega sklada.

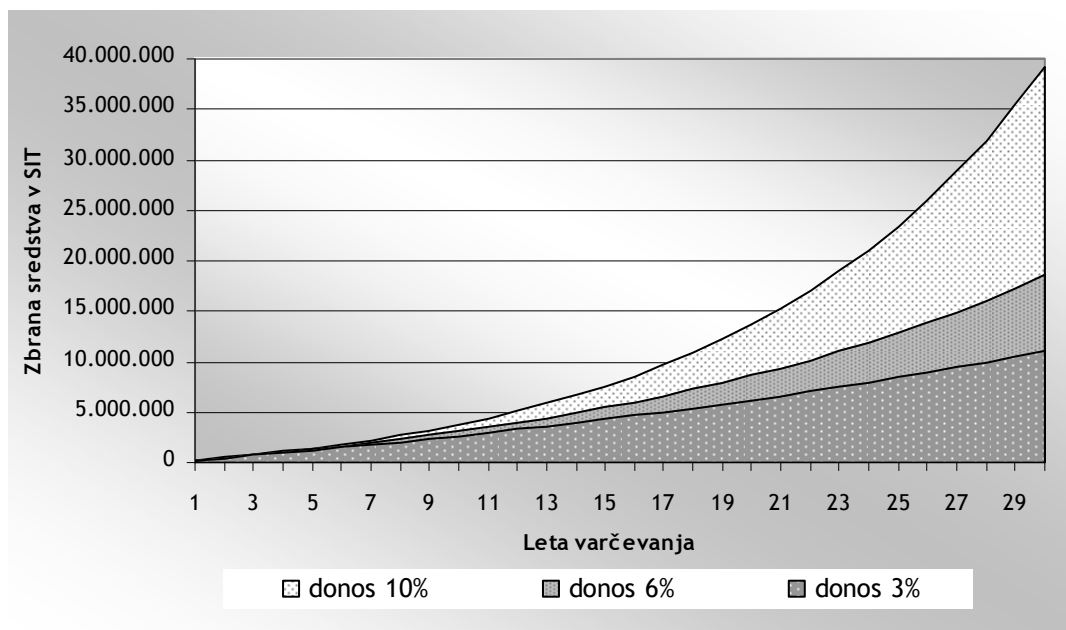
Kako pomemben je vpliv upravljanja s sredstvi, je prikazano na sliki 5. Pri izračunu so bile uporabljene naslednje predpostavke:

- zavarovanec 360 mesecev vplačuje po 20.000 SIT premije v pokojninski sklad,
- vstopni stroški znašajo 5% od vplačane bruto premije,
- izračuni so narejeni po stalnih cenah.

Na sliki 5 je razvidno, koliko sredstev se akumulira na individualnem izračunu zavarovanca pri različnih povprečnih letnih donosnostih. Če pogledamo primer, ugotovimo:

- Če zavarovanec ali njegov delodajalec plačujeta 20.000 SIT mesečno, po 30 letih zbrana sredstva na računu pri 3% donosnosti znašajo okrog 11 milijonov tolarjev. Ta donosnost je verjeten približek dolgoročne zajamčene donosnosti, ki jo morajo zagotavljati izvajalci pokojninskih načrtov.
- Če izvajalec dosega 6% donosnost, bodo ob enakih pogojih zbrana sredstva presegla 18,5 milijonov tolarjev.
- Pri 10% donosnosti pa zbrana sredstva presežejo 39 milijonov tolarjev, kar za zavarovanca pomeni 3,5-krat večjo dodatno pokojnino v primerjavi s primerom, ko bi izvajalec dosegal zgolj zajamčeno donosnost.

**Slika 5:** Vpliv donosnosti pokojninskega sklada na zbrana sredstva na individualnem računu



Vir: Lastni izračun

Gornji primer nam jasno kaže, kako pomembna je izbira izvajalca pokojninskega načrta. Pot k dobremu upravljanju pokojninskega sklada in optimalni učinkovitosti je večdimenzionalna. 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 (Herič, 2002, str. 73).

Investicijsko politiko lahko opredelimo kot sestav filozofije upravljavca in dolgoročnega strateškega plana upravljanja s sredstvi, ki so namenjena bodočim pokojninam. Pri tem je potrebno poudariti, da investicijska politika ne sme biti odvisna od trenutnih relevantnih razmerij med cenami možnih naložb. Prednosti dobre investicijske politike se pokažejo predvsem v obdobju medvedjega trenda (Herič, 2002, str. 14).

Bistveni elementi dobre investicijske politike so (Bailey, 1990, str. 13):

- a) poslanstvo, ki izraža temeljne cilje pokojninskega sklada,
- b) odnos do tveganja, ki izraža pripravljenost nositi negativne posledice, če poslanstvo ne bo izpolnjeno,
- c) cilje investicijske politike, ki jih lahko opredelimo kot nabor kvantitativno določenih rezultatov, katere sponzorji pričakujejo od upravljavca,
- d) politika oblikovanja portfelja naložb (ang. »policy asset mix choice«),
- e) vrste upravljavcev naložb in
- f) način ocenjevanja uspešnosti upravljanja naložb.

Najpomembnejša odločitev, ki jo sprejme upravljavca sklada, je alokacija naložb med tri temeljne skupine naložb (delnice, obveznice, gotovina). 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 95,3% razlik v donosnosti pokojninskih skladov pojasniti z alokacijo njihovih naložb na tri temeljne razrede in z donosnostjo borznih indeksov (Shape, 1990, str. 3). Uspešnost izvajalca je poleg investicijske politike, alokacije naložb in uspešnosti izvajanja investicijske politike odvisna tudi od pravne regulative ter razmer na trgu kapitala. Ena temeljnih omejitev trenutno veljavnega sistema prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji je v tem, da višina privarčevanih sredstev na dolgi rok ne more bistveno odstopati od vrednosti sredstev pokojninskega sklada, ki jo zajamči upravljavca. Razlog izhaja iz trenutne relevantne pokojninske zakonodaje (Skok, Berk 2005b, str. 17). Zakonodajalec namreč predpisuje omejitve posameznih naložb, za upravljavca pa je problematičen predvsem institut zajamčene donosnosti.

### 3.4.1 Struktura naložb pokojninskih skladov

Na razvitih trgih kapitala (ZDA, Velika Britanija itd.) so omejitve glede naložb pokojninskih skladov in njihovega obsega šibke ali pa jih sploh ni. Upravljalci oblikujejo portfelj v skladu z načelom preudarnosti (ang. »prudent man rule«), ki pri diverzifikaciji portfelja ne postavlja posebnih omejitev razen za naložbe v finančne instrumente delodajalca, ki financira pokojninski načrt.

**Tabela 2: Dovoljene naložbe kritnih skladov:**

Vrsta naložbe	Naložbe istega izdajatelja	Skupaj naložbe
(1) vrednostni papirji, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, Banka Slovenije, država podpisnica Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma država članica OECD oziroma mednarodna finančna organizacija, oziroma za katere jamči ena od teh oseb		
(2) obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD	(2)+(3)+(4)+ (5)+(7)+(8)+ (9)<5% (2)<40% <sup>(a)</sup>	
(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 podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD	(2)+(3)+(4)+ (5)+(7)+(8)+ (9)<5% (3)<1% <sup>(b)</sup>	(3)+(5)<10%
(4) delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD	(2)+(3)+(4)+ (5)+(7)+(8)+ (9)<5%	(4)+(5)+(6a)<30%
(5) delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD, in če so izdane kot vrednostni papir	(2)+(3)+(4)+ (5)+(7)+(8)+ (9)<5% (5)<1%	(3)+(5)<10% (4)+(5)+(6a) <30% (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		(4)+(5)+(6a) <30% <sup>(c)</sup> (6b)<40% <sup>(d)</sup>
(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 podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru, in če višina terjatve ni višja od 60 odstotkov vrednosti nepremičnine, ugotovljene na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke oziroma na drug primeren način, če je na nepremičnini že vpisana ena ali več zastavnih pravic, višina terjatve ne sme biti višja od 60 odstotkov vrednosti nepremičnine, zmanjšane za vrednost že vpisane zastavne oziroma zastavnih pravic,	(2)+(3)+(4)+ (5)+(7)+(8)+ (9)<5%	



**Tabela 2:-nadaljevanje**

Vrsta naložbe	Naložbe istega izdajatelja	Skupaj naložbe
(8) terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD, oziroma za izplačilo katerih, vključno z obrestmi, jamči banka s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD,	(2)+(3)+(4)+(5)+(7)+(8)+(9)<5%	
(9) terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovane z zastavno pravico na vrednostnih papirjih iz 1., 2. oziroma 4. točke,	(2)+(3)+(4)+(5)+(7)+(8)+(9)<5%	
(10) terjatve iz naslova drugih posojil, ki so ustrezno zavarovane,	(10)<2%	(10)<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 podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru, - če dajejo donos oziroma je v zvezi z njimi mogoče pričakovati donos, - če je bila nakupna cena določena na podlagi ceno cenilca ustrezne stroke oziroma na drug primeren način, - če je prosta vseh bremen, razen stvarnih služnosti,	(12)<10%	(12)<30%
(13) naložbe v depozite ali potrdila o vlogah pri banki s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziroma državi članici OECD,	(13)<10% <sup>(e)</sup>	(13)<30%
(14) gotovino v blagajni oziroma na vpoglednem denarnem računu.		(14)<3%
<p>Opombe</p> <p><sup>(a)</sup> Te naložbe lahko dosega do 40% pri istem izdajatelju, če naložba izpolnjuje naslednje pogoje:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- skladno s posebnim zakonom so predmet posebnega javnega nadzora z namenom zaščite pravic imetnikov teh vrednostnih papirjev,</li> <li>- izdani so s strani banke, ki ima sedež v Republiki Sloveniji ali v državi članici,</li> <li>- denarna sredstva oziroma kupnina od njihove izdaje se skladno s posebnim zakonom nalaga le v premoženje, ki tekom celotnega obdobja do njihove dospelosti omogoča poravnavanje obveznosti, nastalih na njihovi podlagi, in ki je v primeru nezmožnosti izpolnitve obveznosti prednostno uporabljeno za poplačilo glavnice in natečenih obresti.</li> </ul> <p><sup>(b)</sup> Razen v primeru, ko ob novi izdaji vrednostnih papirjev izdajatelj v prospektu določi, da bodo novi vrednostni papirji, po pridobitvi vseh dovoljenj, uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev. V tem primeru tovrstne naložbe ne smejo presežati 5% zavarovalno-tehničnih rezervacij, vendar največ za šest mesecev od datuma nakupa.</p> <p><sup>(c)</sup> (6a) so naložbe pod točko (6), ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki ne dajejo zjamčenega donosa.</p> <p><sup>(d)</sup> (6b) so naložbe pod točko (6), ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zjamčen donos.</p> <p><sup>(e)</sup> 2%, če je izdajatelj hranilnica ali hranilno kreditna služba.</p>		

Vir: ZZavar-UPB1, 2004, 121. in 122. člen

Za naložbe vzajemnih pokojninskih skladov in naložbe kritnih skladov zavarovalnic in s tem tudi pokojninskih družb se v Sloveniji uporabljajo določbe Zakona o

Zavarovalništvu o naložbah kritnega sklada. Omejitve, ki jih zakon predpisuje, so navedene v tabeli 2.

Sklep o podrobnejših pravilih naložb kritnega premoženja in premoženja kritnega sklada ter načinu poročanja v 2. členu določa, da med dovoljene naložbe kritnih skladov sodijo tudi sestavljeni vrednostni papirji, ki pa morajo izpolnjevati naslednje pogoje:

- a) glavnica oziroma osnova vrednostnega papirja je dolžniški vrednostni papir;
- b) izdajatelj mora zagotavljati vsaj 100% povračilo glavnice;
- c) vrednostni papir mora biti sestavljen na tak način, da mora obstajati možnost pozitivnih donosov;
- d) donos vrednostnega papirja je vezan na gibanje obrestnih mer, gibanje lastniških vrednostnih papirjev, gibanje indeksov, gibanje vrednosti točk skladov in gibanje valutnih tečajev;
- e) izdajatelj vrednostnega papirja mora biti pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, državi podpisnici sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru oziramo članici OECD<sup>1</sup> ali pa se mora s papirjem trgovati na organiziranem trgu na območju teh držav;
- f) izdajatelj vrednostnega papirja ali garant izdajatelja mora dosegati primerno bonitetno oceno, ki ni nižja od BBB- pri Standard & Poor's ali pri Fitch-IBICa oziroma Baa3 pri Moody's.

Pri izbiri naložb kritnega premoženja mora upravljavec ob upoštevanju predvidenih obveznosti iz kritnega premoženja zagotavljati varnost, donosnost in tržnost naložb, poleg tega pa še ustrezno ročnost, raznovrstnost in razpršitev naložb. Upravljavec pokojninskega sklada lahko premoženje nalaga na celotnem območju držav podpisnic Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru. Pokojninski sklad lahko uporablja izvedene finančne instrumente le, če prispevajo k zniževanju tveganj zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev tujih valut in drugih tržnih tveganj ali olajšajo učinkovito upravljanje portfelja (ZZavar, 2004, 123. člen).

### **3.4.2 Minimalna zajamčena donosnost**

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je zavarovanje z zajamčenim donosom na vplačano čisto premijo. Tveganje, ki ga prinaša to zavarovanje, je porazdeljeno med izvajalca dodatnega pokojninskega zavarovanja in zavarovanca. Izvajalec nosi naložbeno tveganje do višine zajamčene vrednosti sklada, medtem

---

<sup>1</sup> Območje držav v katere lahko nalagajo sredstva slovenski pokojninski skladi poleg vseh članic Evropske Unije obsega še naslednje države: Avstralija, Islandija, Japonska, Kanada, Koreja, Mehika, Norveška, Nova Zelandija, Švica, Turčija, Združene države Amerike in Liechtenstein.

ko zavarovanci nosijo tveganje nad zajamčeno vrednostjo. Sistem zajamčene donosnosti je namreč urejen tako, da mora izvajalec pokojninskega načrta v primeru, da ne doseže s pokojninskim načrtom in pravili upravljanja določene zajamčene donosnosti sredstev sklada, iz lastnih sredstev nepovratno zagotoviti razliko med doseženo čisto vrednostjo sredstev in zajamčeno vrednostjo skladov (Skok, Berk, 2005b, str 18).

V 298. členu ZPIZ je zajamčen donos definiran kot letna stopnja donosnosti, ki ne sme biti nižja od 40% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Način izračuna določi minister, pristojen za finance.

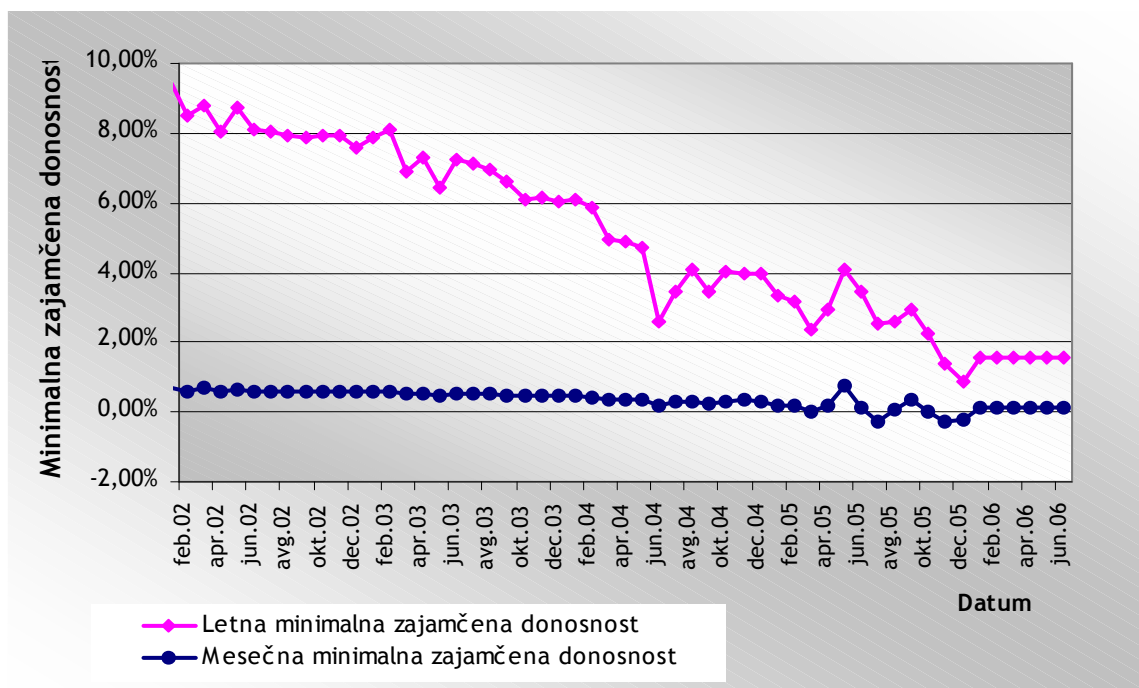
Do junija 2004 so se pri izračunu minimalne zajamčene donosnosti upoštevali dolgoročni državni vrednostni papirji, nominirani v SIT in EUR, ki so bili izdani v javni ponudbi na domačem ali tujem trgu v zadnjih dveh letih. Pri izračunu se je upoštevala dosežena donosnost do dospelosti ob izdaji. Donosnost se je izračunavala posebej za državne obveznice, nominirane v SIT, in posebej za državne obveznice, nominirane v EUR, pri čemer so se kot ponderji uporabljale vrednosti izdaj (Pravilnik o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje, 2001). Pravilnik, ki je veljal do junija 2004, je v celoti zanemarjal sprotna tržna gibanja in je upošteval zgolj pogoje, ki so veljali ob izdaji obveznic, vključenih v izračun zajamčene donosnosti.

Od junija do decembra 2004 je bila zajamčena donosnost določena na podlagi delnega nadomestila rasti kriterijskega indeksa, sestavljenega iz treh delov (Skok, Berk, 2005b, str. 18):

- deleža prevrednotovanja vrednosti premoženja,
- deleža zgodovinske donosnosti do dospelosti državnih vrednostnih papirjev z dospelostjo nad enim letom in
- deleža kapitalskega dobička tečajev državnega portfelja izdanih vrednostnih papirjev z upoštevanjem dvanajstmesečnih verižnih indeksov.

Izračun minimalne zajamčene donosnosti je bil opredeljen v Pravilniku o izračunu povprečne donosnosti državnih vrednostnih papirjev, ki ga je izdal minister za finance. Rezultat se je pokazal v padcu minimalne zajamčene donosnosti. Med rastjo tečajev (konec leta 2004) je to sicer prineslo dodatno povečanje minimalne zajamčene donosnosti, že v letu 2005 pa je zaradi medvedjega trenda faktor tržne vrednosti to donosnost zmanjševal (Verdev, 2005, str. 17), tako da je bila v marcu 2005 prvič izračunana negativna mesečna minimalna zajamčena donosnost.

Slika 6: Gibanje minimalne zajamčene donosnosti ( $G=40\%$ )<sup>2</sup>



Vir: Ministrstvo za finance, 2006

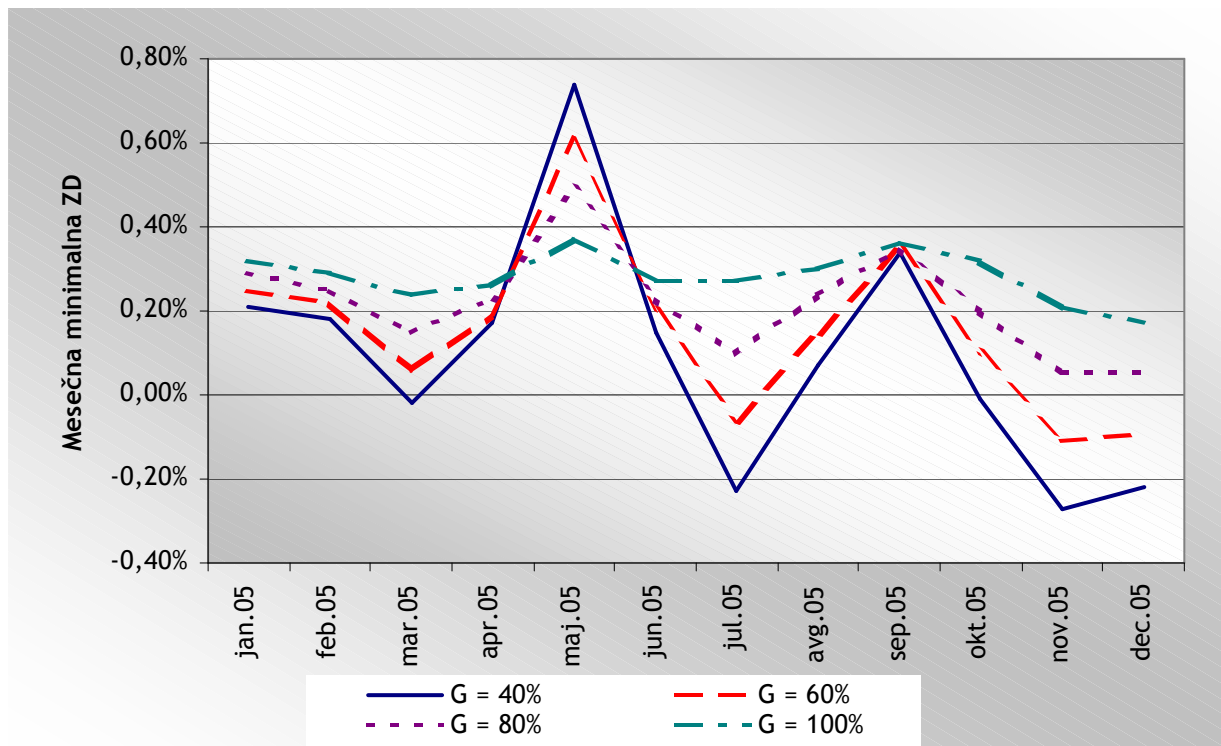
Pravilnik iz leta 2004 je prinesel še nekaj drugih problemov (Grum, 2005, str.30):

- Iz predpisane enačbe mesečne zajamčene donosnosti je izhajalo veliko nihanje mesečnih donosnosti v času. Mesečna zajamčena donosnost se namreč ni izračunavala kot ena dvanajstina oziroma dvanajsti koren ugotovljene zajamčene donosnosti, pač pa kot koeficient dinamike, ki skupaj kot produkt preteklih 11- mesečnih koeficientov dinamike da koeficient dinamike na letni ravni. Posledica je velika oscilacija mesečnih vrednosti.
- Poleg razlik v nestanovitnosti in s tem tveganju, ki mu je upravljavec kritnega sklada izpostavljen, je imel ta izračun mesečne zajamčene donosnosti še eno veliko pomanjkljivost. Z višanjem odstotka garancije se je v enačbi izračuna mesečne donosnosti povečeval pomen donosnosti do dospelja, zmanjševal pa pomen spremembe tržne vrednosti premoženja. Zaradi enačbe izračuna se je tako zgodilo (maj 2005), da je mesečna zajamčena donosnost za nižji odstotek garancije višja od mesečne zajamčene donosnosti za višji odstotek garancije (glej sliko 7). To vsekakor ni pošteno do zavarovanca, ki je zaradi višje stopnje

<sup>2</sup> G predstavlja višino jamstva, ki je določena v pokojninskem načrtu. Zakonsko določena minimalna višina jamstva je 40%.

garancije morda prevzel morebitne manj ugodne pogoje takšnega zavarovanja (npr. višjo stopnjo upravljske provizije<sup>3</sup>).

Slika 7: Gibanje MZD<sup>4</sup> v l. 2005 glede na višino jamstva G



Vir: Ministrstvo za finance, 2006

Zaradi problemov, ki jih je povzročal izračun minimalne zjamčene donosnosti, se je v začetku leta 2006 še enkrat spremenil Pravilnik. Po najnovjšem Pravilniku, ki je začel veljati s 01.01.2006, se povprečna donosnost izračuna dvakrat letno za predhodnih 12 mesecev in velja 6 mesecev od dneva izračuna. Za izračun povprečne donosnosti se štejejo vrednostni papirji, ki jih je izdala Republika Slovenija in so uvrščeni v borzno kotacijo na domačem ali tujem trgu, katerih dospelost na dan izračuna presega eno leto. Letna povprečna donosnost je tako izračunana kot tehtano povprečje letnih donosnosti do dospelosti, tehtanih z višino tržne vrednosti izdaje posameznega papirja.

<sup>3</sup> Odredba o najvišjem dovoljenem odstotku vstopnih in izstopnih stroškov ter najvišji proviziji za upravljanje vzajemnega pokojninskega sklada določa, da vstopni stroški vzajemnega pokojninskega sklada lahko znašajo največ 6% od vplačane premije, najvišji izstopni stroški lahko znašajo največ 1% od odkupne vrednosti, najvišja dovoljena upravljska provizija pa lahko znaša največ 1,5% povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Višina omenjenih stroškov in provizij, ki jih ponudniki storitev dodatnega pokojninskega zavarovanja zavarovancem zaračunavajo, se med seboj razlikujejo in tako predstavljajo enega od faktorjev, na podlagi katerih se zavarovanci odločajo za posamezne ponudnike.

<sup>4</sup> MZD je minimalna zjamčena donosnost.

Kljub spremembam pa ostajajo še vedno odprti naslednji problemi, ki jih prinaša minimalna zajamčena donosnost:

- Izračun upošteva le gibanja na domačem trgu obveznic, ne upošteva pa gibanj na trgu lastniškega kapitala in gibanj na tujih trgih. Pomanjkanje primerljivih domačih dolžniških naložb namreč sili upravljavce premoženja v naložbe na tujih trgih in v naložbe v lastniške vrednostne papirje. Donosnost teh naložb pa ni upoštevana v izračunu minimalne zajamčene donosnosti (Grum, 2005, str. 30).
- Zaradi nizke likvidnosti obveznic njihove cene, ki se oblikujejo na trgu, niso nujno najboljši kazalec tržnih razmer. S tem pa tudi donosnosti do dospelja, ki vstopajo v izračun minimalne zajamčene donosnosti, niso nujno pravilne (Grum, 2005, str. 30). Ta problem je delno omiljen z uvedbo Trga uradnih vzdrževalcev likvidnosti v letu 2005. Vzdrževalci likvidnosti (ang. »market makers«) imajo nalogo vzdrževanja likvidnosti za državne vrednostne papirje.
- Glavni problem pa še vedno ostaja sam institut zajamčene donosnosti. Sistem zajamčene donosnosti je namreč urejen na tak način, da mora upravljavec pokojninskega načrta v primeru, da ne doseže s pokojninskim načrtom določene zajamčene donosnosti sklada, iz lastnih sredstev nepovratno zagotoviti razliko med doseženo čisto in zajamčeno vrednostjo sklada. Tudi v primeru, če naknadno preseže s pokojninskim načrtom določeno zajamčeno donosnost, v pokojninski sklad vplačanih sredstev ne dobi povrnjenih. Racionalni upravljavec pokojninskega sklada bo torej svojo naložbeno politiko osnoval na strukturi kriterijskega indeksa. Tako se namreč izogne tveganju, da bo sicer bolj donosno, vendar bolj tvegano premoženje, ki je sestavljeno pretežno iz lastniških vrednostnih papirjev, v posameznih mesecih zaradi padca delniških trgov povzročilo padec vrednosti upravljanega premoženja pod zajamčeno vrednost. Za upravljavca se je torej prek naložbenih politik, ki vključujejo več lastniških naložb, nesmiselno izpostavljati temu tveganju, saj s tem ne optimizira premoženja družbe, ki takšen sklad upravlja. Komercialnim institucijam, ki upravljajo pokojninske sklade, je namreč že po definiciji prvotni interes maksimizacija dobička lastnikov in ne maksimalna pokojnina zavarovancev (Skok, Berk, 2005b, str. 18,19).

Institut zajamčene donosnosti je tako po mnenju nekaterih strokovnjakov neučinkovit z ekonomskega vidika, hkrati pa diskriminatoren do vlagateljev, saj ne odseva njihovih naložbenih preferenc. Predvsem za mlajše zavarovance ni optimalno, da bi vse življenje varčevali v obveznicah. Dolgoročno so namreč delnice pri razpršeni naložbeni politiki manj tvegane in bolj donosne kot obveznice

(Matejčič, 2006, str. 22). Vse več strokovnjakov tako predlaga odpravo instituta minimalne zajamčene donosnosti. Tudi odbor za reforme v 65. ukrepu okvira gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Sloveniji predlaga, da bi bilo smiselno dopustiti možnost uvedbe individualnih pokojninskih načrtov brez minimalne zajamčene donosnosti. Pri tem pa je potrebno opozoriti, da spremembe ne bi smele veljati za nazaj in da bi morali ukrep izpeljati brez poseganja v že sklenjene pogodbe (Zagorc, 2006b, str. 22). Tudi strokovnjakinja iz Agencije za trg vrednostih papirjev je pozitivno sprejela predlog (Rednak, 2006a, str. 24). Po njenem mnenju je bolje, da zajamčene donosnosti ni, kakor da je takšna, kot je zdaj. Opozarja, da gre pri zajamčeni donosnosti zgolj za občutek ljudi, da se počutijo varne. Opozarja pa, da je ta občutek zgolj navidezen, ne zagotavlja pa primerne pokojnine. Po njenem mnenju bi odprava zajamčene donosnosti »prinesla večjo konkurenco, večjo primerljivost, zavarovanci pa bi začeli bolj spremljati, kakšni so donosi, in bi bolj pritiskali na svojega upravljavca.« Drugega mnenja pa so sindikati javnega sektorja, ki menijo, da je pri pokojninskem varčevanju varnost pomembnejša od donosa in nameravajo vztrajati pri tem, da zajamčen donos ostane, saj le ta ščiti člane skladov (Zagorc, 2006a, str. 22).

Do nadaljnjega bo torej zajamčena donosnost narekovala varno, vendar manj donosno naložbeno politiko pokojninskih skladov. Alternativa zajamčeni donosnosti pa je uvedba sistema, kjer so upravljavci zavezani načelom preudarnega naložbenika, posamezniki pa sami s pomočjo strokovnih nasvetov določijo zanje najustreznejšo naložbeno politiko z izbiro ustreznega izvajalca (Skok, Berk, 2005a, str. 10). V tem sistemu institut zajamčene donosnosti ni potreben, saj se posamezniki odločajo v skladu s svojo nagnjenostjo k tveganju.

### ***3.5 Zakonodajni okvir poslovanja pokojninskih skladov***

Pokojninski skladi so pomemben del finančnega sistema, opravljajo pa specifične storitve, ki so pomembne za večino bodočih upokojencev. Na podlagi izkušenj drugih držav je bilo ugotovljeno, da upravljanja pokojninskih skladov ni mogoče popolnoma prepustiti trgu, ampak je nujno, da države regulirajo in nadzirajo njihovo upravljanje.

Varnost je najpomembnejši vidik kateregakoli pokojninskega sistema. Zaradi tega večina držav na svetu zahteva, da izvajalec pokojninskega načrta pridobi soglasja ustreznih državnih organov, ki ocenjujejo ustrezno strokovno usposobljenost upravljavcev pokojninskih skladov, ustrezna znanja in moralno neoporečnost aktuarjev,odobrijo pokojninski načrt, ki mora sloneti na dovolj zanesljivih

parametrah ter nadzirajo preglednost poslovanja, učinkovitost administracije, kapitalsko ustreznost izvajalcev in naložbeno strukturo.

Vittas (1996, str. 24, 25) opredeljuje dva temeljna regulatorna režima, in sicer sproščen (ang. »relaxed regulatory regime«) in strog regulatoren režim (ang. »draconian regulatory regime«). Temeljne značilnosti obeh so predstavljene v tabeli 3.

**Tabela 3: Primerjava sproščenega in strogega regulatornega režima**

	<b>Sproščen regulatorni režim</b>	<b>Strog regulatorni režim</b>
<i>Primeren za države</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ z razvitim trgom kapitala</li> <li>▪ s tradicijo na področju upravljanja pokojninskih skladov</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ z nerazvitim trgom kapitala</li> <li>▪ z malo izkušnjami na področju upravljanja pokojninskih skladov</li> </ul>
<i>Izbira posameznika glede izvajalca pokojninskega varčevanja</i>	Visoka izbira	Omejena izbira
<i>Obveznost varčevanja</i>	Prostovoljna	Obvezna
<i>Dovoljenja za izvajalce</i>	Ni posebnih dovoljenj	Morajo imeti posebna dovoljenja
<i>Število varčevalnih računov, ki jih lahko imajo zavarovanci</i>	Možno imeti več računov	En račun, vsi zaposleni v podjetju so lahko vključeni le v en pokojninski sklad
<i>Vrednotenje naložb</i>	Obstaja lahko več načinov vrednotenja naložb	Natančno določeno vrednotenje naložb
<i>Predpisovanje vrst stroškov</i>	Niso predpisani, omogočajo izvajanje popustov glede na obseg sredstev v upravljanju	Predpisane dovoljene vrste stroškov v breme varčevalcev
<i>Omejevanje dovoljenih vrst naložb</i>	Upoštevanje načela preudarnosti (ang. »prudent man rule«)	Natančna pravila glede dovoljenih naložb in njihovega obsega
<i>Naložbe v tujino</i>	Dovoljene brez posebnih omejitev	Prepovedane ali dovoljene z ostrimi omejitvami
<i>Določene minimalne zajamčene donosnosti</i>	Ne	Da
<i>Državno jamstvo za izplačevanje dodatnih pokojnin</i>	Ne	Da

Vir: Vittas, 1996, str. 24, 25

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je pri nas urejeno z Zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. Ta zakon ureja predvsem poslovanje vzajemnih pokojninskih skladov, medtem ko je poslovanje ostalih izvajalcev urejeno v Zakonu o zavarovalništvu. Slovensko pravno ureditev poslovanja pokojninskih skladov lahko uvrstimo med stroge regulatorne režime, saj od vseh značilnosti strogega regulatornega režima nimamo le dveh značilnosti, in sicer



državnega jamstva za izplačevanje dodatnih pokojnin, pa tudi vključitev ni obvezna.

### **3.6 Nadzor nad poslovanjem pokojninskih skladov**

Po določilih Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju opravljajo nadzor nad oblikovalci in izvajalci pokojninskih načrtov naslednji nadzorni organi (ZPIZ-1-UPB2, 2004, 377. člen):

- a) Agencija za zavarovalni nadzor,
- b) Agencija za trg vrednostnih papirjev,
- c) Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve in
- d) Davčni urad Republike Slovenije.

Nadzorni organi opravljajo nadzor s spremljanjem, zbiranjem in preverjanjem poročil in obvestil pokojninskih skladov in upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov, ki so dolžni poročati pristojnemu nadzornemu organu oziroma ga obveščati o posameznih dejstvih in okoliščinah ter z opravljanjem pregledov poslovanja subjektov nadzora. Pri tem lahko brez omejitev pregledujejo poslovne knjige, spise in druge dokumente, ki se nanašajo na poslovanje pokojninskega sklada.

Agencija za zavarovalni nadzor opravlja nadzor nad poslovanjem zavarovalnic in pokojninskih družb v skladu z Zakonom o zavarovalništvu in predpisi izdanimi na njegovi podlagi. Agencija opravlja nadzor tudi nad pravnimi osebami, povezanimi s pokojninsko družbo oziroma zavarovalnico, če je to potrebno zaradi nadzora nad poslovanjem pokojninske družbe. Zavarovalnica mora poročati Agenciji za zavarovalni nadzor o vseh pomembnejših spremembah v poslovanju družbe, spremembah v lastniški strukturi in o okoliščinah, ki vplivajo na obvladovanje tveganj zavarovalnice ter ostalih zadevah, pomembnih za opravljanje nadzora oziroma izvrševanje drugih pristojnosti in nalog Agencije za zavarovalni nadzor.

Zaradi kršitve zakonskih določb, lahko Agencija za zavarovalni nadzor odredi naslednje ukrepe (Zzavar-UPB1, 2004, 178. člen):

- a) odreditev odprave kršitev,
- b) odreditev dodatnih ukrepov,
- c) odvzem dovoljenja,
- d) izredna uprava,
- e) prisilna likvidacija zavarovalnice,
- f) odločanje o razlogih za stečaj zavarovalnice.

Nadzor nad poslovanjem vzajemnih pokojninskih skladov opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev v sodelovanju z Agencijo za zavarovalni nadzor. Upravljavec mora Agenciji za trg vrednostnih papirjev poročati o vrednosti in sestavi sredstev sklada, vrednosti enote premoženja in donosnosti sklada.

Nadzor nad oblikovanjem in spremembami pokojninskega načrta, na podlagi katerega se uveljavljajo davčne olajšave, opravlja Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve. Z vpisom v posebni register, ki ga vodi pristojni davčni organ, se delodajalcu in zavarovancu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja prizna davčna olajšava. Predpise o vsebini in obliki prijave za vpis v register, prijavi sprememb, načinu dajanja podatkov ter o dokumentaciji, ki jo je potrebno priložiti prijavi za vpis v register, izda minister, pristojen za finance.

Poleg omenjenih institucij pa nadzor nad poslovanjem pokojninskih skladov izvajajo še:

- a) zavarovanci oziroma člani preko sindikata, sveta delavcev ali preko neposrednega zbora delavcev;
- b) delodajalci, ki financirajo pokojninski načrt;
- c) pooblaščen aktuar (zavarovalnice, pokojninske družbe);
- d) uprava zavarovalnice ali pokojninske družbe, ki mora zagotoviti spremljanje tveganj, notranji nadzor in poslovanje v skladu z zakonskimi predpisi,
- e) nadzorni svet pokojninske družbe, zavarovalnice ali upravljavca vzajemnega sklada,
- f) notranja revizija
- g) zunanja revizija.

Nadzor, ki ga predpisuje država, je potreben, vendar ne zadosten pogoj za zagotavljanje socialne varnosti preko dodatnega pokojninskega zavarovanja. Država mora poskrbeti, da se bodo zavarovanci zavedali pomena dodatnega pokojninskega zavarovanja, predvsem pa omogočiti učinkovitost sistema, ki vključuje financiranje, učinkovitost investicij, revizije in razkritje stroškov delovanja.

### **3.7 Stanje na področju dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji**

V Sloveniji v okviru prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s premoženjem zavarovancev upravlja enajst aktivnih izvajalcev:

- štiri pokojninske družbe,
- dve zavarovalnici in
- pet upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov.

Trenutno je v to obliko zavarovancev vključenih nekaj manj kot 435.000<sup>5</sup> zavarovancev. To število je v primerjavi s planiranimi 600.000 zavarovanci kar nekaj manjše, poleg tega pa ta številka vključuje tudi vse državne uslužbence (169.897), ki so se v zameno za zvišanje plače raje odločili za prevzem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki ga je država v upravljanje zaupala Kapitalski družbi (KAD). Dejavnost je tako v letu 2005 pridobila dobrih 10.000 novih zavarovancev brez državnih uslužbencev. Primerjava z letom 2004, ko je bilo primerljivo število novih zavarovancev nekaj več kot 32.000, kaže, da se je trg prostovoljnih dodatnih zavarovanj že nekoliko zasitil.

Vsi ponudniki dodatnega pokojninskega zavarovanja so skupaj ob koncu leta 2005 upravljali z nekaj več kot 143 milijardami tolarjev. Če ne upoštevamo premij, ki so se nabrale na podlagi zavarovanj državnih uslužbencev, se je nabralo za 110 milijard tolarjev premoženja, kar je 34 milijard tolarjev več kot konec leta 2004.

Na trgu prevladuje šest največjih ponudnikov, ki upravljajo s premoženjem več kot 94% zavarovancev (ob neupoštevanju državnih uslužbencev). Glede na sredstva v upravljanju ima vodilno vlogo Skupna pokojninska družba (25,9 milijard tolarjev), ki ji sledita Kapitalska družba (21,2 milijard tolarjev) in A pokojninska družba (18,9 milijard tolarjev). Nekoliko zaostajata Triglav in Prva pokojninska družba s 15 milijardami tolarjev sredstev v upravljanju, največjim petim pa sledi Moja naložba s 7,9 milijardami.

---

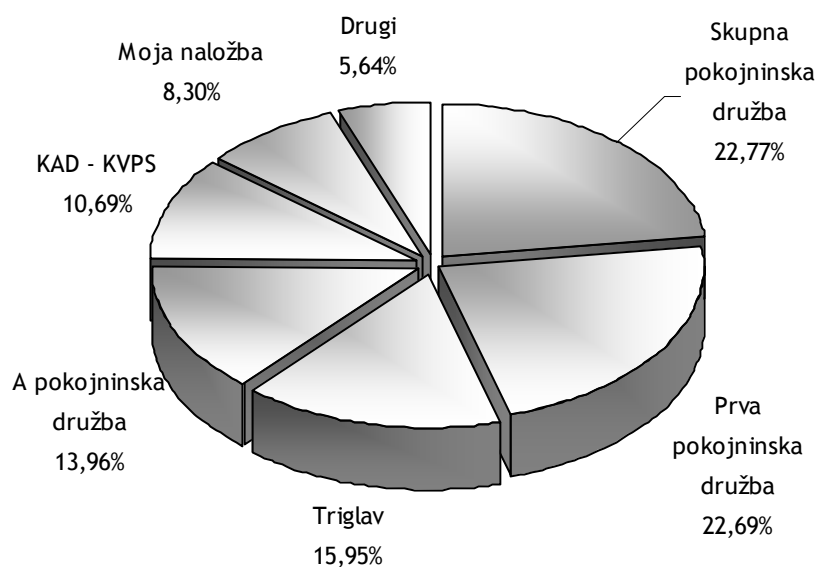
<sup>5</sup> Podatek je seštevek vseh zavarovancev, ki so jih konec leta 2005 objavili upravljavci pokojninskih skladov. Nekateri zavarovanci so šteti dvakrat, saj so lahko hkrati vključeni v eno kolektivno in eno individualno dodatno pokojninsko zavarovanje, javni uslužbenci pa se smejo vključiti v dva kolektivna in eno individualno zavarovanje. Če ima zavarovanec ta zavarovanja sklenjena pri različnih izvajalcih je v tej številki upoštevan dvakrat ali celo trikrat.

Tabela 4: Stanje pokojninskih skladov v Sloveniji po izvajalcih

	Število zavarovancev <sup>6</sup>		Sredstva v upravljanju v mio SIT		Povprečna mesečna premija
	31.12.05	31.12.04	31.12.05	31.12.04	31.12.05
<i>KAD - ZVPSJU</i>	169.897	164.652	32.640	17.000	7.037
<i>Skupna pokojninska družba</i>	60.350	55.200	25.900	18.400	12.857
<i>Prva pokojninska družba</i>	60.120	51.030	15.035	9.500	9.929
<i>Triglav</i>	42.255	47.727	15.500	11.200	10.693
<i>A pokojninska družba</i>	37.000	35.400	18.920	14.000	12.022
<i>KAD - KVPS</i>	28.326	27.260	21.203	13.900	16.936
<i>Moja naložba</i>	22.000	24.127	7.900	5.500	11.084
<i>Banka Koper</i>	4.550	4.457	2.465	1.700	14.440
<i>Generali</i>	4.007	3.724	1.807	1.300	9.968
<i>Probanka</i>	2.916	2.651	834	520	9.452
<i>Abanka Vipava</i>	2.075	1.848	1.079	740	14.361
<i>AdriaticSlovenica</i>	1.400	1.400	318	210	12.000

Vir: Huber, 2005a, str. 50 in Šurla, 2006, str. 16,17

Slika 8: Tržni delež na dan 31.12.2005 glede na število zavarovancev

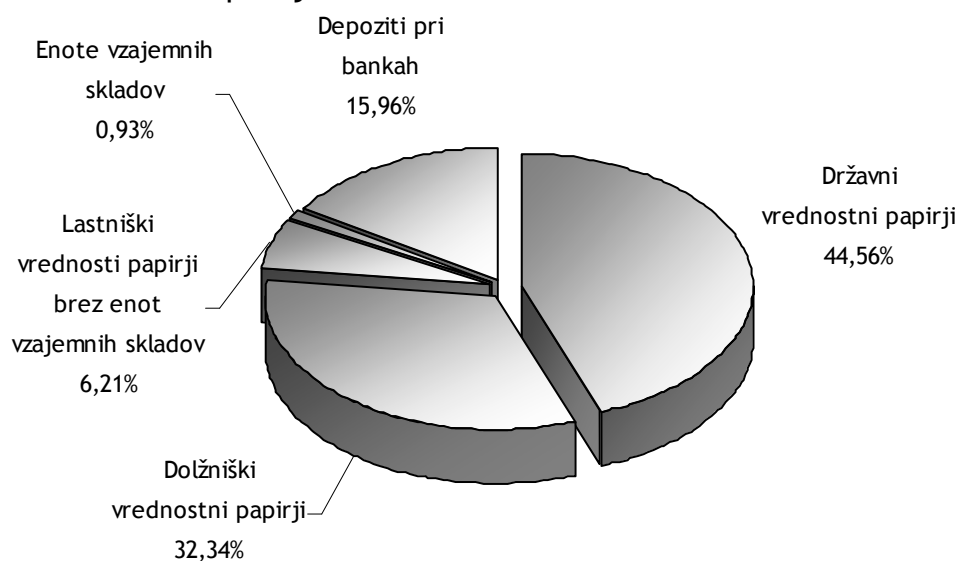


Vir: Šurla, 2006, str. 16,17

Iz podatkov o naložbah je razvidno, da so ponudniki dodatnega pokojninskega zavarovanja pri vlaganju sredstev zelo previdni, večinoma se odločajo predvsem za dolžniške vrednostne papirje, predvsem državne. Velik del naložb je tudi v bančnih depozitih, izpostavljenost delniškim trgom pa je sorazmerno majhna.

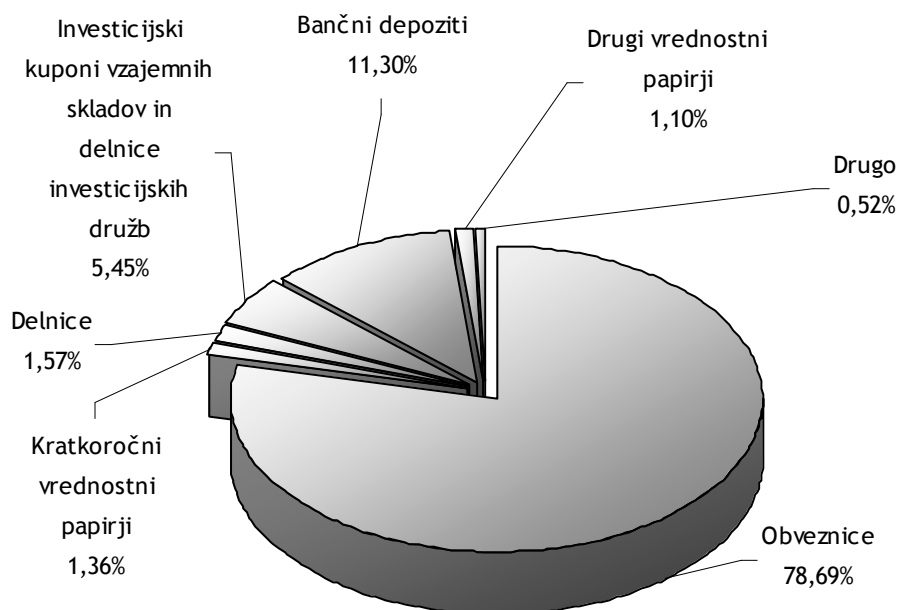
<sup>6</sup> Podatki o zavarovancih pokojninskih družb in zavarovalnic niso nujno pravilni, saj sporočeni podatki teh upravljavcev lahko vsebujejo tudi zavarovance, ki so se sicer vključili v dodatno pokojninsko zavarovanje, vendar premij ne plačujejo (Rednak, 2006b, str. 21).

**Slika 9: Sestava naložb pokojninskih družb in zavarovalnic na dan 30.09.2005**



Vir: Rednak, 2006b, str. 21

**Slika 10: Sestava naložb vzajemnih pokojninskih skladov na dan 31.12.2005**



Vir: Rednak, 2006b, str. 21

Približno polovica od okoli 850 tisoč ljudi, ki so vključeni v obvezno pokojninsko zavarovanje, varčuje tudi za dodatno pokojnino. Od tega v pokojninskih družbah in zavarovalnicah okoli 230 tisoč, v pokojninskih vzajemnih skladih pa okoli 210 tisoč. Za veliko večino zavarovancev premije za dodatno pokojninsko zavarovanje delno ali v celoti plačujejo delodajalci.

Glede na pričakovana demografska in socialno-ekonomska gibanja je kapitalsko efekt dodatnega pokojninskega zavarovanja še prešibak. Naša država namreč sodi med šesterico od 25 držav Evropske unije, ki jim je Unija pripisala visoko tveganje glede starajočega prebivalstva (Jenko, 2006, str. 1). Pripravljalci nacionalnega strateškega poročila o primernih in vzdržnih pokojninah, ki je bilo pripravljeno sredi leta 2005, menijo, da je treba kljub sorazmerno visoki vključenosti zavarovancev v dodatno pokojninsko zavarovanje to stopnjo zvišati vsaj na 70 odstotkov vseh zavarovancev obveznega pokojninskega zavarovanja, hkrati pa bo potrebno zvišati tudi premije (Zagorc, 2005, str. 22).

Priporočljiva višina varčevanja v dodatnem pokojninskem varčevanju znaša 5,844% bruto plače. Povprečne mesečne premije pa se trenutno gibljejo okrog 10.000. To pa bo za zadovoljivo višino bodoče pokojnine verjetno premalo. Pri povprečni bruto plači decembra 2005, ki je znašala 290.505 SIT, bi priporočljiva premija znašala okrog 17.000 SIT.

V okviru gospodarskih in pokojninskih reform naj bi vlada že v bližnji prihodnosti uvedla dodatne spodbude za dodatno pokojninsko zavarovanje. Namen predvidenih sprememb je spodbuditi zlasti individualno zavarovanje. Ker se je pri kolektivnem zavarovanju izkazalo, da so davčne olajšave privlačne samo za uspešna podjetja, je po mnenju vladnih pripravljavcev reform treba razmisliti o smiselnosti davčnih ugodnosti. Podatki namreč kažejo, da manj uspešna podjetja, predvsem iz delovno intenzivnih panog, praviloma v manjši meri plačujejo premije za svoje zaposlene. Ravno ti pa bodo zaradi nizkih plač potrebovali dodatno pokojnino, da bi razbremenili socialni sistem. Za individualno zavarovanje, kjer je sistem odloženega plačila edina olajšava, pa menijo, da je ta skromna in negotova, saj je renta obdavčena z dohodnino. V vladnem okviru je med predlogi sprememb navedeno, da je treba pri kolektivnem zavarovanju razmisliti o uvedbi posebne davčne olajšave za individualna vplačila, ki bi bila ločena od olajšave za kolektivna zavarovanja. Individualna in kolektivna premija naj se tudi ne bi seštevati. Morali bodo preučiti tudi možnost, da se podjetjem omogoči preusmeritev dela prispevkov delodajalca za obvezna zavarovanja v kapitalsko krita pokojninska zavarovanja, in dovoliti uvedbo individualnih pokojninskih načrtov brez minimalne zajamčene donosnosti. Poleg tega se razmišlja še o odpravi možnosti prostega izplačila privarčevanih sredstev v enkratnem znesku. V pripravi naj bi že bila sprememba zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. Namen ministrstva za delo, ki pripravlja zakon, je spodbujanje zavarovancev k vključevanju v dodatno pokojninsko zavarovanje z večjo preglednostjo, konkurenčnostjo in povečanjem možnosti za primerjavo poslovanja in rezultatov posameznih izvajalcev (Šurla, 2006, str. 17).

### **3.8 Pokojninska direktiva 2003/41/ES**

Evropski parlament in Svet Evrope sta v maju 2003 po več kot trinajstih letih neuspešnih prizadevanj in zavrnitev sprejela Direktivo 2003/41/ES o delu in nadzoru izvajalcev pokojninskih zavarovanj, s katero so postavljena temeljna pravila delovanja vseh institucij, ki v povezavi z delodajalcem izvajajo dodatno pokojninsko zavarovanje po kapitalskem načelu.

Do takrat Evropska unija ni imela enotnih pravil, s katerimi bi urejala to področje. Posledice neenotne ureditve so se odražale v naslednjih dejstvih (Belič, 2003, str.12):

- velike razlike v donosnosti pokojninskih skladov, ki so posledica naložbenih omejitev<sup>7</sup>;
- pomanjkanje razvojnega vzvoda za druge sektorje (na primer za kapitalski trg, družbe z majhno kapitalizacijo in sklade tveganega kapitala);
- pomanjkanje konkurence med izvajalci pokojninskih načrtov, ker so nacionalne zakonodaje omejevale vstop tujih izvajalcev, kar je posledično vplivalo na slabše upravljanje in nižjo donosnost;
- različne davčne ugodnosti in različna davčna obravnava v posameznih državah.

Direktiva ima štiri temeljne cilje: zagotoviti varnost sistema, njegovo dostopnost in učinkovitost, odpravo omejitev za poslovanje prek državnih meja držav članic ter povečati konkurenčnost in primerljivost med ponudniki (Gorišek, 2004, str. 34, 35). Temelji na treh temeljnih načelih (Bešter, 2004, str. 193):

- popolna odgovornost za organizacijo celotnega sistema pokojninskega zavarovanja je še vedno v domeni posamezne države članice;
- direktiva spoštuje vso pestrost pokojninskih načrtov v Evropski uniji in veliko različnost pravil, po katerih delujejo;
- z direktivo se ureja predvsem poslovanje izvajalcev, ne pa toliko značilnosti produktov.

Direktiva je prvi korak k vzpostavitvi skupnega pokojninskega trga, ki naj bi s pravilom preudarnosti kot temeljnega naložbenega načela in z možnostjo delovanja čez državne meje, spodbujal k usmeritvi varčevanja za dodatne pokojnine in k večji socialni varnosti.

---

<sup>7</sup> Ugotovljeno je bilo, da so donosi v državah, ki so uvedle kvantitativne naložbene omejitve precej nižje kot v državah, kjer so te omejitve vsebinske. V letih od 1984 do 1998 je bil povprečni letni nominalni donos upravljavcev pokojninskih načrtov v državah, ki so uvedle kvantitativne omejitve, okoli 6%, v državah, kjer imajo upravljavci bolj proste roke pri investiranju, pa 10% (Belič, 2003, str. 12).

Direktiva se uporablja za izvajalce poklicnega pokojninskega zavarovanja oziroma njihove upravljavce, ki ne smejo opravljati nobene druge dejavnosti, če pa je izvajalec življenjska zavarovalnica, se mora dejavnost voditi v popolnoma ločeni obračunski enoti. Postavljena so pravila glede obrestne mere, naložbene politike, tehničnih rezervacij, kapitalske ustreznosti, kritja biometričnih tveganj, izdelave računovodskih izkazov in letnih poročil, obveznosti obveščanja zavarovancev in nadzornih institucij ter poslovanje izvajalcev čez državne meje in s tem povezano vprašanje pristojnosti nadzora.

Direktiva zelo jasno uvaja tako imenovano »načelo preudarnosti« zlasti pri nadzoru in investiranju pokojninskih sredstev. To načelo zahteva naložbeno politiko, ki je prilagojena strukturi zavarovancev. Izjava o naložbeni politiki (ang. »statement of investment policy principles«) je izjemnega pomena za varnost in sposobnost izplačevanja dodatnih pokojnin. Izvajalci morajo zato pripraviti in najmanj vsaka tri leta pregledati oziroma preveriti svoja naložbena pravila. Pri investiranju je potrebno upoštevati kar največjo korist članov in spoštovanje meril varnosti, kakovosti, likvidnosti in donosnosti portfelja kot celote.

V okviru »preudarnih« omejitev lahko izvajalci kot zelo dolgoročni investitorji investirajo tudi v netržne vrednostne papirje. Naložbe v izvedene vrednostne papirje so dopustne le, če prispevajo k zmanjšanju naložbenih tveganj ali olajšajo učinkovito upravljanje portfelja. Naložbe morajo biti razpršene na način, ki preprečuje preveliko izpostavljenost do posameznega izdajatelja ali do podjetij v skupini. Določene so omejitve za naložbe v sponzorja in omejitve glede zadolževanja. V pristojnosti posamezne države članice je, da predpiše natančnejša pravila, vključujoč količinske omejitve, če pri tem sledijo načelom preudarnosti. Naložbe v delnice, trge tveganega kapitala in tuje valute se smejo omejevati le zaradi spoštovanja načel preudarnosti. Države članice pa imajo do neke mere pravico, da same oblikujejo natančna naložbena pravila za izvajalce, ki delujejo na njihovem območju.

Čeprav se posameznih pomembnih vprašanj (kot je na primer davčni režim pri poslovanju pokojninskih izvajalcev v različnih državah) direktiva ni niti dotaknila, bodo učinki teh minimalnih standardov nedvoumno pozitivni. V svet evropskih pokojninskih skladov prinašajo dokaj jasna pravila in red, ki ga tako dolgoročne institucije potrebujejo. Koliko pa bo direktiva pripomogla k razcvetu in internacionalizaciji pokojninskega poslovanja, pa je v tem trenutku težko oceniti.

Slovenija je v posameznih pogledih že usklajena z direktivo, na primer na zelo pomembnem področju naložb, kjer se je Slovenija tako kot direktiva zgledovala po zavarovalnicah. Prav tako so sredstva v pokojninskih skladih pravno ločena od



podjetij, ki plačujejo prispevke. Tudi nadzor nad izvajalci je zagotovljen s strani zunanjih nadzornih institucij. Po drugi strani pa naš sistem še ni prerasel začetniških pomanjkljivosti, ki bi jih bilo tudi zaradi direktive potrebno drugače urediti. Sedanja ureditev zajamčenega donosa in njegov izračun sta v nasprotju s tisto določbo direktive, ki govori o obrestni meri. Vsaj delno je neurejeno tudi vprašanje kapitalske ustreznosti izvajalcev. Zaradi zahtev direktive glede obveščanja članov bi bilo nujno poenotiti predpise, ki urejajo to področje. Zelo koristni bi bili poenoteni predpisi o vrednotenju sredstev, saj zdajšnja različnost pravil postavlja izvajalce v neenak položaj. Tako zaradi direktive kot tudi zaradi neoptimalnosti nekaterih veljavnih predpisov pa bi bilo koristno pregledati tudi ZPIZ in posodobiti pravila poslovanja izvajalcev (Bešter, 2004, str. 201).

## **4. Vrednotenje finančnih naložb**

### ***4.1 Opredelitev finančnih naložb***

Finančne naložbe podjetja so finančna sredstva, ki jih ima podjetje naložbenik, da bi z donosi, ki izhajajo iz njih, povečevalo svoje finančne prihodke. Razlikovati jih je potrebno od poslovnih prihodkov, ki izhajajo iz prodaje proizvodov in opravljanja storitev v okviru njegovega rednega delovanja. Finančne naložbe so večinoma naložbe v kapital drugih podjetij ali v finančne dolgove drugih podjetij, države ali drugih izdajateljev, pojavljajo pa se tudi kot finančna sredstva drugačne narave, ki niso vezana na proizvodnjo in opravljanje storitev v podjetju naložbeniku. Poslovne terjatve tako ne sodijo med finančne naložbe podjetja (SRS 3 in SRS 6, 2005).

Finančne naložbe so del finančnih inštrumentov podjetja. Finančni inštrumenti podjetja je vsaka pogodba na podlagi katere nastane tako finančno sredstvo enega podjetja kot tudi finančna obveznost ali kapitalski inštrument podjetja.

Pri tem je finančno sredstvo vsako sredstvo, ki je:

- a) denar,
- b) pogodbeno pravico prejeti denar ali drugo finančno sredstvo od drugega podjetja,
- c) pogodbeno pravico zamenjati finančne inštrumente z drugim podjetjem pod pogoji, ki utegnejo biti ugodni ali
- d) kapitalski inštrument drugega podjetja.

Finančna obveznost je vsaka obveznost, ki je pogodbeno obveza :

- a) izročiti drugemu podjetju denar ali drugačno finančno sredstvo ali
- b) zamenjati z drugim podjetjem finančne inštrumente pod pogoji, ki utegnejo biti neugodni (MRS 32, 2006, str. 7).

Med finančne inštrumente spadajo tako temeljni inštrumenti, kot so terjatve iz poslovanja, obveznosti iz poslovanja in kapitalski inštrumenti, kakor tudi izpeljani finančni inštrumenti, kot so finančne opcije, rokovne oziroma terminske pogodbe (ang. »futures«) in rokovni (terminski) posli (ang. »fowards«), zamenjave (ang. »swaps«) obrestnih mer in valutne zamenjave<sup>8</sup> (MRS, 32, 2006, str. 30).

## **4.2 Delitev finančnih naložb**

### **4.2.1 Delitev finančnih naložb glede na ročnost naložb**

Temeljna delitev finančnih naložb se nanaša na ročnost naložb. Tako poznamo dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe. Slovenski računovodski standardi (v nadaljevanju SRS) v SRS 3 obravnavajo dolgoročne finančne naložbe, medtem ko se za kratkoročne finančne naložbe uporablja SRS 6.

Dolgoročne finančne naložbe so opredeljene kot finančne naložbe, ki naj bi jih podjetje obdržalo med svojimi sredstvi več kot leto dni in s katerimi naj se ne bi trgovalo. Kot dolgoročne finančne naložbe se formalno štejejo tudi naložbe v nepremičnine, ki so v posesti za trgovanje ali dane v najem, da bi se z njimi dolgoročno dosegali donosi, in naložbe v plemenite kovine, drage kamne umetniška dela in podobno tržljivo blago, ki naj bi jih podjetje posedovalo več kot leto dni in niso namenjeni trgovanju. Dolgoročne finančne naložbe so sestavni del tako dolgoročnih sredstev kakor stalnih sredstev podjetja, ki jih ima v lasti. Ta vrsta naložb ni sestavni del osnovnih sredstev, ki so skupaj z obratnimi sredstvi usmerjena k doseganju poslovnih prihodkov. Pojmovati jih je mogoče tudi kot dolgoročne finančne terjatve (SRS 3, 2005).

---

<sup>8</sup> Med finančne inštrumente ne spadajo (MRS 32, str. 29, 2006):

- opredmetena sredstva (npr. zaloge, nepremičnine, naprave in oprema),
- neopredmetena sredstva (npr. patenti, blagovne znamke),
- sredstva, katerih prihodnja gospodarska korist je prejem blaga ali storitev, ne pa pravica do prejema denarja ali drugega finančnega sredstva (npr. kratkoročno nevracunani stroški),
- obveznosti, kjer bo imel verjetni odtok z njimi povezanih gospodarskih koristi obliko dobave blaga in storitev (npr. odloženi prihodki),
- obveznosti in sredstva, ki nimajo pogodbenih značilnosti (npr. davki iz dobička),
- vse pogodbene pravice in obveznosti, pri katerih ne gre za prenos finančnega inštrumenta (npr. pravice ali obveznosti iz najema ali nakupa opredmetenega sredstva).

Kratkoročne finančne naložbe pa so za razliko od dolgoročnih finančne naložbe tiste naložbe podjetja, ki jih ima le to v posesti za trgovanje ali pa se v podjetju ne bodo obdržale dlje kot leto dni. Kratkoročne finančne naložbe so sestavni del tako kratkoročnih kot gibljivih sredstev podjetja naložbenika, niso pa sestavni del obratnih sredstev podjetja. Pojmovati jih je mogoče tudi kot kratkoročne finančne terjatve (SRS 6, 2005).

#### **4.2.2 Glede na vrsto finančnega inštrumenta**

Kot je bilo že omenjeno, lahko finančne naložbe razdelimo na:

- a) naložbe v finančne dolgove drugih podjetij, države ali drugih izdajateljev;
- b) naložbe v kapital drugih podjetij in
- c) ostale finančne naložbe.

Finančne naložbe v dolgove drugih podjetij, države ali drugih izdajateljev so naložbe v dana posojila, v dane depozite bankam, v obveznice podjetij, države ali drugih izdajateljev, zakladne menice in naložbe v druge kratkoročne in dolgoročne finančne dolžniške vrednostne papirje ter izpeljane finančne inštrumente. Med naložbe v kapital drugih podjetij pa sodijo delnice in deleži podjetij, ki jih ima podjetje v lasti zaradi trgovanja ali drugih vzrokov. Med ostale finančne naložbe pa bi lahko uvrstili naložbene nepremičnine in umetniška dela. Problem omenjenih naložb je, da glede na opredelitev finančnih inštrumentov po Mednarodnih računovodskih standardih (v nadaljevanju MRS) npr. umetniška dela ne sodijo med finančne inštrumente, medtem ko jih SRS uvrščajo med finančne naložbe.

#### **4.2.3 Ostala razvrščanja finančnih naložb po računovodskih standardih<sup>9</sup>**

Finančne naložbe v kapital in dolgove različnih izdajateljev je potrebno zaradi potreb, ki se pojavljajo pri sestavljanju skupinskih računovodskih izkazov, razčleniti na tista, ki se nanašajo na uskupinjena podjetja<sup>10</sup>, in druga. Zaradi enakega razloga je potrebno finančne naložbe razčleniti na tiste, ki se nanašajo na

<sup>9</sup> Vse opredelitve in razvrščanja so povzeta po SRS 3, SRS 6, MRS 32 in MRS 39.

<sup>10</sup> Uskupinjeno podjetje je podjetje, ki je del skupine podjetij, za katere mora prevladujoče podjetje sestaviti skupinske (konsolidirane) računovodske izkaze. Skupino sestavljajo :

- obvladujoča organizacija,
- organizacije, odvisne od nje zaradi deleža v kapitalu,
- organizacije, odvisne od nje zaradi prevladujočega vpliva iz drugih razlogov,
- pridružene organizacije, v katerih ima obvladujoča organizacija pomemben, ne pa prevladujoč vpliv,
- organizacije, obvladane skupaj z drugimi lastniki.

Šteje se, da ima obvladujoča organizacija v pridruženi organizaciji pomemben vpliv, če je udeležena v njenem kapitalu najmanj z 20% (Turk et al., 2004, str. 555).

stranke v državi, in na tiste, ki se nanašajo na stranke v tujini. Zaradi potreb prevrednotovanja je potrebno finančne naložbe, ki so finančna sredstva, razvrstiti na:

- a) finančna sredstva, izmerjena po pošteni vrednosti prek poslovnega izida,
- b) finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo,
- c) posojila in terjatve in
- d) za prodajo razpoložljiva finančna sredstva.

Finančna sredstva, izmerjena po pošteni vrednosti prek poslovnega izida, so pred spremembo MRS 39 v letu 2003 bila samo finančna sredstva, ki jih je imelo podjetje v posesti za trgovanje, sedaj pa se lahko v to kategorijo razvrsti vsako finančno sredstvo podjetja razen kapitalskih inštrumentov, kjer se poštena vrednost ne da izmeriti. Ta sredstva so v bilanci stanja merjena po pošteni vrednosti, vsi prevrednotovalni efekti pa so vključeni v izkaz poslovnega izida. Sprememba začetne klasifikacije ni mogoča.

Finančne naložbe v posesti do zapadlosti so finančna sredstva z določenimi ali določljivimi plačili in določeno zapadlostjo, ki jih podjetje nedvoumno namerava in zmore posedovati do zapadlosti. Namen in zmožnost mora biti ocenjena na koncu vsakega poslovnega leta. Podjetje ne razporedi v to kategorijo nobenega finančnega sredstva, če je v tekočem letu ali preteklih dveh letih prodalo več kot nepomemben del teh sredstev iz te kategorije, razen v izjemnih primerih.

Posojila in terjatve predstavljajo sredstva, nastala v podjetju kot posledica zagotovitve denarja, blaga in storitev neposredno dolžniku, in niso namenjena trgovanju. Po spremembi MRS v letu 2003 so v to kategorijo vključena tudi kupljena posojila, če niso namenjena trgovanju. Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva so vsa finančna sredstva, ki niso razporejena v predhodne tri kategorije.

Dolgoročne in kratkoročne naložbe v odkupljene lastne delnice in lastne poslovne deleže se formalno obravnavajo kot posebna vrsta finančnih naložb, ker zmanjšujejo celotni kapital. To velja tudi za nevplačane vpisane delnice, ki se formalno štejejo kot terjatve do vpisnikov. Obravnavajo se ločeno od drugih finančnih naložb. Ločeno od drugih finančnih naložb pa se kot posebna vrsta dolgoročnih finančnih naložb obravnavajo tudi naložbene nepremičnine<sup>11</sup> in naložbene premičnine.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Naložbene nepremičnine so nepremičnine, ki se ne uporabljajo pri proizvodnji ali dobavljanju blaga ali storitev ali za pisarniške namene ali prodajo v rednem poslovanju, ampak jih ima podjetje v posesti za trgovanje ali dane v finančni najem, da bi z njimi dolgoročno dosegala donose. Donos naložbene nepremičnine je najemnina, posredno pa tudi povečanje vrednosti take nepremičnine ali pa oboje (Turk et al., 2004, str 139).

<sup>12</sup> Naložbene premičnine so naložbe v plemenite kovine, drage kamne, umetniška dela in podobno tržljivo blago (SRS 3, 2005)

### **4.3 Pripoznavanje in odpravljanje pripoznanj finančnih naložb po SRS**

Finančne naložbe se v knjigovodskih razvidih in bilanci stanja pripozna kot sredstvo, če je verjetno, da bodo v povezavi z njo pritekale gospodarske koristi in je mogoče njeno nabavno vrednost zanesljivo izmeriti na dan trgovanja ali na datum poravnave.

Datum trgovanja je datum na katerega se podjetje zaveže kupiti ali prodati sredstvo, medtem ko je datum poravnave datum, ko se sredstvo izroči podjetju ali ga izroči podjetje. Na splošno se obresti od sredstva in ustrezne obveznosti ne začnejo obračunavati pred datumom poravnave, ko se prenese lastninska pravica. Kadar se pri obračunavanju uporabi datum poravnave, obračuna podjetje spremembo poštene vrednosti sredstva, ko bo prejeto, v obdobju med datumom trgovanja in datumom poravnave na enak način kot obračuna pridobljeno sredstvo.<sup>13</sup>

V nadaljevanju je na primeru prikazana razlika med vknjižbami glede na to ali podjetje pripozna finančno sredstvo na dan trgovanja ali na dan plačila za naslednje kategorije:

- finančna sredstva vrednotena do zapadlosti;
- finančna sredstva vrednotena po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida;
- za prodajo razpoložljiva finančna sredstva.

Primer:

- 29.12.20X4: Podjetje se zaveže kupiti finančno sredstvo za 10.000 d.e., kar predstavlja pošteno vrednost finančnega sredstva na dan trgovanja;
- 31.12.20X4: Poštena vrednost finančnega sredstva znaša 9.995 d.e.;
- 03.01.20X5: Na datum poravnave poštena vrednost finančnega sredstva znaša 10.010 d.e.

Če podjetje pripozna finančna sredstva na dan plačila, so posamezne postavke v bilanci stanja takšne kot so prikazane v tabeli 5.

---

<sup>13</sup> Sprememba vrednosti se ne pripozna za sredstva, ki se izkazujejo po nabavni ali odplačni vrednosti; pripozna pa se v poslovnem izidu za sredstva, ki so razvrščena kot finančna sredstva po pošteni vrednosti prek poslovnega izida, in v kapitalu za sredstva, ki so razvrščena kot razpoložljiva za prodajo.

**Tabela 5: Pripoznava finančnih sredstev na dan plačila**

Bilanca stanja	Finančna sredstva do zapadlosti	Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva	Fin. sredstva vrednotena po pošteni vrednosti skozi izkaz uspeha
<b>31.12.20X4</b>			
Obveznost	-	(5)	(5)
Kapital	-	5	-
Zadržani dobiček	-	-	5
<b>03.01.20X5</b>			
Finančno sredstvo	10.000	10.010	10.010
Kapital	-	(10)	-
Zadržani dobiček	-	-	(10)

Vir: Lastni izračun

Če pa podjetje pripoznava finančna sredstva na dan trgovanja, so posamezne postavke v bilanci stanja drugačne - glej tabelo 6.

**Tabela 6: Pripoznava finančnih sredstev na dan trgovanja**

Bilanca stanja	Finančna sredstva do zapadlosti	Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva	Fin. sredstva vrednotena po pošteni vrednosti skozi izkaz uspeha
<b>29.12.20X4</b>			
Finančno sredstvo	10.000	10.000	10.000
Obveznost	(10.000)	(10.000)	(10.000)
<b>31.12.20X4</b>			
Finančno sredstvo	10.000	9.995	9.995
Obveznost	(10.000)	(10.000)	(10.000)
Kapital	-	5	-
Zadržani dobiček	-	-	5
<b>03.01.20X5</b>			
Finančno sredstvo	10.000	10.010	10.010
Kapital	-	(10)	-
Zadržani dobiček	-	-	(10)

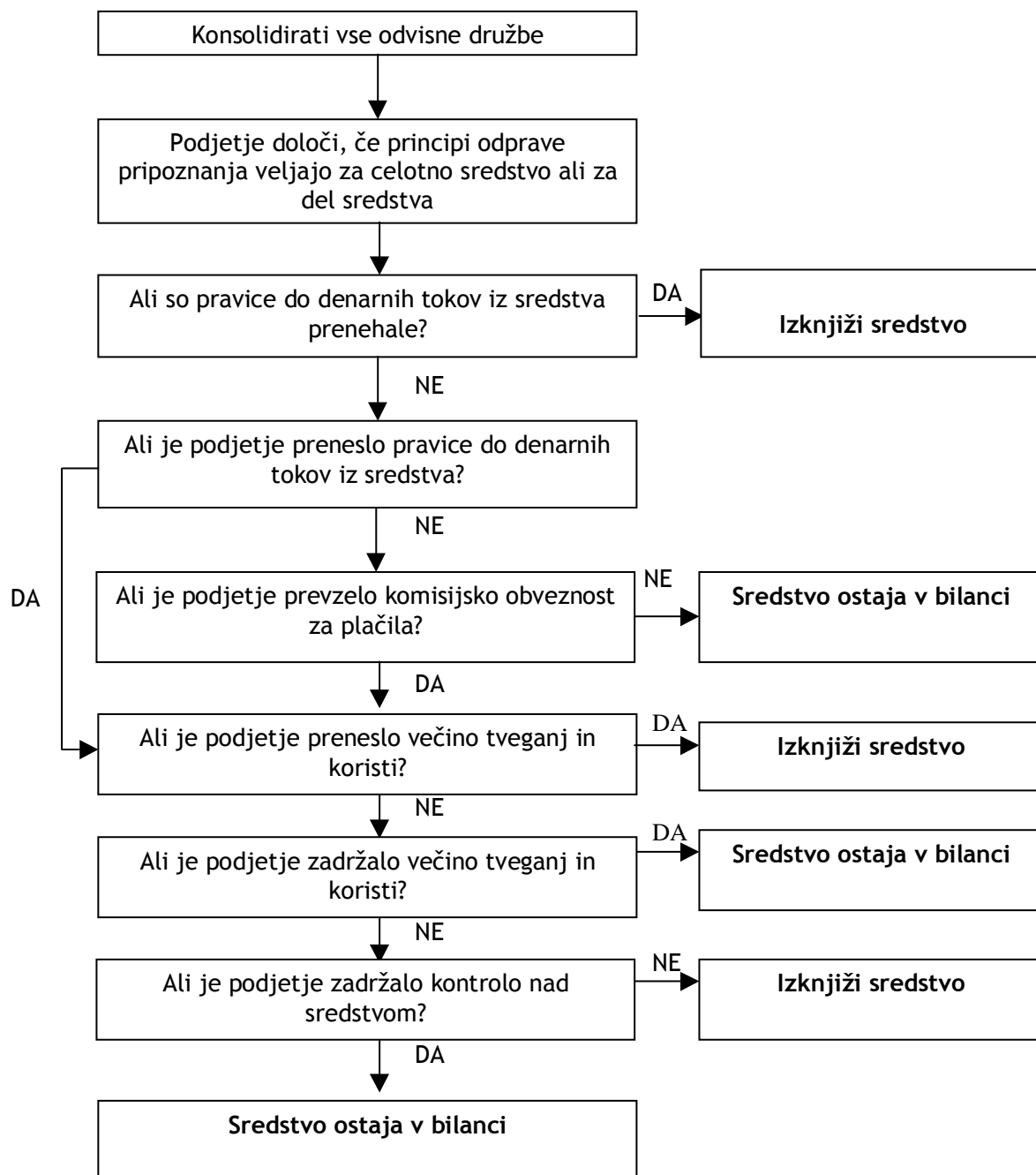
Vir: Lastni izračun

Dolgoročne finančne naložbe v finančne dolgove, ki zapadejo v plačilo v letu dni po dnevu bilanciranja, se prenesejo med kratkoročne finančne naložbe. Prav tako se med kratkoročne prenesejo tiste dolgoročne finančne naložbe, ki zaradi spremenjenega položaja dolžnikov prenehajo biti dolgoročne. Ob utemeljenih razlogih na podlagi pogodb pa se lahko kratkoročne finančne naložbe prenesejo med kratkoročne.

Pripoznanje finančnih naložb kot sredstev družbe pa se v knjigovodskih razvidih in bilanci stanja odpravi ob prodaji oziroma takrat, ko se ne obvladujejo več nanjo

vezane pogodbene pravice in tveganja. V tem primeru se pravice do koristi iz finančne naložbe izrabijo, ugasnejo ali pa odstopijo. Sredstvo je lahko odpravljeno v celoti ali deloma. Pravila za odpravo pripoznanja finančnega sredstva po MRS 39 so kompleksna in so predstavljena v spodnjem diagramu.

**Slika 11:** Odprava pripoznanja finančnega sredstva



Vir: Uranič, 2005, str. 23-24

#### **4.4 Začetno računovodsko merjenje finančnih naložb**

Vse finančne naložbe morajo biti v začetku pripoznane po nabavni vrednosti, vključujoč stroške posla, ob čemer se predpostavlja, da nabavna vrednost odraža pošteno vrednost (Uranič, 2005, str. 20).

Finančne naložbe v kapital in lastniške vrednostne papirje drugih podjetij in dolžniški vrednostni papirji se ovrednotijo po pošteni vrednosti. Poštena vrednost je enaka na datum trgovanja plačanemu znesku denarja ali njegovih ustreznikov oziroma pošteni vrednosti drugih nadomestil za nakup, ki jih je dal naložbenik, povečani za stroške, ki jih je mogoče pripisati neposredno naložbi. Nabavno vrednost je potrebno na datum poravnave preračunati, če pride do pojava, ki vpliva na znesek nadomestila za nakup. Preračun se naredi, če je plačilo zneska nadomestila verjetno in je mogoče vrednost nadomestila zanesljivo oceniti (SRS 3, 2005; SRS 6, 2005).

Finančne naložbe v dana posojila se pripozna v vrednosti plačanega zneska, ki se šteje kot glavnica posojila. V glavnico se lahko všttevajo tudi pripisane obresti, če za to obstajajo utemeljeni razlogi, ki izhajajo iz pogodb. Naložbene nepremičnine in naložbene premičnine se ob začetnem pripoznanju vrednotijo po nakupni ceni, povečani za stroške, ki jih je mogoče pripisati neposredno naložbi (SRS 3, 2005; SRS 6, 2005).

Razen pri finančnih sredstvih, ki so razporejena v kategorijo »finančna sredstva, izmerjena po pošteni vrednosti prek poslovnega izida«, nabavna vrednost finančnega sredstva vključuje tudi transakcijske stroške (Uranič, 2004b, str. 2). Pri nekaterih finančnih sredstvih pa je potrebno narediti tudi nekatere dodatne prilagoditve (Sutton, 2000, str. 403). Pri dolžniških vrednostnih papirjih je tako na primer potrebno ločeno izkazovati glavnico in neplačane natečene obresti. Če podjetje kupi obveznice s 5% kuponsko obrestno mero v skupni nominalni vrednosti 40.000.000 SIT na dan 01.10.20X5 po ceni 100% (izplačilo kuponov enkrat letno na dan 31.12.), za obveznice plača 41.500.000 SIT<sup>14</sup>. Podjetje na dan nakupa ločeno evidentira 40 milijonov SIT glavnice in 1,5 milijonov SIT natečenih obresti. Ob izplačilu kuponov na dan 31.12.20X5 podjetje dobi izplačano 2,0 milijona SIT obresti, vendar se mu finančni prihodki v tem obdobju povečajo le za 0,5 milijona SIT.

---

<sup>14</sup> Transakcijski stroški niso upoštevani, pri izračunu obresti je upoštevano štetje dni na način 30/360.



## **4.5 Vrednotenje finančnih naložb v odvisna podjetja, skupaj obvladana podjetja<sup>15</sup> in pridružena podjetja**

Pomemben razlog za investiranje v kapital drugih podjetij je pridobitev vpliva na poslovanje podjetja, v katerega kapital je naložbenik vložil svoja finančna sredstva. Če podjetje pridobi pomemben ali celo prevladujoč (kontrolni) delež v podjetju, ima možnost uveljaviti svoje interese v poslovanju obvladanega oziroma odvisnega podjetja. Možnost vplivanja na poslovanje drugega podjetja je lahko zelo pomembno, če je le to podjetje na primer naložbenikov pomemben dobavitelj surovin ali če zanj zagotavlja ključno mrežo prodajnih poti (Smith et al., 1996, str. 18-12) .

V skladu s SRS se v posameznih računovodskih izkazih dolgoročne finančne naložbe v odvisna podjetja, skupaj obvladana podjetja in pridružena podjetja obračunavajo po:

- nabavni ceni (naložbena metoda),
- kapitalski metodi,
- metodi sorazmernega uskupinjevanja,
- pošteni vrednosti ali
- metodi odplačne vrednosti.

Zadnji dve metodi vrednotenja bosta opredeljeni v nadaljevanju, zato so na tem mestu predstavljene prve tri metode.

### **4.5.1 Naložbena metoda**

Po naložbeni metodi (ang. »cost method«) naložbenik evidentira svojo finančno naložbo po nabavni vrednosti. Naložbenik pripozna prihodke zgolj do zneska, prejetega iz razdelitve nabranega čistega dobička podjetja, v katerega je vložil sredstva, razen v primeru, ko se vrednost finančne naložbe zmanjšuje in jo je potrebno prevrednotovati zaradi oslabitve.

Vrednosti dolgoročnih finančnih naložb v druge družbe tako ni mogoče povečevati na račun dobičkov v teh družbah, dokler se ne izplačajo. Kot finančni prihodek se tako pri naložbeniku izkaže samo dobiček, ki je bil nakazan na naložbenikov transakcijski račun. Presežek izplačanih zneskov nad delom dobička, ki pripada

---

<sup>15</sup> Skupaj obvladano podjetje je podjetje, ki ga je ustanovilo več podvižnikov (pogodbenih strank pri skupnem podvigu); ti na podlagi pogodbenega sporazuma skladno s svojimi kapitalskimi deleži skupaj obvladujejo celotno poslovanje takšnega podjetja (SRS 3, 2005).

naložbeniku, je treba obravnavati kot vračilo nabavne vrednosti in izkazovati kot zmanjšanje dolgoročne finančne naložbe. Ta metoda tako ne temelji na obračunu, temveč na finančnih tokovih. Ugotovljena izguba ne vpliva neposredno na izkazovanje dolgoročne finančne naložbe pri naložbeniku, kljub temu pa je potrebno ugotavljati, ali jih je treba prevrednotovati zaradi oslabitve (Turk et al., 2004, str. 148-149).

#### **4.5.2 Kapitalska metoda**

Tudi pri kapitalski metodi (ang. »equity method«) se finančna naložba najprej evidentira po nabavni vrednosti, knjigovodska vrednost pa se poveča ali zmanjša, tako da se pripozna naložbenikov delež v dobičku ali izgubi podjetja, v katero je vložil finančna sredstva.

Po tej metodi naložbenik poveča knjigovodsko vrednost finančne naložbe za del dobička, ki mu pripada, ko organ upravljanja gospodarske družbe, v katero je vložil sredstva, potrdi razporeditev dobička. Hkrati izkaže finančni prihodek ali posebni prevrednotovalni popravek kapitala. Prejeti deleži v dobičku se v trenutku prejema izkažejo kot prejeta sredstva in za isti znesek se zmanjšajo dolgoročne finančne naložbe v kapital. Preračuni knjigovodske vrednosti so morda prav tako potrebni, če se spremeni naložbenikov sorazmerni delež v kapitalu podjetja, a te spremembe niso vključene v izkaz poslovnega izida. Med takimi spremembami so tudi tiste, ki so posledica prevrednotovanja opredmetenih osnovnih sredstev in finančnih naložb, tečajnih razlik in preračunavanja razlik, ki nastanejo pri poslovni združitvi (Vrankar, 2004, str. 12).

#### **4.5.3 Metoda sorazmernega uskupinjevanja**

Metoda se uporablja za merjenje vrednosti skupaj obvladanega podjetja. Bistvena značilnost metode sorazmernega uskupinjevanja oziroma konsolidacije (ang. »proportionale consolidation«) je, da se v skupino zajemajo posamezna sredstva in obveznosti ter prihodki in odhodki v deležu, ki je enak deležu obvladujočega podjetja v kapitalu skupaj obvladanega podjetja.

Uporabo te metode lahko utemeljimo z razlago, da je v primeru skupnega podviga skupina dejavno udeležena pri njegovem dobičku ali izgubi. Sorazmerno vključevanje skupnega podjetja je primeren način za predstavitev gospodarske stvarnosti. Prikazujejo povezanost skupine s skupnim podjetjem. Popolno uskupinjevanje ni primerno. Skupaj obvladano podjetje in gospodarske družbe, ki so ga ustanovile, ne predstavljajo gospodarske celote, ki bi bila skupina podjetij.

Izhodišče za sorazmerno uskupinjevanje so računovodski izkazi skupaj obvladanega podjetja. Računovodski izkazi, ki so podlaga za sorazmerno uskupinjevanje, morajo biti sestavljeni v skladu z računovodskimi načeli podjetij, ki so ga ustanovila. Če se kažejo odmiki od teh načel, je potrebno sestaviti prilagojene računovodske izkaze.

Vsi postopki uskupinjevanja so vsebinsko enaki postopkom pri popolnem uskupinjevanju, le da se vsa sredstva in obveznosti ter prihodki in odhodki zajamejo v uskupinjene računovodske izkaze samo do velikosti sorazmernega deleža, ki pripada obvladujočemu podjetju (Vrankar, 2004, str. 16).

#### ***4.6 Primerjava vrednotenja po nabavni vrednosti, LOCOM metodi in pošteni vrednosti***

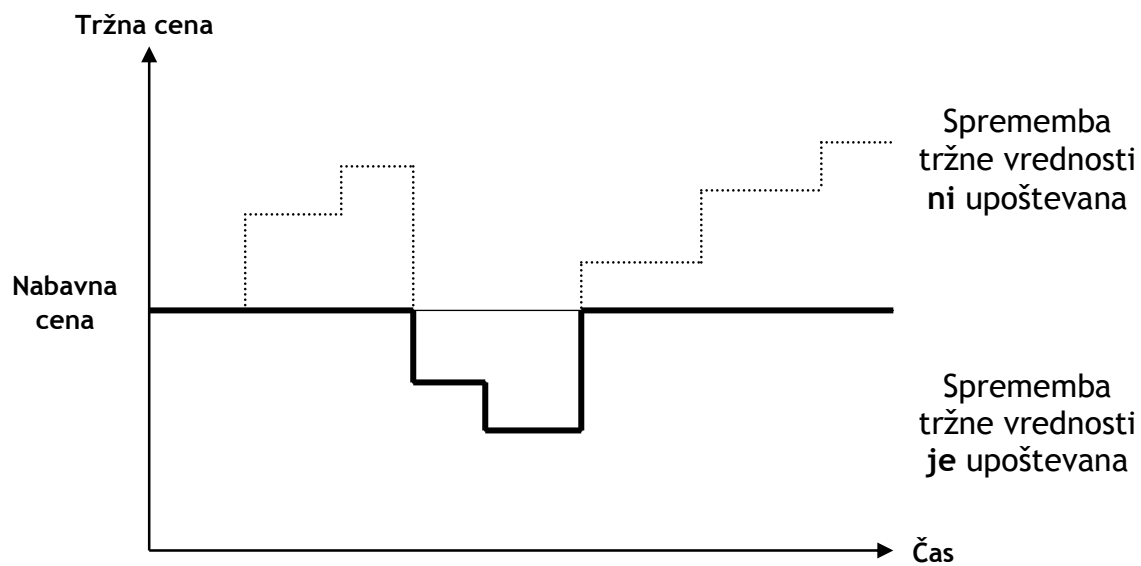
Vrednotenje po nabavni vrednosti je bila ena najbolj razširjenih metod vrednotenja dolgoročnih finančnih naložb v Evropi. Pri tej metodi podjetje vrednoti finančno naložbo po nabavni vrednosti v celotnem obdobju, ko ima finančno naložbo pripoznano med svojimi sredstvi. Samo v primeru, da pride do oslabitve, podjetje zniža vrednost naložbe na pošteno vrednost. Če ima podjetje naložbo v dolžniške vrednostne papirje in jih namerava imeti do zapadlosti, jih navadno meri po metodi odplačne vrednosti<sup>16</sup>. Če podjetje razpolaga z naložbami v vrednostne papirje, ki jih je kupilo v različnih obdobjih in po različnih cenah, mora opredeliti, na kakšen način bo zmanjšalo finančno naložbo ob prodaji. Podjetja v glavnem uporabljajo metodo FIFO (metoda zaporednih cen) ali metodo tehtanih povprečnih nabavnih cen (Sutton, 2000, str. 405).

**Metoda LOCOM** (ang. »lower of cost or market«) je bila običajna metoda za vrednotenje kratkoročnih finančnih naložb. Podjetje primerja nabavno in tržno ceno naložbe. Za vrednotenje uporabi nižjo vrednost. Če se vrednost finančne naložbe v nekem trenutku spusti pod nabavno vrednost in se v kasnejšem obdobju dvigne nad njo, podjetje okrepi vrednost naložbe, vendar samo do nabavne vrednosti. Tržna cena naložbe je cena, po kateri lahko naložbenik proda naložbo na delujočem trgu. Metoda LOCOM se lahko uporablja za vrednotenje posamezne finančne naložbe ali za vrednotenje portfelja naložb (Sutton, 2000, str. 405).

---

<sup>16</sup> Metoda odplačne vrednosti bo podrobneje razložena v naslednjem poglavju.

Slika 12: LOCOM metoda



Vir: Sutton, 2000, str. 405

Vrednotenje po pošteni vrednosti se čedalje bolj uporablja za izkazovanje vrednosti finančnih naložb. Tudi računovodski standardi dajejo velik poudarek temu načinu vrednotenja finančnih naložb. Pri tem načinu vrednotenja naložbenik prikazuje v bilanci stanja finančna sredstva po dnevni vrednosti<sup>17</sup> teh sredstev na dan bilanciranja. Podjetje pripozna vse spremembe poštene vrednosti finančne naložbe v svojih računovodskih izkazih.

Poštena (ang. »fair value«) in tržna vrednost (ang. »market value«) se pogosto uporabljata kot sinonima. Pri delujočem trgu finančnih inštrumentov sta identični. Če pa za finančno sredstvo ne obstaja delujoči trg, se poštena vrednost pridobi z uporabo metod, ki dokazano dajejo zanesljivo oceno vrednosti (Sutton, 2000, str. 405). Metoda poštene vrednosti bo bolj podrobno opisana v nadaljevanju magistrskega dela.

V nadaljevanju bomo s prikazom uporabe zgornjih treh metod prikazali vpliv zgoraj opisanih metod na poslovni rezultat podjetja. Za ilustracijo uporabimo preprost primer:

<sup>17</sup> Dnevna vrednost je znesek denarnih sredstev ali njihovih ustreznikov, ki bi jih bilo treba plačati, če bi v sedanosti kupili enaka ali enakovrstna sredstva. Dnevna vrednost se lahko imenuje tudi nadomestitvena vrednost; ta izraz bolj nakazuje znesek, po katerem bo računovodsko obravnavana enaka količina ali enaka količinska enota, ko bo nadomestila staro količino oziroma količinsko enoto.

Podjetje Alfa ima presežna denarna sredstva. Uprava podjetja se je odločila, da jih bo naložila v delnice treh podjetij: RRRR, LLLL in CCCC. Podjetje Alfa plača 50 mio d.e. za nakup vsake od treh naložb v letu 20X5. V začetku leta 20X6 prejme dividende vseh treh podjetij v višini 3 milijone d.e. Kmalu po prejemu dividend v letu 20X6 se odloči za prodajo naložbe v delnice RRRR za 62 milijonov d.e. Vse delnice, ki jih ima podjetje v svojem portfelju kotirajo na organiziranem trgu z dobro likvidnostjo, tako da njihova tržna cena izraža njihovo pošteno vrednost. Tržne vrednosti vseh treh naložb so podane v tabeli 7.

**Tabela 7:** Tržne vrednosti naložb podjetja Alfa

Naložba	Tržna vrednost v 1000 d.e.		
	Ob nakupu	Konec l. 20X5	Konec l. 20X6
RRRR	50.000	70.000	-
LLLL	50.000	35.000	40.000
CCCC	50.000	64.000	53.000

- prodano za 62.000 v l 20X6

Vir: Lastni podatki

Evidentiranje nakupa in prejema dividend podjetje evidentira za vse tri naložbe enako (glej tabelo 8). Zaradi sprememb tržnih cen finančnih naložb pa se vrednosti postavk v bilanci stanja konec leta 20X5 in 20X6 razlikujejo. Posledično pa različno vrednotenje vpliva na izkaz poslovnega izida podjetja Alfa. Razlike so prikazane v tabeli 12.

**Tabela 8:** Evidentiranje nakupa delnic in prejema dividend pri podjetju Alfa

V 1000 d.e-	V breme	V dobro
1. Nakup v letu 20X5		
DFN <sup>18</sup> v delnice RRRR	50.000	
DFN v delnice LLLL	50.000	
DFN v delnice CCCC	50.000	
Denar		150.000
2. Prejem dividend v začetku leta 20X6		
Denar	9.000	
Finančni prihodki od dividend		9.000

Vir: Tabela 7

**Naložbena metoda:** Pri tej metodi spremembe tržne cene nimajo vpliva na vrednost naložb. Naložbe so v bilanci stanja prikazane po prvotni vrednosti. Podjetje Alfa je realizirala dobiček v višini 12 mio d.e. pri prodaji delnice RRRR.

<sup>18</sup> DFN je dolgoročna finančna naložna.

**Tabela 9: Knjižbe podjetja Alfa - naložbena metoda**

V 1000 d.e.-	V breme	V dobro
Prodaja naložbe v letu 20X6		
Denar	62.000	
Finančni prihodki iz naložb		50.000
DFN v RRRR		12.000

Vir: Tabela 7

**Metoda poštene vrednosti** - podjetje evidentira spodaj naštetih poslovnih dogodkov na način, prikazan v tabeli 10.

**Tabela 10: Knjižbe podjetja Alfa - metoda poštene vrednosti**

V 1000 d.e.-	V breme	V dobro
Prevrednotovanje finančnih naložb 31.12.20X5		
DFN v delnice RRRR	20.000	
DFN v delnice CCCC	14.000	
DFN v delnice LLLL		15.000
Prevrednotovalni prihodki od naložb		19.000
Prodaja naložbe v letu 20X6		
Denar	62.000	
Finančni odhodki iz naložb	8.000	
DFN v RRRR		70.000
Prevrednotovanje finančnih naložb 31.12.20X6		
Prevrednotovalni finančni odhodki od naložb	6.000	
DFN v delnice LLLL	5.000	
DFN v delnice CCCC		11.000

Vir: Tabela 7

Prilagoditve zaradi spremembe tržne cene so narejene konec leta 20X5. Rezultat je 19 milijonov d.e. dobička v letu 20X5. S prodajo delnice RRRR podjetje Alfa realizira 8 milijonov izgube. Pri prevrednotovanju konec leta 20X6 ima podjetje izgubo v višini 6 milijonov d.e.

**LOCOM metoda:** Konec leta 20X5 podjetje naredi prevrednotovanje pri naložbi v delnico LLLL, ker je tržna cena le te padla pod nabavno ceno. Pri prodaji naložbe RRRR podjetje Alfa realizira dobiček. Konec leta 20X6 je potrebno narediti še prevrednotovanje naložbe v delnice LLLL zaradi povečanja tržnih cen. Pri prevrednotovanju konec leta 20X6 ima podjetje nerealizirano izgubo v višini 6 mio d.e.

**Tabela 11: Knjižbe podjetja Alfa - LOCOM metoda**

V 1000 d.e-	V breme	V dobro
Prevrednotovanje finančnih naložb 31.12.20X5		
DFN v delnice LLLL		15.000
Finančni odhodki iz prevrednotovanja DFN	15.000	
Prodaja naložbe v letu 20X6		
Denar	62.000	
DFN v RRRR		50.000
Finančni prihodki iz naložb		12.000
Prevrednotovanje finančnih naložb 31.12.20X6		
DFN v delnice LLLL	5.000	
Posebni prevrednotovalni popravek kapitala iz DFN		5.000

Vir: Tabela 7

**Tabela 12: Primerjava vrednotenja po metodi nabavne vrednosti, metodi poštene vrednosti in LOCOM metodi**

<b>Vrednost naložb</b>	<i>Konec l. 20X5</i>			<i>Konec l. 20X6</i>		
	<i>Nabavna vrednost</i>	<i>Tržna vrednost</i>	<i>LOCOM</i>	<i>Nabavna vrednost</i>	<i>Tržna vrednost</i>	<i>LOCOM</i>
<i>RRRR</i>	50.000,00	70.000,00	50.000,00	-	-	-
<i>LLLL</i>	50.000,00	35.000,00	35.000,00	50.000,00	40.000,00	40.000,00
<i>CCCC</i>	50.000,00	64.000,00	50.000,00	50.000,00	53.000,00	50.000,00
	<b>150.000,0</b>	<b>169.000,0</b>	<b>135.000,0</b>	<b>100.000,0</b>		
<b>Skupaj</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>93.000,00</b>	<b>90.000,00</b>
<b><u>Bilanca Stanja</u></b>	<i>Nabavna vrednost</i>		<i>Poštena vrednost</i>		<i>LOCOM</i>	
	<i>31.12.X5</i>	<i>31.12.X6</i>	<i>31.12..X5</i>	<i>31.12.X6</i>	<i>31.12..X5</i>	<i>31.12.X6</i>
⋮ <i>Dolgoročne finančne naložbe</i>	150.000,00	100.000,00	169.000,00	93.000,00	135.000,00	90.000,00
⋮						
<b><u>Izkaz poslovnega izida</u></b>	<i>Nabavna vrednost</i>		<i>Poštena vrednost</i>		<i>LOCOM</i>	
	<i>20X5</i>	<i>20X6</i>	<i>20X5</i>	<i>20X6</i>	<i>20X5</i>	<i>20X6</i>
Prihodki od dividend	-	9.000,00	-	9.000,00	-	9.000,00
Dobiček / izguba pri prodaji RRRR	-	12.000,00	-	-8.000,00	-	12.000,00
Dobiček / izguba iz prevrednotovanja	-	-	19.000,00	-6.000,00	-15.000,00	
Nerealizirani dobički	-	-			-	5.000,00

Vir: Lastni izračun

Kot je razvidno iz primera (glej tabelo 12), tri primerjane metode vrednotenja povzročijo različen poslovni rezultat. Iz primera lahko zaključimo:

- a) Metoda vrednotenja po pošteni vrednosti povzroči v primerjavi z ostalima dvema metodama večjo variabilnost v poslovnem rezultatu podjetja.
- b) LOCOM metoda je najbolj konzervativna, poslovni rezultat sicer ni nujno nižji, vendar so možne izgube pripoznane prej.

Zavedati pa se moramo, da do razlik prihaja zato, ker so prihodki računani na periodični osnovi. V celotnem obdobju lastništva naložbe je dobiček ali izguba iz posamezne naložbe enaka pri vseh metodah (Sutton, 2000, str. 410). V našem primeru je dobiček iz naložbe v delnice RRRR enak 12.000.000 d.e. v vseh treh primerih.

Pri prikazanih treh metodah samo metoda vrednotenja po pošteni vrednosti prikaže vse dobičke in izgube. Podatek o pošteni vrednosti je pomemben predvsem za vrednotenje kratkoročnih finančnih naložb, saj navadno le te prinašajo podjetju donose predvsem preko spremembe tržne cene. Pri vrednotenju po pošteni vrednosti tako lastniki podjetja pridobijo ustrezno podlago za oceno sposobnosti vodstva podjetja glede upravljanja s finančnimi sredstvi (Sutton, 2000, str. 411). V našem primeru je pri naložbi RRRR upravljavec finančnega premoženja zamudil ugodno priložnost za prodajo naložbe, saj je ta bila konec leta 20X5 vredna več kot ob prodaji.

Pri tej metodi ima vodstvo podjetja tudi manj manevrskega prostora za prirejanje poslovnega rezultata (Sutton, 2000, str. 412). Pri vrednotenju po nabavni vrednosti ali LOCOM metodi je namreč dobiček pripoznan v računovodskih izkazih samo ob prodaji naložbe: tako lahko podjetje pri naložbi, kjer je tržna vrednot višja od nabavne, realizira dobiček v trenutku, ko to ustreza vodstvu podjetja. Pri vrednotenju po pošteni vrednosti te možnosti nima, saj je sprememba tržne cene pripoznana takrat, ko do nje pride. Poleg tega pa ta metoda odvrača vodstvo podjetja od preveč tveganih naložb in omogoča lažje primerjanje računovodskih izkazov podjetij (Sutton, 2000, str. 412).

Kot bomo videli v nadaljevanju so Mednarodni računovodski standardi opustili vrednotenje po LOCOM metodi, pa tudi močno omejili uporabo vrednotenja po nabavni vrednosti.



## 4.7 Vrednotenje dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih podjetje namerava obdržati do zapadlosti

Dolžniške vrednostne papirje, ki jih ima podjetje v lasti do zapadlosti, lahko vrednoti po metodi odplačne vrednosti. Pri teh naložbah namreč podjetje ne izkorišča razlik v spremembi tržnih cen, zato ni potrebe, da jih upošteva pri vrednotenju teh naložb (Smith et al, 1996, str. 18-4).

### 4.7.1 Nakup dolžniških vrednostnih papirjev po nominalni ceni

Če podjetje kupi obveznico po njeni nominalni vrednosti (po ceni 100%), bo od te naložbe prejelo denarni tok po amortizacijskem načrtu.

Primer:

Podjetje Beta 1. novembra 20X0 vpiše v primarni izdaji po ceni 100% obveznico AAAA z naslednjimi značilnostmi:

<i>Datum izdaje</i>	1.11.X0
<i>Ročnost</i>	5 let
<i>Kuponska obrestna mera</i>	6%
<i>Izplačilo obresti</i>	1.11. in 1.5.
<i>Nominalna vrednost nakupa</i>	7.000.000 d.e.

Podjetje Beta namerava imeti obveznico v portfelju do zapadlosti.

Sedanja vrednost naložbe v obveznico AAAA pri različnih tržnih obrestnih merah je predstavljena v tabeli 13, knjiženja podjetja Beta in prvem letu pa v tabeli 14.

**Tabela 13: Izračun sedanje vrednosti naložbe v obveznico AAAA**

Datum	Denarni tok	Sedanja vrednost denarnih tokov ob tržni obrestni meri		
		5%	6%	7%
01.05.X1	210.000	204.878	203.883	202.899
01.11.X1	210.000	199.881	197.945	196.037
01.05.X2	210.000	195.006	192.180	189.408
01.11.X2	210.000	190.250	186.582	183.003
01.05.X3	210.000	185.609	181.148	176.814
01.11.X3	210.000	181.082	175.872	170.835
01.05.X4	210.000	176.666	170.749	165.058
01.11.X4	210.000	172.357	165.776	159.476
01.05.X5	210.000	168.153	160.948	154.084
01.11.X5	7.210.000	5.632.440	5.364.917	5.111.305
<b>Sedanja vrednost</b>		<b>7.306.322</b>	<b>7.000.000</b>	<b>6.708.919</b>
<b>Cena</b>		<b>104,38%</b>	<b>100,00%</b>	<b>95,84%</b>

Vir: Lastni izračun

**Tabela 14: Knjižbe podjetja Beta v prvem letu od nakupa**

Datum	V 1000 d.e-	V breme	V dobro
01.11.X0	<b>1. Nakup v letu 20X0</b> DFN v obveznice AAAA Denar	7.000.000	7.000.000
31.12.X0	<b>2. Obračun obresti</b> Terjatve iz obresti (obveznica AAAA) Finančni prihodki od obresti	70.000	70.000
01.05.X1	<b>3. Prejem kuponskih obresti</b> Denar Terjatve iz obresti (obveznice AAA) Finančni prihodki od obresti	210.000	70.000 140.000
01.11.X1	<b>4. Prejem kuponskih obresti</b> Denar Finančni prihodki od obresti	210.000	210.000

Vir: Lastni izračun

#### **4.7.2 Nakup dolžniških vrednostnih papirjev po ceni, ki ni enaka 100%**

Obveznice so pogosto izdane po ceni, ki ni enaka njeni nominalni vrednosti. Obveznice se prodajajo po nižji ceni od njihove nominalne vrednosti, ko so tržne obrestne mere za podobno tvegane dolžniške vrednostne papirje višje od kuponske obrestne mere. Kupec dobi izplačane kupone po amortizacijskem načrtu, vendar obveznici vplača z diskontom (diskontna obveznica). Diskont je odvisen od razlike med tržno in kuponsko obrestno mero. V nasprotnem primeru (ko so tržne obrestne mere za podobno tvegane dolžniške vrednostne papirje nižje od kuponske obrestne mere) pa se obveznice prodajajo po višji ceni od nominalne (premijske obveznice).

Prodajna cena obveznice je navadno enaka sedanji vrednosti denarnih tokov, ki jih bo kupec prejel, če kupi obveznico. Pri diskontiranju se uporabi obrestna mera (diskontna obrestna mera), ki je enaka tržni obrestni meri za podobne instrumente s podobnim tveganjem (Stolowy, 2002, str. 450).

Premija (diskont) pri nakupu obveznice predstavlja zmanjšanje (povečanje) donosnosti iz kupljenega instrumenta, zato jo je potrebno upoštevati pri računovodskem evidentiranju. Kupec obveznic obravnava premijo (diskont) pri nakupu kot finančni strošek (korist). Zanj je bolj smiselno vse stroške (koristi) razporediti skozi celotno obdobje lastništva dolžniškega papirja, kakor da le tega pripozna ob dnevu nakupa (Sutton, 2000, str. 326-327). Posledično finančni prihodki niso enaki prejetim obrestim, ampak upošteva tudi premijo (diskont), s katero je bila obveznica kupljena.

#### 4.7.2.1 Vrednotenje po odplačni vrednosti - linearna amortizacija diskontov in premij

Če podjetje Beta kupi obveznico pri AAAA, ko je tržna obrestna za obveznice s podobnim tveganjem enaka 5% oziroma 7%, bo podjetje naredilo v prvem letu od nakupa obveznic knjižbe, ki so prikazane v tabeli 15.

**Tabela 15:** Knjižbe podjetja Beta - linearna amortizacija diskontov in premij

Datum	V d.e-	Nakup pri tržni obrestni meri 7%		Nakup pri tržni obrestni meri 5%	
		V breme	V dobro	V breme	V dobro
01.11.X0	<b>1. Nakup v letu 20X0</b> DFN v obveznice AAAA Denar	6.708.919	6.708.919	7.306.322	7.306.322
31.12.X0	<b>2. Obračun obresti</b> Terjatve iz obresti (obveznica AAAA) DFN v obveznice AAAA Finančni prihodki od naložb	70.000 9.703	79.703	70.000	10.211 59.789
01.05.X1	<b>3. Prejem kuponskih obresti</b> Denar DFN v obveznice AAAA Terjatve iz obresti (obveznice AAA) Finančni prihodki od naložb	210.000 19.405	70.000 159.405	210.000	20.421 70.000 119.579
01.11.X1	<b>4. Prejem kuponskih obresti</b> Denar DFN v obveznice AAAA Finančni prihodki od naložb	210.000 29.108	239.108	210.000	30.632 179.368

Vir: Lastni izračun

Na dan nakupa podjetje Beta evidentira svojo naložbo v obveznice AAAA. Pri tem premije oziroma diskonta ne evidentira na ločenem kontu. Teoretično bi sicer podjetje lahko ločeno evidentiralo diskonte oziroma premije, vendar to nima nobene uporabne vrednosti, zato podjetja običajno ne vodijo ločenih evidenc (Smith et al., 1996, str. 18-6).

Podjetje Beta določi, kakšen del premije oziroma diskonta bo amortiziralo tako, da celoten znesek premije ali diskonta enakomerno porazdeli med obdobji. Amortizacijo diskonta evidentira s povečanjem »Naložbe v obveznice AAAA« za 29.108 d.e. vsako obdobje, premijo pa tako, da vsako obdobje to postavko »Naložbe v obveznice AAAA« zmanjša za 30.632 d.e. V obeh primerih bo vrednost konta »Naložbe v obveznice AAAA« ob zapadlosti enaka 7.000.000 d.e. Donosnost naložbe je v primeru diskontne obveznice večja od kuponske obrestne mere, medtem ko je pri premijski obveznici ravno obratno.

#### 4.7.2.2 Vrednotenje po odplačni vrednosti - amortizacija diskontov in premij po efektivni obrestni meri

Za razliko od linearne metode, kjer v določenem obdobju amortiziramo enako vrednost diskonta ali premije, metoda odplačne vrednosti po efektivni obrestni meri pripozna prihodke od naložbe v obveznice po isti obrestni meri v vsakem obdobju. Pri tem je vrednost amortiziranega diskonta ali premije v denarnih enotah med obdobji različna. Pri metodi odplačne vrednosti so obrestni prihodki izračunani kot zmnožek knjigovodske vrednosti naložbe na začetku obdobja obračuna obresti in efektivne obrestne mere. Višina amortizirane premije ali diskonta je razlika med finančnimi prihodki od obresti in prejetim zneskom obresti (Smith et al, 1996, str. 18-8). V naslednjih dveh tabelah je prikazan izračun vrednosti obveznice AAAA po odplačni vrednosti z uporabo metode efektivnih obrestnih mer.

**Tabela 16:** Izračun vrednosti obveznice AAAA, kupljene pri donosnosti do dosp. 7%

Datum	Denarni tok	Obresti	Amortizacija diskonta	Vrednost naložbe
01.11.X0				6.708.919
01.05.X1	210.000	234.812	24.812	6.733.731
01.11.X1	210.000	235.681	25.681	6.759.412
01.05.X2	210.000	236.579	26.579	6.785.991
01.11.X2	210.000	237.510	27.510	6.813.501
01.05.X3	210.000	238.473	28.473	6.841.973
01.11.X3	210.000	239.469	29.469	6.871.442
01.05.X4	210.000	240.500	30.500	6.901.943
01.11.X4	210.000	241.568	31.568	6.933.511
01.05.X5	210.000	242.673	32.673	6.966.184
01.11.X5	210.000	243.816	33.816	7.000.000

Vir: Lastni izračun

**Tabela 17:** Izračun vrednosti obveznice AAAA, kupljene pri donosnosti do dosp. 5%

Datum	Denarni tok	Obresti	Amortizacija diskonta	Vrednost naložbe
01.11.X0				7.306.322
01.05.X1	210.000	182.658	27.342	7.278.980
01.11.X1	210.000	181.975	28.025	7.250.955
01.05.X2	210.000	181.274	28.726	7.222.229
01.11.X2	210.000	180.556	29.444	7.192.784
01.05.X3	210.000	179.820	30.180	7.162.604
01.11.X3	210.000	179.065	30.935	7.131.669
01.05.X4	210.000	178.292	31.708	7.099.961
01.11.X4	210.000	177.499	32.501	7.067.460
01.05.X5	210.000	176.686	33.314	7.034.146
01.11.X5	210.000	175.854	34.146	7.000.000

Vir: Lastni izračun

Ob koncu poslovnega leta mora podjetje Beta naložbo v obveznico AAAA prevrednotiti in ji pripisati del obresti, ki jih je pridobila od zadnjega izplačila do konca poslovnega leta. To doseže tako, da izračuna finančne prihodke od obresti in načrtovano amortizacijo diskonta ali premije za celotno naslednje izplačilno obdobje. Te zneske potem razporedi med obdobje od zadnjega izplačila obresti do konca poslovnega leta in obdobje od začetka poslovnega leta do naslednjega izplačila obresti (Smith et al., 1996, str. 18-9).

Izračun amortizacije premije ali diskonta podjetja Beta tako po metodi odplačne vrednosti z izračunom po linearni metodi kot po metodi efektivne obrestne mere vodi do vrednosti finančne naložbe v znesku 7.000.0000 d.e. ob dnevu dospelosti obveznice. Razlike v vrednosti naložbe pa se pojavijo med dnevom nakupa in dnevom dospelosti. Metoda efektivnih obrestnih mer sledi osnovnim računovodskim načelom in je v praksi splošno sprejeta. Knjižbe, ki jih naredi podjetje Beta v prvem letu od nakupa, če diskonte ali premije amortizira po metodi efektivne obrestne mere, in evidentiranje zapadlosti naložbe, sta prikazani v tabeli 18.

**Tabela 18:** Knjižbe podjetja Beta - amortizacija diskontov in premij po efektivni obrestni meri

Datum	v d.e-	Nakup pri tržni obrestni meri 7%		Nakup pri tržni obrestni meri 5%	
		V breme	V dobro	V breme	V dobro
01.11.X0	<b>1. Nakup v letu 20X0</b> DFN v obveznice AAAA Denar	6.708.919	6.708.919	7.306.322	7.306.322
31.12.X0	<b>2. Obračun obresti</b> Terjatve iz obresti (obveznica AAAA) DFN v obveznice AAAA Finančni prihodki od naložb	70.000 8.271	78.271	70.000	9.114 60.886
01.05.X1	<b>3. Prejem kuponskih obresti</b> Denar DFN v obveznice AAAA Terjatve iz obresti (obveznice AAA) Finančni prihodki od naložb	210.000 16.541	70.000 156.541	210.000	18.228 70.000 121.772
01.11.X1	<b>4. Prejem kuponskih obresti</b> Denar DFN v obveznice AAAA Finančni prihodki od naložb	210.000 25.681	235.681	210.000	28.025 181.975
01.11.X5	<b>5. Prejem glavnice iz obveznice AAAA</b> Denar DFN v obveznice AAAA	7.000.000	7.000.000	7.000.000	7.000.000

Vir: Lastni izračun

#### **4.8 Vrednotenje finančnih naložb po pošteni vrednosti**

Poštena vrednost je znesek, za katerega je mogoče zamenjati sredstvo oziroma poravnati obveznost ali zamenjati podeljen kapitalski inštrument med dobro obveščanima in voljnima strankama v premišljenem poslu (Uvod k SRS, 2006). Za razliko od poštene vrednosti je tržna vrednost znesek, ki ga je mogoče dobiti oziroma plačati pri pridobitvi sredstva na delujočem trgu (MRS 32, 2001).

Mednarodni računovodski standardi določajo, da se vsako finančno sredstvo (razen nekaterih kapitalskih inštrumentov, kjer se poštena vrednost ne da zanesljivo izmeriti) lahko vrednoti po pošteni vrednosti. Podlaga za opredelitev poštene vrednosti je predpostavka, da je podjetje delujoče podjetje, ki nima namena niti potrebe, da bi povsem ustavilo ali skrčilo svoje delovanje ali se lotilo posameznega posla s takimi nameni. Poštena vrednost tako ni znesek, ki bi ga podjetje prejelo ali plačalo v prisilnem poslu, neprostoovoljnem prenehanju obstoja ali prisilni prodaji. Pri določanju poštene vrednosti pa podjetje upošteva trenutne okoliščine. Poštena vrednost finančnega sredstva, ki se ga je podjetje odločilo prodati v bližnji prihodnosti, je tako določena z zneskom, ki ga podjetje pričakuje iz takšne prodaje. Na znesek denarnih sredstev, ki ga bo podjetje prejelo ob prodaji, vpliva tako sprotna plačilna sposobnost podjetja kot likvidnost trga (MRS 39, 2006, str. 56).

Objavljene cene na delujočem trgu so praviloma najboljši kazalec poštene vrednosti. Finančni inštrument se obravnava kot kotirajoč na delujočem trgu, če so kotirane cene takoj in redno na voljo na borzi, pri trgovcu, borznem posredniku, gospodarski panogi, službi za cene ali državni agenciji. Objavljene cene morajo predstavljati dejanske posle, ki se redno pojavljajo na trgu na čisto poslovni podlagi. Namen vrednotenja po pošteni vrednosti je dobiti ceno, po kateri se bi posel opravil na dan bilance stanja na najugodnejšem delujočem trgu, do katerega ima podjetje neposreden dostop (MRS, 2006, str. 57).

Ustrezna objavljena tržna cena sredstva je navadno cena ponudbe. Če nista na razpolago sprotni ceni povpraševanja in ponudbe, lahko zadnji posel priča o sprotni pošteni vrednosti, če se gospodarske okoliščine med datumom posla in datumom poročanja niso bistveno spremenile. Če so se okoliščine spremenile od časa posla (na primer sprememba tržnih obrestnih mer), se sprememba poštene vrednosti finančnega inštrumenta, ki ga vrednotimo, določi s sklicevanjem na trenutno veljavne cene ali obrestne mere za podobne finančne inštrumente, ustrezno popravljene za morebitne razlike od inštrumenta, ki ga vrednotimo. Podobno je, če

podjetje lahko dokaže, da zadnja cena posla ni poštena vrednost<sup>19</sup>. Če podjetje pobota stanje sredstev in obveznosti, lahko za določitev poštenih vrednosti ustrezno uporabi srednje tržne cene (MRS 39, 2006, str. 57, 58).

Če trg za nek finančni instrument ni dejaven, ugotovi podjetje pošteno vrednost z uporabo metode vrednotenja. Cilj uporabe metode vrednotenja je ugotoviti, kakšna bi bila tržna cena na dan merjenja v preišljenem poslu menjave v normalnih tržnih okoliščinah. Metode vrednotenja poleg že omenjene metode uporabe zadnjega posla med obveščena in voljnima strankama obsegajo (MRS 39, 2006, str. 19):

- a) primerjavo s trenutno pošteno vrednostjo drugega instrumenta, ki ima podobne bistvene značilnosti,
- b) proučitev diskontiranih denarnih tokov in
- c) modele določanja cen opcij.

Če obstaja metoda vrednotenja, ki jo udeleženci na trgu običajno uporabljajo za določanje cene instrumenta, in je ta metoda dokazala zanesljivost pri oceni cen, dobljenih pri dejanskih tržnih poslih, uporabi podjetje to metodo.

Izbrana metoda mora v največji možni meri uporabljati tržne vhodne podatke in se kar najmanj naslanjati na možne vhodne podatke, ki so specifični za dano podjetje. Vključevati mora vse dejavnike, ki bi jih upoštevali udeleženci na trgu pri oblikovanju cene, in mora biti skladna s splošno sprejetimi metodami vrednotenja cen finančnih instrumentov. Podjetje mora izbrano metodo vrednotenja občasno preverjati in preizkušati njeno veljavnost na cenah katerega koli pomembnega trenutnega posla z istim instrumentom ali na podlagi drugih pomembnih tržnih podatkov (MRS 39, 2006, str. 19). Podjetje dobiva podatke dosledno na istem trgu, kjer je bil finančni instrument izdan ali kupljen (MRS 39, 2006, str. 58).

Pri proučevanju diskontiranega denarnega toka podjetje uporablja diskontne mere, ki so enake prevladujoči donosnosti finančnih instrumentov s podobnimi značilnostmi, podobno dospelostjo, podobnim dolžniškim tveganjem izdajatelja, določeno preostalo dobo pogodbene obrestne mere, preostalo dobo vračila glavnice in valute, v kateri se z instrumentom trguje, ter ostalimi značilnostmi (MRS 39, 2006, str. 58).

Praviloma je mogoče oceniti pošteno vrednost finančnega instrumenta, ki ga je podjetje pridobilo od zunanje stranke (MRS 39, 2006, str. 59). Podjetje verjetno ne

---

<sup>19</sup> Zadnja cena posla lahko na primer odraža znesek, ki bi ga podjetje prejelo v prisiljenem poslu ali pri neprostovoljnem prenehanju obstoja.

bo kupilo finančnega inštrumenta, za katerega ne bo zmožno pridobiti zanesljive mere za pošteno vrednost po pridobitvi. Okvirna navodila za pripravljane in predstavljanje računovodskih izkazov pravijo: »V številnih primerih je treba stroške in vrednost oceniti; uporaba utemeljenih ocen je nujen del priprave računovodskih izkazov in ne zmanjšuje njihove zanesljivosti« (MRS 39, 2001, str. 1053).

Ustrezna metoda vrednotenja poštene vrednosti posameznega finančnega inštrumenta mora vključevati pomembne tržne podatke, ki vplivajo na pošteno vrednost inštrumenta. Dejavniki, ki vplivajo na pošteno vrednost inštrumenta, so lahko časovna vrednost denarja, kreditno tveganje, menjalni tečaji tujih valut, cene blaga, cena kapitala, nestanovitnost, tveganje predčasnega plačila in tveganje odpovedi ter stroški servisiranja finančnega sredstva ali finančne obveznosti (MRS 39, 2006, str. 59, 60).

Primer evidentiranja nakupa in vrednotenja obveznice, ki je vrednotena po pošteni vrednosti je prikazan v tabeli 19, z naslednjimi vhodnimi podatki:

- a) podjetje Beta kupi dne 1.11.20X0 obveznico AAAA po ceni 95,84% pri donosnosti do dospelosti 7%,
- b) na dan 31.12. je cena obveznice 96,5% (vrednost glavnice je enaka 6.755.000 d.e.),
- c) podjetje Beta prejme kuponske obresti iz obveznice na dan 01.05.X1.

**Tabela 19:** Vrednotenje obveznice AAAA po pošteni vrednosti

Datum		V breme	V dobro
01.11.X0	<b>1. Nakup v letu 20X0</b> DFN v obveznice AAAA Denar	6.708.919	6.708.919
31.12.X0	<b>Terjatve iz obresti (obveznica AAAA)</b> Finančni prihodki od obresti DFN v obveznice AAAA Posebni prevrednotovalni popravek kapitala	70.000 46.081	70.000 46.081
01.05.X1	<b>Prejem kuponskih obresti</b> Denar Terjatve iz obresti (obveznice AAA) Finančni prihodki od obresti	210.000	70.000 140.000
01.11.X1	<b>1. Obračun obresti</b> Terjatve iz obresti (obveznica AAAA) Finančni prihodki od obresti <b>2. Prodaja obveznice:</b> Denar Posebni prevrednotovalni popravek kapitala DFN v obveznice AAAA Terjatve iz obresti (obveznica AAAA) Dobiček od prodaje obveznic	140.000 6.909.000 46.081	140.000 6.755.000 140.000 60,081

Vir: Lastni izračun



## **4.9 Vrednotenje finančnih naložb po SRS in MRS**

Prevrednotovanje finančnih naložb je sprememba njihove knjigovodske vrednosti. Kot prevrednotovanje se ne štejejo pogodbeni pripis obresti in druge spremembe glavnice. Pojavlja se predvsem kot (SRS 3 in SRS 6, 2005):

- a) prevrednotovanje finančnih naložb zaradi njihove okrepitve,
- b) prevrednotovanje finančnih naložb zaradi njihove oslabitve in
- c) prevrednotovanje finančnih naložb zaradi odprave njihove oslabitve

Ob pripoznanju finančne naložbe mora podjetje razvrstiti posamezno finančno naložbo v eno od naslednjih skupin:

- a) finančna sredstva, izmerjena po pošteni vrednosti prek poslovnega izida,
- b) finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo,
- c) posojila in terjatve in
- d) za prodajo razpoložljiva finančna sredstva.

Po začetnem pripoznanju je potrebno prevrednotiti in izmeriti finančna sredstva in izpeljane finančne inštrumente, ki so finančna sredstva po pošteni vrednosti, brez odštetja stroškov posla, ki se utegnejo pojaviti ob prodaji ali drugačni odtujitvi. Izjema so naslednja finančna sredstva (SRS 3 in SRS 6, 2005):

- posojila in terjatve, ki se izmerijo po odplačni vrednosti z metodo efektivnih obrestnih mer,
- finančnih naložb v posesti do zapadlosti, ki se prav tako izmerijo po odplačni vrednosti po metodi efektivnih obrestnih mer in
- finančnih naložb v kapitalne inštrumente, za katere ni objavljena cena na delujočem trgu in katerih poštene vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti - te merimo po nabavni vrednosti ter
- finančnih naložb v izpeljane finančne inštrumente, povezane s takimi finančnimi naložbami, ki jih je treba poravnati z njimi - take finančne naložbe merimo po nabavni vrednosti.

Finančne naložbe, ki so izražene v tuji valuti, se praviloma na dan bilanciranja preračunajo po srednjem tečaju banke Slovenije. Izjemoma se iz utemeljenih razlogov lahko uporabi tudi ustrezní tečaj poslovne banke. Njihovo povečanje iz tega naslova povečuje finančne prihodke, njihovo zmanjšanje pa finančne odhodke (SRS 3 in SRS 6, 2005). Na vsak dan bilance stanja je treba oceniti, ali obstaja kak nepristranski dokaz o morebitni oslabiljenosti finančne naložbe ali skupine finančnih naložb. V tem primeru je potrebno naložbo prevrednotiti.

#### **4.9.1 Finančne naložbe, izmerjene po pošteni vrednosti**

Finančno sredstvo, izmerjeno po pošteni vrednosti prek poslovnega izida, je finančno sredstvo, ki izpolnjuje kateregakoli izmed naštetih pogojev (SRS 3, 2005):

- a) uvrščeno je kot v posesti za trgovanje; sem uvrščamo sredstva, ki so:
  - pridobljena ali prevzeta predvsem za prodajo ali ponoven nakup ali
  - del portfelja pripoznanih finančnih instrumentov, ki se obravnavajo skupaj in za katere obstajajo dokazi o nedavnem kratkoročnem pobiranju dobičkov;
- b) je izpeljani finančni instrument (razen izpeljanih finančnih instrumentov, ki so nameravani ali dejanski instrumenti za varovanje pred tveganjem).

Taka finančna sredstva se izkazujejo kot kratkoročne finančne naložbe po SRS 6.

Metode določanja poštene vrednosti so razložene v poglavju 4.8 Vrednotenje finančnih naložb po pošteni vrednosti. Dokazani dobiček ali dokazana izguba se pri finančnih naložbah, izmerjenih po pošteni vrednosti, pripozna v poslovnem izidu prek finančnih prihodkov in odhodkov. Če podjetje pripozna finančna sredstva ob upoštevanju datuma poravnave, se sprememba poštene vrednosti v obdobju med datumom prodaje in datumom poravnave pripozna na enak način (SRS 6, 2005). Po MRS in SRS se lahko v kategorijo finančnih naložb, izmerjenih po pošteni vrednosti, razvrstijo vse finančne naložbe, razen kapitalskih instrumentov, kjer poštene vrednosti ni mogoče določiti. Omenjene opredelitve pa ni mogoče spremeniti in podjetje ne more prerazdeliti teh sredstev med druge postavke, dokler jih ima v posesti (Uranič, 2004b, str. 3).

#### **4.9.2 Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva**

Za prodajo razpoložljiva sredstva so tista neizpeljana finančna sredstva, ki so označena kot razpoložljiva za prodajo, ali niso razvrščena v ostale skupine (SRS 3, 2005). Te finančne naložbe se vrednotijo po pošteni vrednosti, razen če se le ta ne more zanesljivo ugotoviti. Dokazani dobiček ali izguba se pripozna na naslednji način (SRS 3, 2005):

- a) dobiček se pripozna neposredno v kapitalu kot posebni prevrednotovalni popravek kapitala;
- b) izguba se poračuna s posebnim prevrednotovalnim popravkom kapitala, v primeru, da le tega za posamezno naložbo ni, pa se izguba pripozna v poslovnem izidu.

Dividenda za kapitalni instrument in obresti za dolžniški instrument, razpoložljiv za prodajo, se priznajo v poslovnem izidu, ko je uveljavljena pravica podjetja do plačila.

Kapitalni instrumenti, katerih vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti, se vrednotijo po nabavni vrednosti. Če obstajajo objektivni dokazi, da je nastala izguba zaradi oslabitve pri tej naložbi, se znesek izgube zaradi oslabitve izmeri kot razlika med knjigovodsko vrednostjo finančnega sredstva in sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih po trenutni tržni donosnosti za podobna finančna sredstva. Zaradi oslabitve se prizna finančni odhodek. Takšnih izgub zaradi oslabitve ni dovoljeno razveljaviti (SRS 3, SRS 6, 2005).

Tudi izgube zaradi oslabitve, ki so priznane v poslovnem izidu, za finančne naložbe v druge kapitalne instrumente, razvrščene za prodajo, se ne morejo razveljaviti preko poslovnega izida. V primeru dolgovnega instrumenta, ki je razvrščen v to skupino, pa se ob ponovnem povečanju poštene vrednosti, razveljavi izguba zaradi prevrednotovanja zaradi oslabitve. Znesek razveljavitve se prizna v poslovnem izidu kot prevrednotovalni finančni prihodek (SRS 3, SRS 6, 2005).

Če se spremeni namen ali zmožnost v redkih okoliščinah, ko zanesljiva mera poštene vrednosti ni več na razpolago ali ko pretečeta dve poslovni leti, SRS dopuščajo prikazovanje finančnega sredstva po nabavni ali odplačni vrednosti. Poštena vrednost finančnega sredstva na datum spremembe postane njegova nabavna oziroma odplačna vrednost. Vsak prejšnji dobiček ali izguba pri takšnem sredstvu je potrebno obračunati na naslednji način (SRS 3, 2005):

- a) Če ima finančno sredstvo določeno zapadlost v plačilo, se dobiček ali izguba obračuna (amortizira) v poslovnem izidu za preostalo dobo koristnosti, ki je v posesti do zapadlosti v plačilo, po metodi efektivnih obresti. Morebitna razlika med novo odplačno vrednostjo in vrednostjo do zapadlosti v plačilo se prav tako amortizira za preostalo dobo koristnosti finančnega sredstva po metodi efektivnih obresti.
- b) Pri finančnem sredstvu brez določene zapadlosti v plačilo ostane dobiček ali izguba v kapitalu, dokler se finančno sredstvo ne proda ali drugače odtuji. Ob odtujitvi oziroma prodaji se ta znesek prizna v poslovnem izidu.

#### ***4.9.3 Finančne naložbe v posesti do zapadlosti***

Finančne naložbe v posesti do zapadlosti so sredstva z določenimi ali določljivimi plačili in določeno zapadlostjo v plačilo, ki jih podjetje nedvoumno namerava in zmore posedovati do zapadlosti. Razlikujejo se od v podjetju nastalih posojil, razen

tistih, ki ustrezajo opredelitvi posojil in terjatev, ali jih je podjetje razvrstilo v eno od preostalih dveh kategorij. V to kategorijo ne more podjetje razvrstiti nobene naložbe, če je v tekočem poslovnem letu ali v prejšnjih dveh letih prodalo ali prerazvrstilo več kot nepomemben znesek finančnih naložb v posesti do zapadlosti pred zapadlostjo. Izjeme so prodaje in prerazvrstitve, ki (SRS 3, 2005):

- a) so tako blizu zapadlosti v plačilo ali datumu odpoklica, da sprememba tržne obrestne mere ne more pomembno vplivati na pošteno vrednost finančnega sredstva,
- b) se pojavijo, ko podjetje zbere skoraj vso izvirno glavnico finančnega sredstva z načrtovanimi plačili ali predplačili ali
- c) so pripisljive poslovnemu dogodku, ki ga podjetje ne obvladuje ter se ne ponavlja in ga podjetje ne more utemeljeno pričakovati.

Mednarodni računovodski standardi bolj natančno opredeljujejo, kdaj podjetje nima trdnega namena, da bi sredstvo imelo v lasti do zapadlosti (Uranič, 2004b, str. 4):

- a) podjetje namerava posedovati finančno sredstvo samo za neopredeljen rok,
- b) podjetje je pripravljeno prodati finančno sredstvo (razen v okoliščinah, ki se ne ponavljajo in jih podjetje ne more utemeljeno predvidevati) v odgovor na spremembe tržnih obrestnih mer ali tveganj, likvidnostnih težav, spremembe razpoložljivosti in donosa drugih finančnih naložb, spremembe finančnih virov in pogojev financiranja ter sprememb deviznih tveganj in
- c) izdajatelj ima pravico poravnati finančno sredstvo z zneskom, ki je precej pod odplačno vrednostjo.

Namen in zmožnost, da bo podjetje sredstvo posedovalo do zapadlosti, morata biti ocenjena na koncu vsakega poslovnega leta.

Finančne naložbe v posesti do zapadlosti se merijo po metodi odplačne vrednosti z uporabo metode efektivnih obrestnih mer. Popravki vrednosti se oblikujejo le v primeru nezmožnosti dolžnika, da v celoti odplača obveznost, vezano na ta finančni inštrument, in ne le zaradi spremembe poštene vrednosti inštrumenta.

Odplačna vrednost finančnega sredstva je znesek, s katerim se finančno sredstvo izmeri ob začetnem pripoznanju, zmanjšan za odplačilo glavnice, povečan ali zmanjšan za nabrano odplačilo razlike med začetnim in v plačilo zapadlim zneskom ter zmanjšan zaradi oslABLjenosti ali neunovčljivosti.

Metoda efektivnih obrestnih mer je metoda izračunavanja odplačne vrednosti finančnega sredstva in razporejanja prihodkov iz obresti v ustreznem obdobju.

Efektivna obrestna mera je obrestna mera, ki natančno diskontira ocenjeni tok prihodnjih denarnih prejemkov v pričakovani dobi finančnega inštrumenta na čisto knjigovodsko vrednost finančnega sredstva. Pri izračunavanju efektivne obrestne mere mora podjetje oceniti denarne tokove ob upoštevanju vseh pogodbenih določil finančnega inštrumenta, vendar ne sme upoštevati prihodnjih kreditnih izgub. Izračun vključuje vsa nadomestila in zneske, ki niso sestavni del efektivne obrestne mere, ter stroške posla in vse druge premije ali popuste (SRS 3, 2005).

Obresti, izračunane po metodi efektivnih obresti, se pripoznajo v poslovnem izidu. Če podjetje pripozna finančna sredstva ob upoštevanju datuma plačila, se pri sredstvih, ki so razvrščena v to kategorijo, sprememba poštene vrednosti, ki bo prejeta, v obdobju med datumom prodaje in datumom poravnave ne pripozna (SRS 3, 2005). Vrednotenje po odplačni vrednosti z metodo efektivnih obrestnih mer je prikazano v poglavju 4.7.2.2 Vrednotenje po odplačni vrednosti - amortizacija diskontov in premij po efektivni obrestni meri.

Če zaradi spremembe namena ali zmožnosti ni več ustrezno uvrstiti dolgoročno finančno naložbo kot v posesti do zapadlosti v plačilo, jo je potrebno prerazvrstiti kot razpoložljivo za prodajo in jo ponovno izmeriti po pošteni vrednosti. Kadar vrednost prodaje ali prerazvrstitve finančnih naložb v tej kategoriji ni nepomembna, je treba vse preostale finančne naložbe, ki so razvrščene kot v posesti do zapadlosti, prerazvrstiti kot razpoložljive za prodajo (SRS 3, 2005).

#### **4.9.4 Terjatve in posojila**

Posojila in terjatve so neizpeljana finančna sredstva z določenimi ali določljivimi plačili, ki so uvrščena na delujočem trgu, razen (SRS 3, 2005):

- a) tistih, ki jih namerava podjetje prodati takoj ali v kratkem obdobju,
- b) tistih, ki jih podjetje po začetnem pripoznanju razvrstijo kot v posesti za trgovanje, oziroma tistih, ki so izmerjena po pošteni vrednosti preko poslovnega izida,
- c) tistih, ki jih podjetje po začetnem pripoznanju označi kot razpoložljiva za prodajo in
- d) tistih, za katera imetnik morda ne dobi povrnjene skoraj celotne pripoznane začetne vrednosti, vendar ne zaradi poslabšanja kreditnih sposobnosti.

Delež, pridobljen iz skupine sredstev (pool), ki niso posojila ali terjatve (na primer delež v vzajemnem skladu), ni posojilo ali terjatev.

Posojila in terjatve se na datum bilanciranja izmerijo po odplačni vrednosti po metodi efektivnih obresti. Obresti, izračunane po tej metodi, se pripoznajo v poslovnem izidu. Dobiček ali izguba se pripozna v poslovnem izidu, ko so taka sredstva prevrednotena zaradi oslabitve ali je zanje odpravljeno pripoznanje in pri amortiziranju plačanih premij in stroškov posla.

**Tabela 20:** Amortizacijski načrt naložbe podjetja Gama v dolgoročno posojilo

Datum	Plačila	Obresti	Neto posojilo
31.12.03			4.950.000
31.12.04	-300.000	308.828	4.958.828
31.12.05	-300.000	309.378	4.968.206
31.12.06	-300.000	309.963	4.978.169
31.12.07	-300.000	310.585	4.988.755
31.12.08	-5.300.000	311.245	0

Vir: Primer na str. 67 in 68

**Tabela 21:** Računovodsko evidentiranje banke Gama - naložba v dolgoročno posojilo

Datum		V breme	V dobro
31.12.2003	<b>Plačilo provizije</b> Denar Odloženi prihodki	50.000	50.000
31.12.2003	<b>Koriščenje posojila</b> DFN v posojila podjetjem Denar	5.000.000	5.000.000
31.12.2004	<b>Obračun obrestnih prihodkov</b> DFN v posojila podjetjem Finančni prihodki	300.000	300.000
31.12.2004	<b>Razmejitev provizij</b> Odloženi prihodki Finančni prihodki	8.828	8.828
31.12.2004	<b>Plačilo obresti</b> Denar DFN v posojila podjetjem	300.000	300.000
31.12.2005	<b>Obračun obrestnih prihodk</b> DFN v posojila podjetjem Finančni prihodki	300.000	300.000
31.12.2005	<b>Razmejitev provizij</b> Odloženi prihodki Finančni prihodki	9.378	9.378
31.12.2005	<b>Plačilo obresti</b> Denar DFN v posojila podjetjem	300.000	300.000

Vir: Primer na str. 67 in 68

Če obstajajo nepristranski dokazi, da je pri posojilih in terjatvah v tej kategoriji nastala izguba zaradi oslabitve, se njen znesek izmeri kot razlika med knjigovodsko vrednostjo sredstva in sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, ki so diskontirani po izvorni efektivni obrestni meri finančnega sredstva. Vrednost izgube se mora pripoznati v poslovnem izidu kot prevrednotovalni finančni odhodek.

**Tabela 22:** Evidentiranje oslabitve danega posojila pri banki Gama

Datum		V breme	V dobro	
31.12.2006	<b>Obračun obrestnih prihodkov</b> DFN v posojila podjetjem Finančni prihodki	300.000	300.000	
31.12.2006	<b>Razmejitev provizij</b> Odloženi prihodki Finančni prihodki od obresti	9.963	9.963	Knjigovodka vrednost posojila = vrednost DFN v posojila - vrednost odloženih prihodkov = 5.278.169
31.12.2006	<b>Oslabitev</b> Finančni odhodki (oslabitve) Popravek vrednosti DFN	1.734.249	1.734.249	Popravek vrednosti = =5.278.169 - - 4.000.000/1,0624 <sup>2</sup>
31.12.2006	<b>Netiranje odloženih prihodkov s kreditom</b> Odloženi prihodki DFN v posojila podjetjem	21.831	21.831	Vrednost naložbe po oslabitvi = 3.543.920
31.12.2007	<b>Razmejitev obresti</b> Popravek vrednosti DFN Finančni prihodki od obresti	221.141	221.141	Prihodki od obresti = = 3.543.920 * 6,24%
31.12.2008	<b>Razmejitev obresti</b> Popravek vrednosti DFN Finančni prihodki od obresti	234.939	234.939	Prihodki od obresti = = 3.765.061 * 6,24%
31.12.2008	<b>Poplačilo vrednosti</b> Denar DFN v posojila podjetjem	4.000.000	4.000.000	
31.12.2008	<b>Netiranje popravka s kreditom</b> Popravek vrednosti DFN DFN v posojila podjetjem	1.278.169	1.278.169	

Vir: Primer na str. 67 in 68

Evidentiranje oslabitve terjatev in posojil je prikazan na naslednjem primeru: Banka Gama da podjetju Delta 5 letno posojilo v vrednosti 5.000.000 d.e. Obrestna mera kredita je 6%, plačljiva ob koncu leta. Provizija za odobritev posojila znaša 1% in je plačljiva ob črpanju posojila. Glavnica bo izplačana na koncu obdobja. Ob zgornjih predpostavkah izračunana efektivna obrestna mera znaša 6,24%. Amortizacijski načrt po efektivni obrestni meri pa je v tem primeru prikazan v tabeli 20. Banka Gama naredi ob pripoznanju finančne naložbe in v naslednjih dveh

poslovnih letih knjižbe, ki so prikazane v tabeli 21. Ob koncu tretjega poslovnega leta je bilo ugotovljeno, da podjetje ne bo več zmožno v celoti poplačati dolga. Predvideva se le plačilo v vrednosti 4.000.000 d.e. čez dve leti. Knjižbe konec tretjega, četrtega in petega poslovnega leta so prikazane v tabeli 22.

#### **4.9.5 Naložbene nepremičnine in naložbene premičnine**

Naložbena nepremičnina je nepremičnina (zemljišče ali zgradba ali del zgradbe) posedovana (pri lastniku ali najemniku pri finančnem najemu), da bi prinašala najemnino ali povečevala vrednost ali oboje, ne pa za (Uranič, 2004a ,str. 1):

- a) uporabljanje pri proizvodjanju ali dobavljanju blaga in storitev oziroma za pisarniške namene ali
- b) prodajo v rednem poslovanju.

Naložbena nepremičnina ustvarja denarne tokove v glavnem neodvisno od ostalih sredstev podjetja. Prav to razlikuje naložbeno nepremičnino od lastniško uporabljene nepremičnine, ki skupaj z ostalimi sredstvi sodeluje v proizvodjanju ali dobavljanju blaga in storitev in s tem povezane denarne tokove. Naložbene nepremičnine ne vključujejo nepremičnine v gradnji za prihodnjo rabo kot naložbene nepremičnine.

Naložbene premičnine pa so naložbe v plemenite kovine, drage kamne, umetniška dela in podobno tržljivo blago, ki naj bi jih podjetje posedovalo v dolgem obdobju. Po SRS se naložbene premičnine in nepremičnine le formalno štejejo kot posebna vrsta dolgoročnih finančnih naložb. Obravnavajo se ločeno od drugih dolgoročnih finančnih naložb pa tudi od denarnih sredstev (SRS 3, 2005).

Po začetnem pripoznanju je treba izmeriti naložbene nepremičnine in premičnine po pošteni ali nabavni vrednosti. Izbrano usmeritev je potrebno uporabljati pri vseh naložbenih nepremičninah in premičninah. Poštena vrednost naložbenih nepremičnin in premičnin mora odsevati tržne razmere na dan bilance stanja. Dobiček ali izguba, ki izhaja iz spremembe poštene vrednosti naložbene nepremičnine ali premičnine, se pripozna v poslovnem izidu obdobja, v katerem se pojavi (SRS 6, 2005).

#### **4.9.6 Varovanje pred tveganjem**

Varovanje pred tveganjem je določitev enega ali več inštrumentov za varovanje pred tveganjem, tako da se sprememba njegove poštene vrednosti v celoti ali delno pobota s spremembo poštene vrednosti ali denarnih tokov pred tveganjem



varovane postavke. Pri tem je pred tveganjem varovana postavka sredstvo, obveznost, trda obveza ali zelo verjeten predviden posel ali čista naložba v tujino, ki izpostavlja podjetje tveganju sprememb poštene vrednosti ali sprememb prihodnjih denarnih tokov in je za namene obračunavanja varovanja pred tveganjem določen kot varovan pred tveganjem. Inštrument za varovanje pred tveganjem pa je določen izpeljan finančni inštrument ali določeno neizpeljano finančno sredstvo ali neizpeljana finančna obveznost (samo za namene varovanja pred valutnim tveganjem), katere(ga) poštena vrednost ali denarni tokovi bodo po pričakovanju pobotali spremembo poštene vrednosti ali denarnih tokov pred tveganjem varovane postavke (MRS 39, 2006, str. 11).

Izpeljani finančni inštrument je tisti, ki ima naslednje značilnosti (SRS 6, 2005):

- a) vrednost tega inštrumenta se spremeni zaradi spremembe določene obrestne mere, tečaja vrednostnih papirjev, cene blaga, indeksa cen, valutnega tečaja, kreditne sposobnosti ali podobnih spremenljivk;
- b) ne zahteva začetne čiste finančne naložbe ali pa je le ta majhna;
- c) poravnava se v prihodnosti.

Izpeljani finančni inštrumenti so tako na primer finančne opcije, terminske pogodbe (ang. »futures«), terminski posli (ang. »fowards«), valutne in obrestne zamenjave (ang. »swaps«). Kot je bilo že omenjeno, se lahko uporabljajo kot inštrumenti za varovanje pred tveganjem.

Če izpeljan finančni inštrument ni namenjen varovanju pred tveganjem, ga je potrebno pripoznati po pošteni vrednosti, vse spremembe poštene vrednosti pa pripoznati v poslovnem izidu tekočega leta (Uranič, 2004b, str.11). Računovodsko obračunavanje varovanja pred tveganjem je dovoljeno le, če so izpolnjeni vsi naslednji pogoji (Uranič, 2005, str. 64):

- a) varovanje pred tveganjem je na začetku dokumentirano,
- b) definiran je inštrument varovanja pred tveganjem,
- c) definirana je varovana postavka,
- d) definirano je tveganje, ki bo varovani in
- e) določeno je spremljanje učinkovitosti varovanja pred tveganjem.

Poznamo tri vrste varovanja pred tveganjem (MRS 39, 2006 str. 26):

- a) varovanje poštene vrednosti pred tveganjem,
- b) varovanje denarnih tokov pred tveganjem in
- c) varovanje čiste finančne naložbe v tujini pred tveganjem.

**Varovanje poštene vrednosti** pred tveganjem je varovanje pred izpostavljenostjo poštene vrednosti varovane postavke določenemu tveganju, ki bo vplivalo na izkazani čisti izid. Primeri varovanja poštene vrednosti (Uranič, 2005, str. 68, 71):

- a) Obveznica (pri izdajatelju), izdana s fiksno obrestno mero, varovana z obrestno zamenjavo (fiksno obrestno mero zamenja za spremenljivo obrestno mero) - varovanje pred tveganjem spremembe obrestne mere.
- b) Delnica, ki je razporejena za prodajo, zavarovana s kupljeno prodajno opcijo - zavarovanje pred zmanjšanjem poštene vrednosti pod izvršno ceno opcije,
- c) Nafta na zalogi, ki je zavarovana s šestmesečno terminsko pogodbo - zavarovanje poštene vrednosti zalog pred spremembo cen nafte na trgu,
- d) Čvrsta obveza za nakup blaga in 60-dnevnim plačilnim rokom v tuji valuti varovana z dvomesečno terminsko pogodbo o nakupu tuje valute - zavarovanje poštene vrednosti pred spremembo deviznega tečaja.

Varovanje poštene vrednosti pred tveganjem se obračuna na naslednji način (Uranič, 2005, str 68):

- a) dobiček ali izguba iz ponovnega merjenja inštrumenta za varovanje pred tveganjem po pošteni vrednosti se takoj pripozna v čistem poslovnem izidu;
- b) dobiček ali izguba pred tveganjem varovane postavke, ki se nanaša na zavarovano tveganje, pa se pripíše varovani postavki in se pripozna v izkazu poslovnega izida.

Pri tem varovana postavka ni nujno merjena po pošteni vrednosti.

Primer varovanja poštene vrednosti naložbe, razpoložljive za prodajo, zaradi spremembe deviznega tečaja (Uranič, 2005, str. 76-79):

- 1.1.20X1 podjetje kupi 100.000 delnic podjetja A po ceni £1 za eno delnico in jih razporedi med finančna sredstva razpoložljiva za prodajo.
- Podjetje A kotira na Londonski borzi v £.
- Podjetje se odloči zavarovati tečajno tveganje s terminsko pogodbo s katero proda £100.000 in kupi €1.613.000 na dan 30.6.20X1 (čez šest mesecev).
- MRS 39 dovoljuje varovanje s celotno spremembo poštene vrednosti terminske pogodbe ali pa le varovanje spremembe spot (trenutnega) tečaja - v tem primeru bo varovanje učinkovito.
- Razlika med spot in terminskim tečajem je pripoznana v izkazu uspeha.

Cene in vrednost delnic ter terminski tečaji po posameznih datumih so prikazani v tabeli 23, medtem ko je vrednost terminske pogodbe prikazana v tabeli 24, evidentiranje nakupa pa v tabeli 25.

**Tabela 23:**Cene in vrednost delnic in devizni tečaj GBP/EUR

Datum	Cena delnice (£)	Spot tečaj (£/€)	Terminski tečaj 30.6.X1 (£/€)	Vrednost delnic v £	Vrednost delnic v € (po spot tečaju)	Dobiček na delnicah v €
01.01.20X1	1,00	0,60	0,62	100.000	166.667	
31.03.20X1	1,50	0,65	0,66	150.000	230.769	64.103
30.06.20X1	2,00	0,70		200.000	285.714	54.945

Vir: Uranič, 2005, str. 77

**Tabela 24:** Vrednost terminske pogodbe

Datum	Kumulativna spremembe terminskih tečajev	Poštena vrednost terminske pogodbe <sup>20</sup>	Sprememba spot	Sprememba terminskega tečaja
31.3.20X1	9.775 <sup>21</sup>	9.631	12.821	-3.190
30.6.20X1	18.433 <sup>22</sup>	18.433	10.989	7.444

Vir: Uranič, 2005, str. 77

**Tabela 25:** Knjižbe na dan nakupa delnic

Datum	v €	V breme	V dobro
1.1.20X1	<b>Nakup delnice</b> Naložba v delnice A Denar	166.667	166.667

Vir: Primer str. 70

Pred knjiženjem na dan 31.03.20X1 podjetje analizira spremembo poštene vrednosti naložbe. Do spremembe vrednosti naložbe je prišlo zaradi spremembe tečaja delnic v GBP in zaradi spremembe deviznega tečaja:

Dobiček iz spremembe tržne cene delnic:	$\frac{150.000-100.000}{0,65}$	€ 76.923
Izguba iz spremembe deviznega tečaja:	$\frac{100.000}{0,65} - \frac{100.000}{0,60}$	€ -12.821
<b>Dobiček skupaj:</b>		<b>€ 64.102</b>

<sup>20</sup> Poštena vrednost terminske pogodbe je izračunana z diskontiranjem kumulativne spremembe tečajev. Upoštevana diskontna stopnja je 6%.

<sup>21</sup>  $9.775 = (£ 100.000 / 0,62) - (£ 100.000 / 0,66)$

<sup>22</sup>  $18.433 = (£ 100.000 / 0,62) - (£ 100.000 / 0,70)$

Na dan 31. marca 20X1 je poštna vrednost terminske pogodbe enaka 9.631 EUR. Razlika med izgubo 12.821 EUR in dobičkom 9.631 EUR je rezultat spremembe med spot in terminskim tečajem in ni upoštevana pri presoji učinkovitosti varovanja. Ta razlika je pripoznana v izkazu uspeha. Na dan 31.03.20X1 podjetje naredi knjižbe, prikazane v tabeli 26.

**Tabela 26:** Knjižbe na dan 31.03.20X1

Datum	v €	V breme	V dobro
31.3.20X1	<b>Pripoznanje spremembe tržne cene delnice</b> Naložba v delnice A Kapital	76.923	76.923
31.3.20X1	<b>Pripoznanje spremembe deviznih tečajev</b> Negativna tečajna razlika iz naložbe (IU) Naložba v delnice A	12.821	12.821
31.3.20X1	<b>Pripoznanje spremembe poštnih vrednosti terminske pogodbe</b> Terminska pogodba Dobiček iz terminske pogodbe	9.631	9.631

Vir: Primer str. 70

Na dan 30. junij 20X1 podjetje naredi naslednjo analizo:

Dobiček iz spremembe tržne cene delnic:	$\frac{200.000 - 150.000}{0,70}$	€ 71.429
Izguba iz spremembe deviznega tečaja: (vrednoteno po spot tečaju)	$\frac{100.000}{0,70} - \frac{100.000}{0,65}$	€ -10.989
Izguba zaradi spremembe tečaja (spot tečaji) na dodatno vrednost £50.000, ki izhaja iz prevrednotovanja	$\frac{50.000}{0,70} - \frac{50.000}{0,65}$	€ -5.495
<b>Dobiček skupaj:</b>		<b>€ 54.945</b>

Do junija 20X1 je poštna vrednost terminske pogodbe narasla za 8.802 EUR (18.433 EUR-9.631 EUR). Na ta dan podjetje naredi vknjižbe, prikazane v tabeli 27.

Podjetje je z varovanjem tveganja pripoznalo večji prevrednotovalni popravek kapitala (142.857 EUR), kot ga bi brez tega. Brez varovanja tveganja bi bil posebni prevrednotovalni popravek kapitala na dan 30.06.20X1 enak 119.047 EUR, kar je razlika med tržno vrednostjo delnic A na dan 30.6.20X1 in tržno vrednostjo delnic A na dan 01.01.20X1. V izkazu uspeha je bila v tem obdobju pripoznana izguba v vrednosti 5.377 EUR.

**Tabela 27: Knjižbe na dan 30.06.20X1**

Datum	v €	V breme	V dobro
30.06.20X1	Pripoznanje spremembe tržne cene delnice Naložba v delnice A Kapital	71.429	71.429
30.06.20X1	Pripoznanje spremembe deviznih tečajev na originalni naložbi GBP 100.000 Negativna tečajna razlika iz naložbe (IU) Naložba v delnice A	10.989	10.989
30.06.20X1	Pripoznanje spremembe deviznih tečajev na dodani vrednosti naložbe GBP 50.000 <sup>23</sup> Negativna tečajna razlika iz naložbe (kapital) Naložba v delnice A	5.495	5.495
30.06.20X1	Pripoznanje spremembe poštene vrednosti terminske pogodbe Terminska pogodba Dobiček iz terminske pogodbe	8.802	8.802
30.06.20X1	Poravnava terminske pogodbe Denar Terminska pogodba	18.433	18.433

Vir: Primer str. 70

**Varovanje denarnih tokov pred tveganjem** je varovanje pred izpostavljenostjo denarnih tokov spremenljivosti denarnih tokov, ki jih je mogoče pripisati posameznemu tveganju, povezanemu s pripoznanim sredstvom ali obveznostjo (kot so vsa ali nekatera prihodnja plačila obresti pri posojilu s spremenljivo obrestno mero) ali zelo verjetnimi predvidenimi posli (kot je predviden nakup ali prodaja) in lahko vpliva na poslovni izid (MRS 39, 2006, str. 26). Primeri te vrste varovanja so naslednji (Uranič, 2005, str. 84):

- a) čvrsta obveza kupiti stroj čez 6 mesecev v tuji valuti, i zavarovani s terminsko pogodbo (zavarovanje denarnih tokov v domači valuti zaradi tveganja spremembe deviznih tečajev);
- b) predvidena prodaja v tuji valuti čez 6 mesecev, zavarovana s terminsko pogodbo (zavarovanje denarnih tokov v domači valuti zaradi tveganja spremembe deviznih tečajev);
- c) uporaba finančne zamenjave pri dejanski spremembi dolga s spremenljivo obrestno mero v dolg s stalno obrestno mero (varovanje prihodnjih denarnih tokov - prihodnjih plačil obresti - pred spremembo obrestne mere).

<sup>23</sup> Ker dodatna vrednost naložbe v vrednosti 50.000 GBP ni del originalnega varovalnega razmerja in delnica ni monetarna postavka, knjižimo spremembo v kapital.

Varovanje denarnega toka pred tveganjem se obračuna na naslednji način (MRS 39, 2006, str. 28):

- a) del dobička ali izgube iz inštrumenta za varovanje pred tveganjem se pripozna neposredno v kapitalu v izkazu gibanja kapitala,
- b) neuspešen del dobička ali izgube pri inštrumentu za varovanje pred tveganjem se pripozna v poslovnem izidu.

**Varovanje čiste finančne naložbe v tujini pred tveganjem**, tudi varovanje denarne postavke, ki se obračunava kot del čiste finančne naložbe (MRS 21), je treba obračunati podobno kot varovanje denarnih tokov pred tveganjem. Dobiček ali izguba iz inštrumenta za varovanje pred tveganjem, ki se nanaša na uspešni del varovanja, ki je bil pripoznan(a) neposredno v kapitalu, je treba pripoznati v poslovnem izidu pri odtujitvi enote v tujini (MRS 39, 2006, str. 30).

## **5. Vrednotenje finančnih naložb v pokojninskih skladih v Sloveniji**

Kot je bilo že omenjeno, v Sloveniji poznamo dve vrsti pokojninskih skladov. Na eni strani so to vzajemni pokojninski skladi, katerih poslovanje in pa tudi vrednotenje uravnava Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, na drugi strani pa so upravljavci pokojninskih skladov zavarovalnice in pokojninske družbe, ki morajo poslovati v skladu z Zakonom o zavarovalništvu.

### ***5.1 Vrednotenje finančnih naložb v vzajemnih pokojninskih skladih***

Vzajemni pokojninski skladi morajo računovodsko vrednotiti finančne naložbe v skladu s Sklepom o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada in slovenskimi računovodskimi standardi, če niso v nasprotju z omenjenim sklepom. V bilanci stanja se izkazujejo postavke po nakupni vrednosti, vrednotijo pa se po dnevni tržni oziroma unovčljivi vrednosti, razen v primeru skupnega ovrednotenja (Sklep o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada, 2001):

- a) **Navadne delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu**<sup>24</sup> vrednostnih papirjev, se izkazujejo po zadnjem dnevnem tečaju, pri čemer se ohranja podatek o izvorni nakupni vrednosti. Odstopanje tržne vrednosti od nakupne se izkazuje kot neiztrženi dobiček oziroma izguba pri naložbi.
- b) **Navadne delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu**, se izkazujejo po knjigovodski vrednosti v zadnjih objavljenih računovodskih izkazih izdajatelja ali po nakupni ceni<sup>25</sup>. Najkasneje od 01.05. tekočega leta se knjigovodska vrednost ugotavlja iz letnih računovodskih izkazov izdajatelja za preteklo leto. Takoj po objavi revidiranega letnega poročila izdajatelja se knjigovodska vrednost navadnih delnic primerja z nakupno vrednostjo. Če je revidirana knjigovodska vrednost nižja, se oblikuje popravek vrednosti, če pa je višja (od nakupne vrednosti), se popravek vrednosti stornira v ustrezni višini. Knjigovodska vrednost delnic tujih izdajateljev se letno ugotavlja na osnovi revidiranega letnega poročila izdajatelja, pri čemer mnenje pooblaščenega revizorja ne sme biti starejše od 12 mesecev.
- c) **Prednostne delnice** z nespremenljivimi dividendami in udeležbene prednostne delnice se izkazujejo enako kot navadne delnice.
- d) **Obveznice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev**, se izkazujejo po neodplačani nominalni vrednosti, pomnoženi s tečajem organiziranega trga vrednostnih papirjev, in v skladu s pogoji, ki jih določi izdajatelj pri izdaji vrednostnih papirjev. Tako dobljeni vrednosti se prištejejo tudi obresti.<sup>26</sup>
- e) **Obveznice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev**, se vrednotijo po nominalni vrednosti oziroma po nakupni ceni, če je ta nižja. Prvi ali drugi se prištejejo obračunane obresti v skladu z izdajateljevimi pogoji.
- f) **Drugi vrednostni papirji** se izkazujejo po tečaju organiziranega trga oziroma po unovčljivi vrednosti.

---

<sup>24</sup> Pri ovrednotenju vrednostnega papirja s ceno na domačem organiziranem trgu se upošteva enotni tečaj organiziranega trga, vrednostni papirji tujih izdajateljev pa se vrednotijo po najnižjem nakupnem tečaju na organiziranih trgih, na katerih se z njimi trguje (Sklep o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada, 2001).

<sup>25</sup> Nakupna cena je cena enote vrednostnega papirja oziroma naložbe, ki jo je plačal vzajemni pokojninski sklad. Vsebuje morebitne davke od prometa, ne pa posredniške provizije.

<sup>26</sup> Obrestovani vrednostni papirji se izkazujejo z obrestmi vred. Diskontirani vrednostni papirji se obravnavajo enako kot tisti, ki prinašajo obresti.

- g) Če upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada na podlagi ocenitve pooblaščenega ocenjevalca vrednosti pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij ugotovi, da je knjigovodska vrednost posameznega vrednostnega papirja premajhna ali prevelika, se lahko odloči za **skupno ovrednotenje**. V tem primeru mora upravljavec pisno obvestiti Agencijo za trg vrednostnih papirjev v osmih dneh od doseženega soglasja pooblaščenega revizorja, pooblaščenega ocenjevalca in upravljavca o skupnem ovrednotenju. Pri skupnem ovrednotenju se tak vrednostni papir izkaže po ocenjeni vrednosti. Razlika se izkaže kot neiztrženi dobiček pri naložbi oziroma popravek vrednosti naložbe.
- h) **Naložbe v investicijske kupone** vzajemnih skladov se izkazujejo po dnevni odkupni vrednosti, **delnice investicijskih družb** pa se izkazujejo enako kot ostale delnice.
- i) **Dana posojila** se izkazujejo v skladu s pogodbenimi določili po neodplačani vrednosti, enako velja za **depozite v bankah**. Zanje se dnevno obračunavajo pripadajoče obresti.
- j) **Nepremičnine** se izkazujejo po ocenjeni čisti tržni vrednosti oziroma po nabavni vrednosti, če je ta nižja. Tržno vrednost vsaka tri leta oceni pooblaščen ocenjevalec vrednosti nepremičnin. Razlika med ocenjeno in knjigovodsko vrednostjo se izkaže enako kot pri skupnem ovrednotenju.

## **5.2 Vrednotenje finančnih naložb v pokojninskih družbah in zavarovalnicah**

Pokojninske družbe in zavarovalnice vrednotijo sredstva v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi in sklepom o podrobnejšem vrednotenju knjigovodskih postavk in sestavljanju računovodskih izkazov. Slednji določa, da morajo zavarovalnice in pokojninske družbe opraviti prevrednotenje naložb kritnih skladov zaradi oslabitve in prevrednotenje naložb kritnih skladov zaradi okrepitve najmanj na koncu vsakega četrtertletja. Posamezne naložbe se vrednotijo na naslednji način:

- a) **Navadne delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu** vrednostnih papirjev, se vrednotijo po pošteni vrednosti, kjer je cena objavljena na delujočem trgu vrednostnih papirjev.



- b) **Navadne delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu**, se prav tako izkazujejo po pošteni vrednosti, cene vrednotenja se pridobivajo v skladu z računovodskimi standardi.
- c) **Prednostne delnice** z nespremenljivimi dividendami in udeležbene prednostne delnice se izkazujejo enako kot navadne delnice.
- d) **Obveznice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev**, se izkazujejo podobno kot pri vzajemnih pokojninskih skladih, s tem da lahko zavarovalnice in pokojninske družbe te naložbe razvrstijo v kategorijo naložb **v posesti do zapadlosti** in jih izmerijo po odplačni vrednosti po metodi efektivnih obrestnih mer. Tu prihaja do bistvenih razlik pri vrednotenju naložb kritnih skladov zavarovalnic in pokojninskih družb na eni strani in vrednotenju naložb vzajemnih pokojninskih skladov na drugi strani.
- e) **Obveznice s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev** se lahko vrednotijo po metodi poštene vrednosti ali po odplačni vrednosti po metodi efektivnih obrestnih mer.
- f) **Drugi vrednostni papirji** se izkazujejo po pošteni vrednosti, nabavni vrednosti ali odplačni vrednosti po metodi efektivnih obrestnih mer. Način vrednotenja je odvisen od vrste naložbe in kategorije, v katero upravljavec razporedi posamezno naložbo.
- g) **Naložbe v investicijske kupone** vzajemnih skladov se izkazujejo po dnevni odkupni vrednosti, **delnice investicijskih družb** pa se izkazujejo enako kot ostale delnice.
- h) **Dana posojila** se izkazujejo v skladu s pogodbenimi določili po odplačni vrednosti, enako velja za **depozite v bankah**.
- i) **Nepremičnine** se izkazujejo po pošteni ali nabavni vrednosti. Izbrano usmeritev mora upravljavec uporabljati pri vseh naložbenih nepremičninah.

### **5.2.1. Uvedba poštene vrednosti v računovodsko poročanje v zavarovalnicah**

V okviru Evropske unije tečejo obširne razprave o posodobitvah računovodskih zavarovalnih standardov in spremembah vrednotenja obveznosti in sredstev po načelu poštene vrednosti. Konec marca 2004 je Mednarodni odbor za računovodske standarde sprejel Mednarodni standard računovodskega poročanja 4 za zavarovalne

pogodbe kot začasno fazo. Pričakuje se, da bo druga faza, sprejetje celovitega zavarovalnega standarda, zaključena šele po letu 2007.

Že od prvega predloga o vpeljavi tega standarda, ki je bil pripravljen v sklopu priprave prvega mednarodnega standarda računovodskega poročanja novembra 1999, je mogoče zaslediti veliko pomislov - posebno s strani zavarovalnih družb in nadzornih organov. Najpogosteje so izpostavljene naslednje mogoče nezaželene posledice (Mörec, 2005, str. 340-349):

- a) porast stroškov kapitala zavarovalnic,
- b) sprememba ponudbe obstoječih zavarovalnih produktov in razvoj novih,
- c) sprememba načina upravljanja s finančnimi naložbami,
- d) zmanjšanje zanesljivosti napovedovanja prihodnjih rezultatov poslovanja,
- e) zmanjšanje transparentnosti in nepristranskosti računovodskih informacij,
- f) porast stroškov računovodskega poročanja.

Pomemben mehanizem uravnavanja solventnosti zavarovalnic je višina kapitala. Poslovni izid zavarovalnic bi z uvedbo poštene vrednosti nihal bolj kot pred njo, zaradi specifične dejavnosti pa tudi bolj kot poslovni izid družb iz drugih dejavnosti. Izračuni vrednotenja sredstev in obveznosti zavarovalnic po pošteni vrednosti bi v veliki meri izhajali iz podatkov, ki niso na voljo na trgu. Le ti bi lahko povzročali nihanje poslovnega izida brez ekonomske osnove. Družba, katere poslovni rezultat močno niha, je običajno ocenjena kot bolj tvegana, zato je njen strošek kapitala višji. V sistemu poštene vrednosti bi utegnile zavarovalnice pogosteje pridobivati potrební kapital na trgu prav takrat, ko bi bil ta najdražji. Zavarovalnice bi lahko zmanjšale ta problem z obsežnejšim poročanjem zainteresirani javnosti in s kotiranjem svojih vrednostnih papirjev na čim bolj likvidnih organiziranih trgih.

Predvsem življenjske zavarovalnice bi utegnile zmanjšati ponudbo klasičnih rentnih in pokojninskih zavarovanj, zmanjšal pa bi se lahko tudi obseg zavarovanj, ki vsebujejo element diskrecijske udeležbe v dobičku. Ponudba naj bi se preusmerila na tiste zavarovalne produkte, ki omogočajo čim večji prenos tveganj spremembe vrednosti naložb na zavarovance. Tudi na strani premoženjskih zavarovanj bi se lahko zmanjšala ponudba produktov z razmeroma dolgotrajnim izplačilom škod, kot sta na primer odgovornostno ali nezgodno zavarovanje. Posebej so tu izpostavljena zavarovanja za kritje velikih škod, saj je negotovost pri oceni njihove tržne vrednosti še posebej visoka.

Zavarovalnice imajo v svojih portfeljih predvsem dolgoročne dolžniške vrednostne papirje, ni pa mogoče zanemariti tudi naložb v lastniške. Negotovost, povezana z gibanjem dolgoročnih finančnih naložb, je zelo velika, zato je ob uvedbi novega

sistema mogoče pričakovati preusmeritev naložb iz lastniških v dolžniške, znotraj slednjih pa premik iz bolj dolgoročnih v bolj kratkoročne. Ker pa morajo zavarovalnice usklajevati naložbe z dospelostjo svojih obveznosti, bi to lahko vplivalo na spremembo njihovih produktov v bolj kratkoročne ali preusmeritev naložb, za katere ne obstaja trg ali pa je le ta razmeroma nelikviden. S slednjim bi prišlo do velike izpostavljenosti morebitni nelikvidnosti takšne naložbe.

Sistem poštene vrednosti, ki zahteva uporabo številnih predpostavk, utegne napovedovanje prihodnjih poslovnih rezultatov zelo otežiti. Med zavarovalnicami obstaja bojazen, da mnogo predvsem manjših lastnikov računovodskega poročanja ne bo sposobno razumeti in bodo zaradi tega ocenili poslovanje zavarovalniške dejavnosti kot bolj tvegano. Po drugi strani pa je res, da mali individualni lastniki predstavljajo majhen lastniški delež. Poleg tega empirične raziskave potrjujejo, da mali, slabo informirani lastniki v svojem ravnanju posnemajo velike, institucionalne lastnike, za katere je realno pričakovati, da bodo računovodske informacije razumeli pravilno.

Najbolj resna skupina očitkov je tista, ki sistemu poštene vrednosti pripisuje pristranskost. Sistem poštene vrednosti namreč prinaša najboljše informacije, kadar je na voljo globok in likviden trg, ki omogoča objektivnejšo oceno vrednosti določenega sredstva ali blaga. Med zavarovalnicami in njihovimi nadzorniki prevladuje mnenje, da je objektivno oceno za dolgove, ki nastanejo s sklenitvijo zavarovalne pogodbe, izredno težko pridobiti. V takšnih primerih bi lahko prišlo do velike subjektivnosti pri oceni poštene vrednosti. Ker trenutno obstaja veliko pomanjkanje zanesljivih tehnik merjenja sredstev in obveznosti, ki so nastale na podlagi zavarovalnih pogodb, obstaja bojazen, da bi z uvedbo sistema poštene vrednosti prišlo do velike neprimerljivosti računovodskih izkazov med sicer primerljivimi zavarovalnicami. Hkrati računovodska stroka meni, da je prav to največja slabost sedanjega sistema, ki pogosto omogoča skorajda hkratno uporabo tako nabavne kakor tudi tržne in odplačne vrednosti.

Nedvomno bi bili stroški uvedbe poročanja po poštenu vrednosti zelo visoki. Obstajajo ocene, da bi se stroški računovodskega poročanja ob uvedbi novega sistema v povprečju povečali od 30 do 35 odstotkov. Gre predvsem za stroške razvoja novih računalniških sistemov, stroške dodatnega usposabljanja zaposlenih (na področju računovodstva, aktuarstva, uravnavanja tveganj) in za stroške storitev zunanjih svetovalnih revizijskih hiš. Pojavili bi se tudi dodatni stroški komuniciranja z lastniki, poslovnimi partnerji in zavarovanci, saj zavarovalnice ocenjujejo, da je merjenje po poštenu vrednosti tako kompleksno, da bi utegnulo zмести zunanje uporabnike. Prav iz tega razloga utegne biti sistem poštene vrednosti tudi na daljši rok dražji od sedanjega.

Kljub temu, da aktuarji že zelo dolgo uporabljajo različne metode vrednotenja, ki temeljijo na pošteni vrednosti, pa imajo zavarovalnice s tovrstnim poročanjem sorazmerno malo izkušenj. Čeprav samo izvedbo tega sistema spremlja še vrsta odprtih vprašanj in negotovosti, je jasno, da bo računovodsko poročanje v prihodnosti še bolj kompleksno (Mörec, 2005, str. 350).

Za slovenske pokojninske sklade bi uvedba sistema poštene vrednosti v računovodenje zavarovalnic in pokojninskih družb povzročila večjo primerljivost med ponudniki dodatnega pokojninskega zavarovanja. Po drugi strani pa bi za pokojninske družbe in zavarovalnice to pomenilo veliko spremembo v računovodskem poročanju, pa tudi v naložbeni politiki. Po mojem mnenju predvsem zaradi sistema minimalne zajamčene donosnosti večina le teh uravnava donosnost kritnih skladov preko vrednotenja po odplačni vrednosti. Pri vrednotenju po odplačni vrednosti zavarovalnice in pokojninske družbe zmanjšajo tveganje velike spremenljivosti donosnosti kritnih skladov in s tem tveganje, da donosnost kritnih skladov pade pod minimalno zajamčeno donosnost.

### ***5.3 Vpliv različnih metod vrednotenja na donosnost pokojninskih skladov***

Namen tega dela naloge je prikazati vpliv različnega vrednotenja dolžniških vrednostnih papirjev na donosnost skladov. V tem podpoglavju bo prikazano, da različno vrednotenje finančnih sredstev znotraj slovenskih pokojninskih skladov privede do neprimerljivosti njihove uspešnosti upravljanja.

#### ***5.3.1 Vpliv gibanja tržnih obrestnih mer na vrednost obveznic***

Na teoretičnem primeru bom prikazala, kakšne so razlike v vrednosti obveznice vrednotene po odplačni vrednosti, in vrednosti obveznice, vrednotene po pošteni vrednosti, in sicer v pogojih:

- a) konstantne rasti zahtevane donosnosti do dospelosti in
- b) konstantnega padanja zahtevane donosnosti do dospelosti.

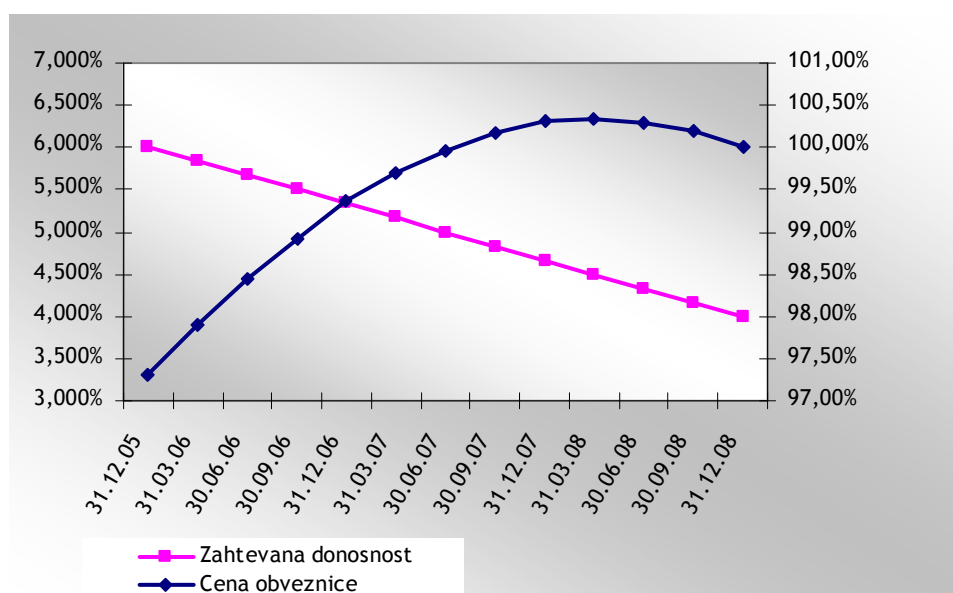
Prikaz bo osnovan na obveznici z naslednjimi lastnostmi:

- a) Datum izdaje: 31.12.2005;
- b) Datum zapadlosti: 31.12.2008;
- c) Kuponska obrestna mera: 5%
- d) Nominalna vrednost obveznice 1.000 EUR.

### 5.3.1.1 Zmanjševanje tržnih obrestnih mer

V razmerah, ko obrestne mere na trgu padajo, to pomeni zviševanje cen obveznic. Če v našem primeru vzamemo, da je zahtevana donosnost ob izdaji enaka 6% in se linearno znižuje do 4% ob dnevu zapadlosti obveznice, bo cena obveznice v začetnem obdobju precej hitro naraščala. Ko se bo zahtevana donosnost obveznice izenačila s kuponsko obrestno mero, bo cena obveznice enaka 100%. Z nižanjem zahtevane donosnosti pod kuponsko obrestno mero se cena nekaj časa še dviguje. Ker so cene obveznic v krajšem obdobju manj občutljive na zahtevano donosnost, prevlada vrednost kupona in izplačane glavnice nad vplivom zahtevane donosnosti. Cena takrat začne padati proti vrednosti 100%.

Slika 13: Gibanje cene obveznice - padanje tržnih obrestnih mer



Vir: Lastni izračun

Vidimo, da ima zahtevana donosnost velik vpliv na samo ceno obveznice v začetnem obdobju, z bližanjem dospelosti pa je ta vpliv čedalje manjši. Če predvidevamo, da so se tržne cene obveznic gibale v skladu z gibanjem cen, ki je prikazan v zgornji tabeli, bo vrednost obveznice ob različnih metodah vrednotenja enaka vrednostim, prikazanim v tabeli 28.

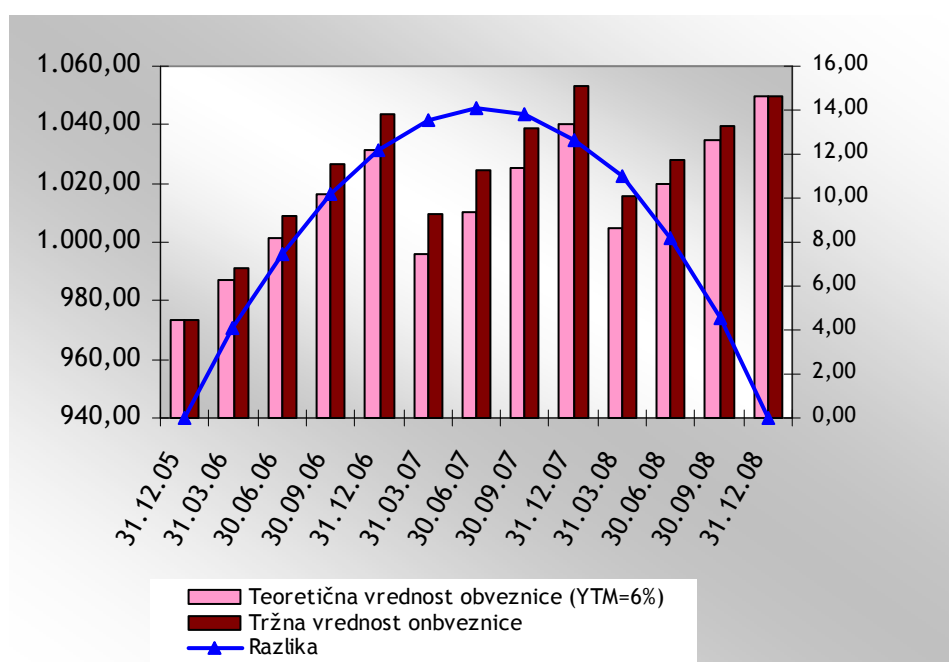
V razmerah padanja obrestnih mer je poštena vrednost obveznice v celotnem obdobju višja od odplačne vrednosti. Razlika se zaradi občutljivosti tržne cene na zahtevano donosnost najprej povečuje, ko pa se začne obveznica približevati datumu dospelosti, se začne razlika med obema vrednostima zmanjševati.

**Tabela 28:** Vrednost obveznice - padanje tržnih obrestnih mer

Datum	Zahtevana donosnost	Vrednost obveznice po tržni ceni	Vrednost obveznice po teoretični ceni (YTM=6%)	Razlika
31.12.05	6,000%	973,13	973,13	0,00
31.03.06	5,833%	991,28	987,21	4,07
30.06.06	5,667%	1.009,15	1001,66	7,49
30.09.06	5,500%	1.026,68	1016,48	10,20
31.12.06	5,333%	1.043,70	1031,52	12,18
31.03.07	5,167%	1.009,24	995,72	13,52
30.06.07	5,000%	1.024,36	1010,29	14,07
30.09.07	4,833%	1.039,02	1025,24	13,78
31.12.07	4,667%	1.053,06	1040,41	12,65
31.03.08	4,500%	1.015,75	1004,74	11,01
30.06.08	4,333%	1.027,78	1019,61	8,17
30.09.08	4,167%	1.039,25	1034,69	4,56
31.12.08	4,000%	1.050,00	1050,00	0,00

Vir: Lastni izračun

**Slika 14:** Vrednost obveznice glede na način vrednotenja -padanje tržnih obrestnih mer



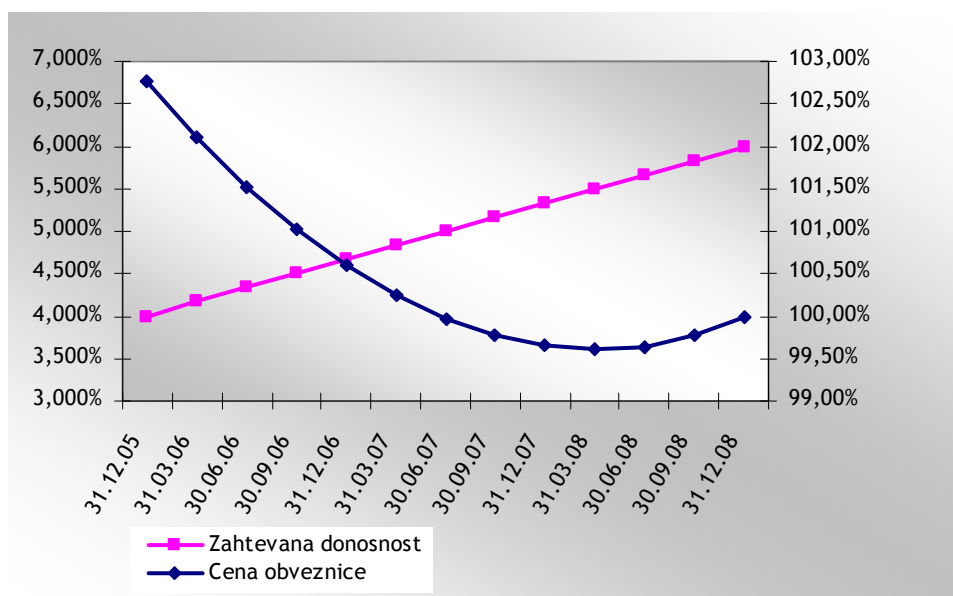
Vir: Lastni izračun

### 5.3.1.1 Zviševanje tržnih obrestnih mer

Ob zviševanju zahtevane donosnosti cene obveznic najprej padajo v odvisnosti od zahtevane stopnje donosa, če je cena obveznice nad 100%. Cena je odvisna od treh dejavnikov, in sicer od kuponske obrestne mere, časa do dospelosti obveznice in zahtevane donosnosti. Gibanje cene naše teoretične obveznice s kuponsko obrestno

mero 5% se ob predpostavki zviševanja zahtevane donosnosti do dospelosti giblje na način, ki je prikazan na sliki 15.

Slika 15: Gibanje cene obveznice - padanje tržnih obrestnih mer



Vir: Lastni izračun

Tabela 29: Vrednost obveznice glede na način vrednotenja v razmerah povečevanja tržnih obrestnih mer

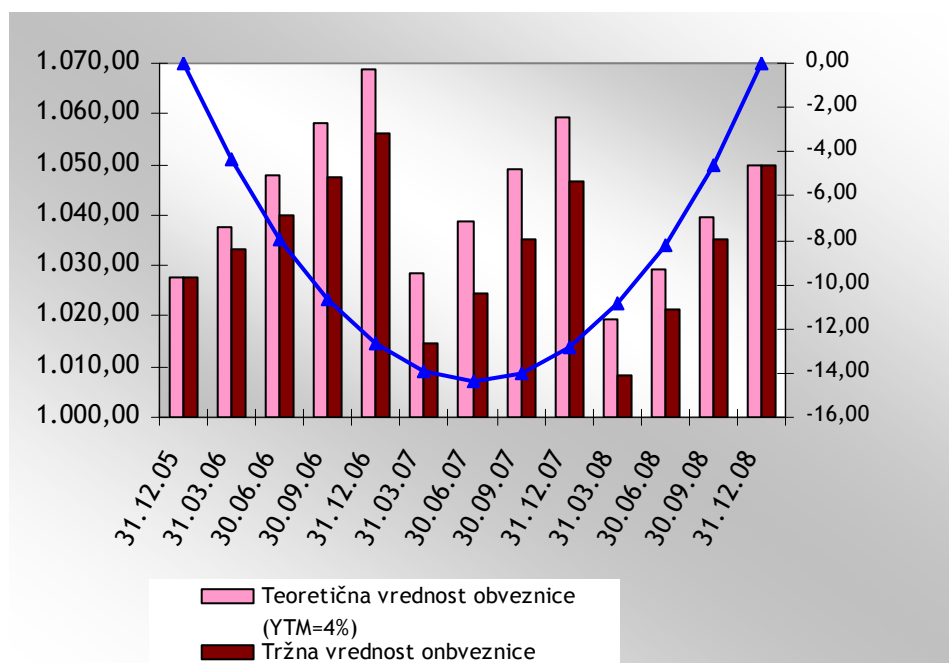
Datum	Zahtevana donosnost	Vrednost obveznice po tržni ceni	Vrednost obveznice po teoretični ceni (YTM=4%)	Razlika
31.12.05	4,000%	1.027,65	1027,65	0,00
31.03.06	4,167%	1.033,30	1037,64	-4,34
30.06.06	4,333%	1.039,92	1047,83	-7,91
30.09.06	4,500%	1.047,56	1058,24	-10,68
31.12.06	4,667%	1.056,11	1068,76	-12,65
31.03.07	4,833%	1.014,73	1028,66	-13,93
30.06.07	5,000%	1.024,36	1038,76	-14,40
30.09.07	5,167%	1.035,05	1049,09	-14,04
31.12.07	5,333%	1.046,69	1059,51	-12,82
31.03.08	5,500%	1.008,49	1019,32	-10,83
30.06.08	5,667%	1.021,23	1029,44	-8,21
30.09.08	5,833%	1.035,10	1039,67	-4,57
31.12.08	6,000%	1.050,00	1050,00	0,00

Vir: Lastni izračun

V razmerah zviševanja tržnih obrestnih mer je tržna vrednost obveznic v celotnem obdobju od izdaje do zapadlosti pod teoretično izračunano vrednostjo. Razlike se v

začetnem obdobju povečuje, saj je takrat tržna vrednost bolj občutljiva na razliko med zahtevano donosnostjo in teoretično izračunano efektivno obrestno mero.

**Slika 16:** Vrednost obveznice - padanje tržnih obrestnih mer



Vir: Lastni izračun

### 5.3.2 Vpliv gibanja tržnih obrestnih mer na vrednost portfelja pokojninskega sklada

Ker portfelji slovenskih pokojninskih skladov vsebujejo velik del obveznic, donosnost le teh močno vpliva na celotno donosnost pokojninskega sklada. Z modelom, ki je predstavljen v nadaljevanju, bom skušala ugotoviti, kakšen je lahko vpliv različnega vrednotenja obveznic na donosnost celotnega premoženja zavarovancev.

Model sloni na naslednjih predpostavkah:

- a) Pokojninski sklad je začel z upravljanjem premoženja v vrednosti ene milijarde slovenskih tolarjev na dan 01.01.2005;
- b) Struktura naložb je podobna strukturi naložb povprečnega pokojninskega sklada v Sloveniji<sup>27</sup> konec leta 2004, in sicer:
  - 1.) Državni vrednostni papirji : 44,0%

<sup>27</sup> Ocena strukture pokojninskih skladov je bila narejena na podlagi Lenega poročila Agencije za zavarovalni nadzor o stanju na področju zavarovalništva za leto 2004 in na podlagi Poročila Agencije za trg vrednostnih papirjev o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004.



- |                                      |       |
|--------------------------------------|-------|
| 2.) Podjetniške in bančne obveznice: | 37,5% |
| 3.) Lastniški vrednostni papirji:    | 6,5%  |
| 4.) Depoziti:                        | 12,1% |
- c) Opazovano obdobje: od 01.01.2005 do 30.09.2005;
- d) Pokojninski sklad ne obračunava upravljaljske provizije;
- e) V opazovanem obdobju sklad nima novih vplačil premij;
- f) Pokojninski sklad ne jamči minimalne zajamčene donosnosti;
- g) Sklad je kupil obveznice na dan 01.01.2005 po cenah, ki so enake enotnemu tečaju na prvi delovni dan v letu 2005; obveznice, ki na dan 01.01.2005 niso bile uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev, so bile kupljene po ceni 100%<sup>28</sup>;
- h) Kuponi so reinvestirani po 5% obrestni meri;
- i) Donosnost lastniških vrednostnih papirjev<sup>29</sup> v tem obdobju je enaka 6,37%;
- j) Obrestna mera za depozite je enaka 5% na letni ravni in se v opazovanem obdobju ne spreminja;
- k) Vrednosti obveznic na 30.09.2005 pri tržnem vrednotenju so izračunane pri domačih podjetniških in bančnih obveznicah po enotnem tečaju Ljubljanske borze VP, vrednost državnih slovenskih obveznic po cenah zadnjega posla na Trgu uradnih vzdrževalcev likvidnosti državnih vrednostnih papirjev, vrednost tujih državnih papirjev pa po tečaju, ki so na dan 30.09.2005 objavljene na Bloombergu.

Naš pokojninski sklad se je 01.01.2005 odločil investirati zbrana sredstva v vrednostne papirje, ki so predstavljeni v tabeli 10. Struktura portfelja našega sklada je v skladu z določili Zakona o zavarovalništvu, ki predpisuje določene omejitve. Zaradi poenostavitve izračuna donosnosti izračun temelji na predpostavkah, da upravljavec sklada ne zaračunava upravljaljske provizije in ne zagotavlja zajamčene donosnosti. Zaradi istega razloga ne upoštevamo dejstva, da so prilivi od premij v pokojninske sklade običajno mesečni.

Predstavljen portfelj je v celoti sestavljen iz obveznic, ki so bile izdane pred 01.01.2005. Za organiziran trg obveznic starejših izdaj v Sloveniji je značilna zelo slaba likvidnost, zato cene vrednostnih papirjev na tem trgu pogosto z zamikom odražajo (ali pa jih sploh ne) dejanske spremembe v zahtevani donosnosti

<sup>28</sup> Predpostavka je nekoliko nerealna. Vse opazovane obveznice, ki v začetku leta 2005 niso bile uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev, so bile izdane v letu 2004. Zaradi splošnega padca obrestnih mer v drugi polovici leta 2004 se je na neorganiziranem trgu z njimi trgovalo po nekoliko višjih cenah.

<sup>29</sup> Donos je izračunan kot tehtano povprečje donosnosti v obdobju: 50% ponder rasti indeksa DJ Euro Stoxx50, 25% ponder rasti indeksa SBI20 in 25% ponder povprečne donosnosti treh največjih slovenskih vzajemnih skladov (VS Alfa uravnoteženi, VS Modra kombinacija in VS NLB kombinirani), ki so po oceni tveganja Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov ocenjene z ocenama 5 in 6 (srednje do višje tveganje) -

vlagatelj. Večino prometa tako na obvezniškem trgu predstavljajo nove izdaje obveznic, ki pa zaradi predpostavk modela niso del našega proučevanega portfelja.

V proučevanem obdobju so cene vseh vrednostnih papirjev (izjema je obveznica RS54) v našem portfelju narasle, donosnosti do dospelosti pri tržnih cenah pa padle. Zato predvidevamo, da bo vrednost portfelja, ki je v celoti vrednoten po pošteni vrednosti, konec obdobja višja od vrednosti portfelja, katerega obvezniški del je vrednoten po odplačni vrednosti.

**Tabela 30:** Sestava portfelja pokojninskega sklada X na dan 01.01.2005

Obveznica	ISIN koda	Delež v portfelju na dan 01.01.2005	Donosnost do dospelosti ob nakupu
RS54	SI0002102059	5,51%	4,49%
RS55	SI0002102109	5,39%	3,32%
RS56	SI0002102117	5,46%	3,58%
RS57	SI0002102141	6,11%	3,88%
DBR 4 3/4 07/34	DE0001135226	5,32%	4,23%
GREECE 5 03/19	IT0006527532	5,40%	4,18%
POLAND4 1/2 02/13	XS0162316490	5,24%	3,75%
DRS1 <sup>30</sup>	SI0032102244	5,62%	5,09%
AB04	SI0022101313	2,39%	6,72%
AB07	SI0022102048	2,46%	5,09%
BCE7	SI0022101974	2,49%	5,14%
BCE8	SI0022102220	2,00%	4,93%
CIM1	SI0032102293	4,66%	5,74%
FB09	SI0022102261	4,65%	4,79%
MEO1	SI0032102319	4,61%	4,79%
PBS5	SI0022102030	4,62%	4,95%
PRB6	SI0022101941	2,43%	5,34%
PRB7	SI0022102097	2,45%	4,86%
ZT01	SI0022102063	4,60%	5,12%
Lastniški vrednostni papirji		6,50%	
Depoziti		12,09%	
<b>Skupaj</b>		<b>100,00%</b>	

Vir: Lastni izračun

V Tabeli 31 sta predstavljeni vrednost in donosnost našega proučevanega portfelja na dan 30.09.2005. Iz primera vidimo, da bi v opazovanem obdobju naš sklad dosegel višjo donosnost, če bi bile naložbe v obveznice vrednotene po pošteni vrednosti. Razlike niso zanemarljive, saj bi bila v tem primeru njegova objavljena donosnost skoraj dvakrat višja kot v primeru, če bi vse dolžniške vrednostne papirje vrednotil po odplačni vrednosti. Primer jasno kaže, da so donosnosti, ki jih objavljajo pokojninske družbe in zavarovalnice, neprimerljive z objavljenimi donosnostmi vzajemnih pokojninskih skladov.

<sup>30</sup> Za izplačilo obveznosti iz obveznice DRS1 (Dars d.d., 1. izdaja) jamči Republika Slovenija, zato za ta vrednostni papir po določilih Zzavar ni predpisanih omejitev .

**Tabela 31: Vrednost portfelja pokojninskega sklada X na dan 30.09.2005**

Naložba	Portfelj z obveznicami, vrednotenimi po odplačni vrednosti	Portfelj z obveznicami, vrednotenimi po pošteni vrednosti	Razlika	
			v SIT	v %
(1)	(2)	(3)	(4)=(2)+(3)	(5)=(4)/(2)
RS54	56.945.100,00	59.857.000,00	2.911.900,00	5,11%
RS55	52.676.400,00	52.582.200,00	-94.200,00	-0,18%
RS56	53.547.000,00	53.617.650,00	70.650,00	0,13%
RS57	62.817.160,00	63.769.832,00	952.672,00	1,52%
DBR 4 3/4 07/34	52.490.882,50	58.312.555,00	5.821.672,50	11,09%
GREECE 5 03/19	53.209.607,50	55.066.707,57	1.857.100,07	3,49%
POLAND4 1/2 02/13	51.575.706,00	52.620.213,61	1.044.507,61	2,03%
DRS1	55.502.150,00	63.474.520,55	7.972.370,55	14,36%
AB04	24.274.918,94	24.970.856,01	695.937,07	2,87%
AB07	24.879.863,75	25.373.388,25	493.524,50	1,98%
BCE7	24.569.134,98	25.531.507,75	962.372,77	3,92%
BCE8	19.747.688,81	20.536.369,00	788.680,19	3,99%
CIM1	45.951.682,88	49.135.847,73	3.184.164,86	6,93%
FB09	45.917.543,44	48.008.217,64	2.090.674,21	4,55%
MEO1	45.551.113,48	47.819.156,98	2.268.043,51	4,98%
PBS5	45.700.871,81	46.976.776,39	1.275.904,58	2,79%
PRB6	25.253.600,75	25.790.248,75	536.648,00	2,13%
PRB7	25.325.473,25	25.446.934,42	121.461,17	0,48%
ZT01	47.726.933,63	51.684.457,40	3.957.523,78	8,29%
Vrednost reinvestiranih kuponov	27.845.913,66	27.845.913,66	0,00	0,00%
Lastniški VP	69.140.500,00	69.140.500,00	0,00	0,00%
Depoziti	125.431.511,59	125.431.511,59	0,00	0,00%
<b>Skupaj</b>	<b>1.036.080.756,96</b>	<b>1.072.992.364,32</b>	<b>36.911.607,36</b>	<b>3,56%</b>
<b>Donosnost portfelja</b>				
<i>9 mesečna donosnost</i>	<b>3,61%</b>	<b>7,30%</b>	<b>3,69%</b>	
<i>9 mesečna donosnost na letni ravni</i>	<b>4,85%</b>	<b>9,88%</b>	<b>5,02%</b>	

Vir: Lastni izračun

Zavarovanci tako na podlagi objavljenih donosnosti pokojninskih skladov ne morejo primerjati uspešnost upravljavcev pokojninskih vzajemnih skladov na eni strani in uspešnosti upravljanja premoženja kritnih skladov pokojninskih družb in zavarovalnic. S tega vidika lahko primerjajo zgolj donosnost vzajemnih pokojninskih skladov. Tudi rezultati pokojninskih družb in zavarovalnic med seboj niso primerljivi, saj imajo pokojninski skladi, ki jih upravljajo le te, verjetno precej različen delež naložb, ki so vrednotene po odplačni vrednosti. Problem skušajo upravljavci pokojninskih skladov, ki nimajo statusa vzajemnega pokojninskega sklada, reševati z objavljanjem tako imenovanih tržnih donosnosti v medijih. Problem teh objav pa je v tem, da je verjetno metodologija izračuna teh donosov med posameznimi pokojninskimi družbami in zavarovalnicami precej

različna. Poleg tega je v interesu pokojninskih družb in zavarovalnic, da tržne donosnosti objavljajo v obdobjih, ko je njihova dosežena donosnost manjša od tržne. V obdobju pričakovane rasti obrestnih mer, pa za njih ne bo smiselno objavljati tržne donosnosti, ki bo manjša od dosežene.

Pri celotnem proučevanju vpliva vrednotenja dolžniških vrednostnih papirjev na donosnost pokojninskih skladov ne smemo pozabiti na dejstvo, da je donosnost posamezne dolžniške naložbe v celotnem obdobju od nakupa do zapadlosti naložbe enaka in ni odvisna od načina vrednotenja. Razlike se pojavljajo le v vmesnih obdobjih.

## 6. Sklep

Glede na pričakovana demografska in socialno-ekonomska gibanja se bodo pokojnine v primerjavi s plačami z leti zniževale, zato je dodatno pokojninsko zavarovanje nujno potrebno za zapolnitev pokojninske vrzeli. Pred reformo pokojninskega sistema je pokojnine v celoti zagotavljala država. Ljudje si še vedno ustvarjajo neutemeljena, lažna upanja o prejemkih ob upokojitvi. Kljub sedanji sorazmerno visoki vključenosti v dodatno pokojninsko zavarovanje bi bilo potrebno povišati povprečno premijo, problematični pa so tudi zaposleni v podjetjih v težavah, saj podjetja zanje ne sklepajo dodatnih pokojninskih zavarovanj. Davčne olajšave so namreč privlačne samo za uspešnejša podjetja, medtem ko za druga, predvsem iz delovno intenzivnih panog, zdajšnja ureditev davčnih olajšav ni dovolj stimulatívna. Ravno zaposleni v teh panogah pa bodo zaradi nizkih plač najbolj potrebovali dodatno pokojnino, da bi razbremenili socialni sistem.

Država mora zato odigrati odločilno vlogo pri tem, da se bodo spremembe, določene s pokojninsko reformo, postopoma ukoreninile v miselnost ljudi. Poleg tega je naloga države zagotovitev ugodnih razmer za kakovosten razvoj ponudnikov dodatnega pokojninskega zavarovanja. Po ocenah strokovnjakov je uvedba dodatnega pokojninskega zavarovanja v slovenskem prostoru bolj ali manj uspešna. Upravljalci so konec leta 2005 upravljali s 143 milijardami tolarjev sredstev, ki so namenjena dodatnim pokojninam, v sistem pa je vključenih nekaj manj kot polovica potencialnih zavarovancev.

V prvih letih od uvedbe reform so se pokazale tudi določene slabosti sedanje ureditve. Ena večjih pomanjkljivosti sedanjega sistema je neprimerljivost posameznih izvajalcev, ki na trgu ponujajo enak produkt. Za vzajemne pokojninske sklade na eni strani ter za zavarovalnice in pokojninske družbe na drugi strani namreč veljajo različni predpisi, poleg tega pa nadzor nad njimi izvršujejo različne nadzorne institucije. Za optimalno delovanje sistema bi bilo potrebno poenotiti

predpise glede obveščanja zavarovancev in poenotiti nadzor nad posameznimi izvajalci. Drugi večji problem, ki se utegne pokazati po preteku desetih let od uvedbe reforme, izhaja iz zakonskega določila, ki zavarovancem dodatnega pokojninskega zavarovanja omogoča dvig vplačil po desetih letih od prvega vplačila. Premajhna ozaveščenost zavarovancev lahko povzroči množično izstopanje iz dodatnega pokojninskega zavarovanja in preusmeritev sredstev iz varčevanja v tekočo porabo.

Zakonodaja tudi omogoča različnim izvajalcem različne oblike vrednotenja zbranih sredstev. Donosnost je eden od pomembnih dejavnikov pri odločanju za posameznega izvajalca, potencialni zavarovanci pa nimajo možnosti primerjave uspešnosti posameznih upravljavcev, saj na podlagi podatkov, ki so jim dostopni, ne morejo objektivno oceniti, kateri izvajalec bo najbolj gospodarno upravljal z njihovimi sredstvi. Posamezni izvajalci sicer poročajo o uspešnosti svojega upravljanja, vendar so ti podatki zaradi različnih oblik vrednotenja neprimerljivi oziroma celo zavajajoči.

Razprave o posodobitvah računovodskih zavarovalnih standardov sicer kažejo, da obstaja velika verjetnost, da se bodo tudi sredstva in obveznosti zavarovalnic in pokojninskih družb v prihodnosti vrednotila po pošteni vrednosti. Ta sprememba bi pomenila po eni strani večjo primerljivost med posameznimi ponudniki, po drugi strani pa bi za zavarovalnice pomenila veliko spremembo v računovodskem poročanju, verjetno pa tudi v naložbeni politiki. Vrednotenje po odplačni vrednosti je namreč ena od možnosti, ki jo imajo zavarovalnice in pokojninske družbe, ki jim omogoča zmanjšati nihanje v donosnosti pokojninskih skladov in s tem zmanjšati tveganje nedoseganja minimalne zajamčene donosnosti.

Institut zajamčene donosnosti je bil vzpostavljen, ker je zakonodajalec želel zagotoviti pozitiven nominalni donos in s tem dati signal bodočim zavarovancem, da gre pri dodatnem pokojninskem zavarovanju za urejeno in varno obliko zagotavljanja finančne varnosti v tretjem življenjskem obdobju. Vendar je institut zajamčene donosnosti ekonomsko neučinkovit, kar se kaže v unificiranosti naložbene politike, ki prinaša relativno nizke donose. Optimalna struktura naložb slovenskih pokojninskih skladov vsebuje domače državne obveznice ter pušča še nekaj prostora za ostale dolžniške vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev. Ob trenutni minimalni zajamčeni donosnosti investiranje v višje deleže lastniških vrednostnih papirjev ni preudarna naložbena odločitev.

Predvsem za mlajše zavarovance ni optimalno, da bi vse življenje varčevali v obveznicah. Dolgoročno (nad 20 let) so delnice ob ustrezni razpršenosti manj tvegane in bolj donosne kot obveznice. Zato ni razumno, da bi mladi, ki bodo še precej časa varčevali, svoje prihranke vlagali predvsem v obveznice, saj to zanje

pomeni izgubo oportunitetnega donosa brez zagotovitve višje varnosti. Zavedati se je potrebno, da so pokojninski skladi le ena izmed možnosti vlaganja sredstev prebivalstva. Ljudje bodo v to obliko varčevanja oziroma zavarovanja vstopali le, če bodo ocenili, da je ta sistem stroškovno upravičen in je upravljanje z njihovim premoženjem bolj donosno od drugih vrst varčevanja s primerljivim tveganjem.

Pojavlja pa se vprašanje, ali je slovenski prostor dovolj zrel za premik proti manj rigoroznemu pokojninskemu sistemu, ki bi pomenil postopno ukinjanje instituta zjamčene donosnosti in začetek upravljanja premoženja po načelu preudarnosti. Zaradi nekoliko bolj skromnega poznavanja finančnih instrumentov s strani povprečnega slovenskega varčevalca v primerjavi z varčevalci držav z bolj razvitim finančnim sistemom, sta svetovanje in izobraževanje zavarovancev o tovrstnih produktih izredno pomembni.

Rešitev, ki bi omogočala zavarovancem bistveno večjo izbiro in prilagajanje posameznikovim potrebam, bi bila vzpostavitev vsaj dveh vrst pokojninskih skladov pri posameznem upravljavcu, ki bi se med seboj razlikovali po stopnji tveganja. Pri tem bi bila ohranjena garancija na bolj konzervativnih skladih, opustila pa bi se na bolj tveganih. S slednjimi bi upravljavci upravljali v skladu z načelom preudarnosti. V tem sistemu bi bilo potrebno zagotoviti enostaven in za zavarovance stroškovno ugoden prehod med različno tveganimi portfelji. Zavarovancem bi bila s tem zagotovljena možnost izbire, na trg dodatnih pokojninskih zavarovanj pa bi ta sistem prinesel večjo konkurenco, večjo primerljivost, zavarovanci pa bi začeli bolj aktivno spremljati poslovanje upravljavcev. Zdajšnje pasivno upravljanje pokojninskih skladov bi postalo bolj aktivno, kar bi posledično lahko vplivalo na razvoj kapitalskih trgov v Sloveniji.

Upravljanje pokojninskih skladov po načelu preudarnosti zahteva večjo stopnjo znanja upravljavcev, prav tako pa ta sistem od nadzornikov zahteva spremenjen, precej težji način nadzora. Varnost bi namreč še naprej morala ostati zelo pomemben dejavnik pokojninskega sistema.

Brez vpeljave dobro premišljenih sprememb bo višina sredstev, s katerimi bodo upravljali slovenski pokojninski skladi, narodnogospodarsko relativno nepomembna, dodatno pokojninsko zavarovanje pa ne bo postalo naložbeni produkt, ki bi reševal probleme obveznega pokojninskega zavarovanja. Spremembe bi morale biti skrbno načrtovane, njihov dolgoročen vpliv pa dobro preučen, saj nenehno spreminjanje zakonodaje na tem področju pri posameznikih in podjetjih, ki vplačujejo premije za svoje zaposlene, povečuje nezaupanje v sistem dodatnega pokojninskega zavarovanja.

## Literatura

1. Bailey Jeffery V.: Investment Policy: The Missing Link. Fabozzi Frank J. ed.: Pension Fund Investment Management. London : Mc Grab-Hill Book Company, 1997, str. 11-26.
2. Belič Damjan: Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v luči direktive 2003/41/EC. Ljubljana : Pravna praksa, 2003, 36-37, str. 11-13.
3. Belopavlovič Nataša et al.: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1) s komentarjem in podzakonskimi akti. Ljubljana : Gospodarski vestnik: Inštitut za delovna razmerja, 2000. 1306 str.
4. Bešter Helena: Pokojninska direktiva - prvi korak k evropskemu pokojninskemu trgu. 11. dnevi slovenskega zavarovalništva. Portorož : Slovensko zavarovalno združenje, 2004, str. 189-204.
5. Bogataj David: Pokojninski skladi in pokojninske družbe. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 118 str.
6. Commission of the European Communities: Green paper - Confronting Demographic Change: A New Solidarity between the Generations. COM (2005) 94. Brussels : Commission of the European Communities, 27 str.
7. Cvetko Aleksej: Pravice iz pokojninskega in invalidskega zavarovanja po novem zakonu in Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. Ljubljana : Bonex, 2000. 435 str.
8. European Commission: A Green paper - Supplementary Pensions in the Single Market. COM (97) 283. Brussels : European Commission, 1997: 19 str.
9. Fabozzi, Frank J.: Foundations of Financial Markets and Institutions. London : Prentice Hall Inc., 1994. 666 str.
10. Gorišek Jurij: Članstvo Slovenije v Evropski Uniji in zavarovalni nadzor. 11. dnevi slovenskega zavarovalništva. Portorož : Slovensko zavarovalno združenje, 2004, str. 29-47.
11. Grum Andraž: Dolžniški trg in regulativa do upravljavcev pokojninskih skladov. Bančni vestnik, Ljubljana, 2005, 10, str. 28-31.
12. Herič Boštjan: Upravljanje pokojninskih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002, 96 str.
13. Holzmann Robert et al.: Old-Age Income Support in the 21<sup>st</sup> Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform. Washington : The World Bank, 2005, 215 str.
14. Huber Rok: Koga izbrati? Kapital, Ljubljana, 2005a, (21.02.2005), str. 48-50.
15. Huber Rok: Nespremenjeno stanje. Kapital, Ljubljana, 2005b (21.02.2005), str. 54-56.
16. Ivanc Uroš: Optimalna struktura naložb pokojninskega sklada. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 145 str.

17. James Estelle: *New Systems for Old Age Security: Theory, Practice and Empirical Evidence*. The World Bank, 1996, 40 str.
18. Jenko Miha: *Almunia: Pokojninski sistem morate spremeniti*. Delo, Ljubljana, 2005, 64, str. 1.
19. Kovač Stanislav: *Public enemy: Nova medgeneracijska pogodba*. Finance, Ljubljana, 2005, 89, str. 8
20. Lindeman David C.: *The Evolution of Pension Systems in Eastern Europe and Cental Asia: Opportunities, Constraints, Dilemmas and Emerging Practices*. Washington, D.C. : The World Bank, 2000. 56 str.
21. Matejčič Katarina: *Skupna pokojninska družba se oddaljuje od tekmecev*. Finance, Ljubljana, 2005, 115, str. 22.
22. Matejčič Katarina: *Za večji donos in manjše tveganje*. Finance, Ljubljana, 2006, 21, str. 22.
23. *Mednarodni računovodski standardi 2001*, Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2001. 1357 str.
24. *Mednarodni standardi računovodskega poročanja 2004 z mednarodnimi računovodskimi standardi in pojasnili strokovnega odbora za pojasnjevanje, 2. dopolnjena izdaja*. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2006.
25. Mörec Barbara: *Uvedba poštene vrednosti v računovodenje v zavarovalnicah - Ali so kritike upravičene*. 12. dnevi slovenskega zavarovalništva. Portorož : Slovensko zavarovalno združenje, 2005, str. 339-352.
26. Novak Aleš: *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje*. Organizacija, Kranj, 35 (2002), 5, str 303-311.
27. Rednak Andreja: *Dovolj je bilo potuhe upravljavcem premoženja*. Finance, Ljubljana , 2006a, 21, str. 24.
28. Rednak Andreja: *Še veliko prostora za rast*. Finance, Ljubljana, 2006b, 21, str. 21.
29. Rust, John: *Main Points from World Bank Report on: Averting the Old Age Crisis*, The World bank, 2002, 15 str.
30. Sharpe Wiliam F.: *Asset Allocation. Second Edition*. Boston : Warren, Gorham&Lamount, 1990, Chapter 7, str. 1-71.
31. Skok Meta, Berk Aleš: *Država: inkubator za novi sistem*, Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 2005a (19.03.2005), str. 10.
32. Skok Meta, Berk Aleš: *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji*. Bančni vestnik, Ljubljana, 54 (2005b), 3, str. 17-24
33. *Slovenski računovodski standardi 2001, 3. izdaja*. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2004. 357 str.
34. Smith Jack L., Keith Robert M., Stephens William L: *Accounting Principles. Fifth Edition*. New York : McGraw-Hill, 1996, 1456 str.
35. Stolowy Herve: *Corporate Financial Reporting. First Edition*. London : Thomson Learning, 2002, 636 str.



36. Sutton Tim: Corporate Financial Accounting and Reporting. Harlow etc. : Financial Times Prentice Hall, 2000. 754 str.
37. Šurla Silvester: Ujetniki drugega stebra. Mag, Ljubljana, 2006, 11, str. 14-19.
38. The World Bank: Averting The Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth. Oxford : Oxford University Press, XXIII 1994. 402 str.
39. Turk Ivan et al.: Finančno računovodstvo. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 814 str.
40. Verdev Damir: Pasti odprave minimalne zajamčene donosnosti. Finance, Ljubljana, 2005, 88, str. 17.
41. Vittas 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.
42. Zagorc Željka: Pokojninskoplačna naveza ogroža pokojninsko blagajno. Finance, Ljubljana 2005, 166, str. 22.
43. Zagorc Željka: Prednost ima varnost vloženih sredstev. Finance, Ljubljana , 2006a, 21, str. 22.
44. Zagorc Željka: Zajamčena donosnost na prepihu. Finance: Ljubljana, 2006b, 21, str. 22
45. Žnidaršič Kranjc Alenka: Kako prevzeti odgovornost za lastno starost: prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 145 str.

## Viri

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004. Ljubljana, junij 2005, 43. str.
2. Agencija za zavarovalni nadzor: Letno poročilo o stanju na področju zavarovalništva in Letno poročilo o delu Agencije za zavarovalni nadzor za leto 2004, Ljubljana, Poročevalec, 2005, 52, str. 17-53.
3. Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council on the Activities and Supervision of the Institutions for Occupational Retirement Provision. Luxemburg, 03.06.2003.
4. Ministratvo za finance: Podatki za izračun minimalne zajamčene donosnosti na vplačano čisto premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. [URL:[http://www.sigov.si/mf/slov/vredn\\_papirji/izracun\\_min\\_don.htm](http://www.sigov.si/mf/slov/vredn_papirji/izracun_min_don.htm)], 23.03.2006.
5. Odredba o najvišjem dovoljenem odstotku vstopnih in izstopnih stroškov ter najvišji proviziji za upravljanje vzajemnega pokojninskega sklada (Uradni list RS, št. 58/00).
6. Organisation for Economic Co-operation and Development. [URL: [www.oecd.org/countrieslist/0,3025,en\\_33873108\\_33844430\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/countrieslist/0,3025,en_33873108_33844430_1_1_1_1_1,00.html)]; 29.04.2006.

7. Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti do dospelja državnih vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 120/05).
8. Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti državnih vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 138/04).
9. Pravilnik o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje (Uradni list RS, št. 21/01).
10. Sklep o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada (Uradni list RS, št. 109/01).
11. Sklep o podrobnejšem načinu vrednotenja knjigovodskih postavk in sestavljanju računovodskih izkazov (Uradni list RS, št. 95/02 in 30/03).
12. Sklep o podrobnejših pravilih naložb kritnega premoženja in premoženja kritnega sklada ter načinu in rokih poročanja (Uradni list RS, št. 3-57/2005).
13. Slovenski računovodski standardi (Uradni list RS št. 118/05)
14. Summaries of International Financial Reporting Standards (IFRS) an International Accounting Standards. [URL: <http://www.iasplus.com/standard/standard.htm>]; 15.11.2005.
15. The European Economic Area. [URL: <http://www.ukcosa.org.uk/pages/eealist.htm>]; 29.04.2006.
16. Uradni list RS, št. 117/05
17. Uranič Janez: Kratka predstavitev Mednarodnega računovodskega standarda 40. Gradivo za izobraževanje za pridobitev strokovnega naziva revizor. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, april 2004a. 6 str.
18. Uranič Janez: Kratka predstavitev Mednarodnih računovodskih standardov 32 in 39. Gradivo za izobraževanje za pridobitev strokovnega naziva revizor. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, april 2004b. 14 str.
19. Uranič Janez: O praktičnih primerih uporabe MRS 32 in 39. Gradivo za seminar, 11.02.2005, 108 str.
20. Vrankar Mateja: Izdelovanje konsolidiranih računovodskih izkazov. Gradivo za izobraževanje za pridobitev strokovnega naziva revizor. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, april 2004. 36 str.
21. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, uradno prečiščeno besedilo - ZPIZ-1-UPB2 (Uradni list RS št. 20/04).
22. Zakon o zavarovalništvu, uradno prečiščeno besedilo - ZZavar-UPB1 (Uradni list RS št. 102/04).