

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

SKLADI NEJAVNEGA LASTNIŠKEGA KAPITALA KOT ATERNATIVNA
NALOŽBA ZA POKOJNINSKE SKLADE

V Ljubljani, september 2009

Mitja OBERLINTNER

IZJAVA

Študent Mitja OBERLINTNER izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aljoše VALENTINČIČA, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovoljujem objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 29. 9. 2009

Podpis:

1. UVOD	1
1.1. Problematika magistrskega dela	1
1.2. Namen in cilji magistrske naloge	3
1.3. Metode raziskovanja in zasnova dela	5
2. TEMELJNE ZNAČILNOSTI SKLADOV NEJAVNEGA LASTNIŠKEGA KAPITALA	6
2.1. Razvoj skladov nejavnega lastniškega kapitala	6
2.2. Opredelitev skladov nejavnega lastniškega kapitala	8
2.3. Organizacijska struktura in pravnoorganizacijske oblike	11
2.4. Vrste skladov	15
2.4.1. Skladi tveganega kapitala	16
2.4.2. Prezemni skladi	17
2.5. Vrste vlagateljev	20
2.6. Investicijski cikel	22
2.6.1. Oblikovanje partnerskega sporazuma	22
2.6.2. Vlaganje in upravljanje z naložbami	26
2.6.3. Izstop iz naložb in likvidacija sklada	29
2.7. Tveganja, povezana z vlaganjem v sklade nejavnega lastniškega kapitala	30
2.8. Donosnost naložb v sklade nejavnega kapitala	31
2.9. Nadzor nad presežnimi denarnimi tokovi in omejitev problema agentov kot ključni dejavnik uspešnosti nejavnega lastniškega kapitala	35
3. POKOJNINSKI SKLADI IN STRATEGIJA UPRAVLJANJA NJIHOVIH NALOŽB	37
3.1. Splošno o pokojninskem zavarovanju	37
3.2. Pokojninska zavarovanja na kapitalski osnovi	39
3.2.1. Vrste pokojninskih načrtov	41
3.4. Osnovne vrste naložb pokojninskih skladov	44
3.4.1. Obveznice	44
3.4.2. Delnice	44
3.4.3. Gotovina, kratkoročni depoziti in kratkoročni dolžniški vrednostni papirji	45
3.4.4. Hipotekarna in druga posojila	45
3.4.5. Alternativne naložbe	45
3.5. Donosnost in tveganje naložb pokojninskih skladov	46
3.6. Dejavniki naložbene politike	49
3.6.1. Davčna ureditev	49
3.6.2. Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov	50
3.6.3. Obveznosti in zrelost sklada	50
3.6.4. Omejitve oz. zakonsko urejanje	51
3.7. Strateška alokacija naložb in struktura naložb pokojninskih skladov	52

4. UPRAVLJANJE POKOJNINSKIH SKLADOV Z NALOŽBAMI V SKLADE NEJAVNEGA LASTNIŠKEGA KAPITALA	53
4.1. Cilji investiranja v sklade nejavnega lastniškega kapitala	53
4.2. Značilnosti trga skladov	54
4.3. Proces investiranja pokojninskih skladov v sklade nejavnega lastniškega kapitala	56
4.4. Nadzor nad poslovanjem skladov	59
4.5. Upravljanje z likvidnostjo	61
4.6. Vrednotenje naložb v skladih nejavnega lastniškega kapitala	64
5. NALOŽBE POKOJNINSKIH SKLADOV V NEJAVNI LASTNIŠKI KAPITAL V EVROPSKI UNIJI IN SLOVENIJI	67
5.1. Vloga nejavnega lastniškega kapitala v naložbenih politikah evropskih pokojninskih skladov	67
5.2. Razvoj in naložbena politika slovenskih pokojninskih skladov	68
5.3. Skladi nejavnega lastniškega kapitala v Sloveniji	74
6. SKLEP	77
LITERATURA	80
VIRI	82

1. UVOD

1.1. Problematika magistrskega dela

Pokojninski skladi so dolgoročni institucionalni investitorji, ki zbirajo, združujejo in vlagajo sredstva zato, da bodo v prihodnosti izplačevali obveznosti do upravičencev v obliki pokojnin. S tem zagotavljajo posameznikom možnost varčevanja v njihovi delovni dobi, da bi lahko zadostili finančnim potrebam po njihovi upokojitvi (Davis, Steil, 2001, str. 15). V zadnjih dveh desetletjih se je zaradi naraščajočega obsega sredstev v upravljanju in zaradi spreminjanja strukture naložb v korist lastniških vrednostnih papirjev pomen pokojninskih skladov na kapitalskem trgu kljub trenutni finančni in gospodarski krizi močno povečal. Tako je tehtano povprečje vrednosti pokojninskih skladov OECD držav v letu 2007 111% njihovega BDP. Realno rast vlaganj v pokojninske sklade lahko pričakujemo tudi v bodoče še posebej v EU, kjer pokojninski skladi še ne dosegajo obsega, značilnega za razvite pokojninske sisteme (Ivanc, 2004, str. 66).

Višina izplačil upravičencem pokojninskih skladov je poleg višine vplačil odvisna od donosov njihovih pokojninskih skladov. Pokojninski skladi, ki vlagajo v netvegane naložbe, bodo izplačevali nižje pokojnine od skladov z bolj tveganimi in donosnejšimi naložbami. Struktura naložb pokojninskih skladov se med državami močno razlikuje. Anglosaksonski pokojninski skladi, kjer ni omejitev pri vlaganju pokojninskih skladov in imajo zato precejšen delež sredstev naložen v lastniške vrednostne papirje, dosegajo višje stopnje donosnosti in tako zagotavljajo ob enakih vplačilih večje pokojnine kot v kontinentalni Evropi, kjer zakonodaja v večji meri omejuje vrste in obseg vlaganj pokojninskih skladov. Del sredstev pokojninski skladi običajno vlagajo tudi v visokodonosne in visokotvegane naložbe, med katerimi so med najpomembnejšimi skladi nejavnega lastniškega kapitala. V ZDA so pokojninski skladi v obdobju 1992-2001 vložili v sklade nejavnega lastniškega kapitala povprečno 7% (Lerner 2005, str.33), v Evropi pa je ta delež manjši.

V zadnjem desetletju so vlaganja v sklade nejavnega lastniškega kapitala beležila izjemno rast. V letu 1991 so investitorji v dejavnost vložili za 10 mld USD sredstev, leta 2000 pa je znesek narasel na 160 mld USD. Visoko rast doživlja dejavnost tudi v Evropi. Tako so skladi nejavnega lastniškega kapitala po podatkih EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) v letu 1996 investirali za 6,8 mld EUR sredstev, obseg vlaganj pa je dosegel vrh v letu 2007 z rekordnimi 73,8 mld EUR. Finančna kriza je zavrla hitro rast obsega investicij dejavnosti, naložbe skladov so se tako v letu 2008 znižale za 27% na 54,1 mld EUR, vendar pa je vrednost novoustanovljenih skladov ostala na enakem nivoju kot v letu 2007, kar kaže na velik interes vlagateljev kljub finančni in gospodarski krizi.

Družbe nejavnega lastniškega kapitala so se predvsem zaradi odmevnih prevzemov in velikih sredstev, ki jih upravljajo, premaknile iz obrobja v sam center kapitalističnega

sistema. Zato se za te družbe pogosto uporablja sinonim »kralji kapitalizma«. Blackstone, vodilna svetovna družba zasebnega kapitala, v 35 do 40 družbah zaposluje preko 300.000 oseb z letnimi prihodki preko 50 mld USD, med večjimi naložbami te družbe pa so bile med drugimi tudi Hilton Hotels Corporation, Legoland in Madame Tusauds. Največje družbe zasebnega kapitala zaposlujejo številne znane osebnosti iz politike in gospodarstva, tako na primer z družbo Carlyle sodeluje George Bush starejši, John Major, bivši britanski premier in Fidel Ramos, bivši predsednik Filipinov (The Economist, 25.11.2004).

Nejavni lastniški kapital (private equity) predstavlja naložbe v lastniške vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na javnih trgih. Namenjen je lahko razvoju novih tehnologij in proizvodov, rasti podjetja, za prevzeme ali za izboljšanje bilance stanja. Prodaje deležev v družinskih podjetjih in managerski odkupi pogosto potekajo preko finančnih družb, specializiranih za vlaganje v nejavni lastniški kapital. V grobem v nejavni lastniški kapital uvrščamo tvegani kapital (venture capital) in prevzemni kapital (buyout capital). Tvegani kapital je namenjen financiranju razvoja poslovne ideje, ustanovitve in zgodnjega razvoja podjetij ter rasti perspektivnih podjetij iz hitro rastočih panog, cilj prevzemnega kapitala pa je prevzem, sanacija ali razvoj že uveljavljenih podjetij. Skupaj s hedge skladi se uvrščajo med alternativne naložbe (Bance, 2004, str. 1).

Institucionalni vlagatelji običajno v nejavni lastniški kapital ne vlagajo direktno, saj za tovrstna vlaganja nimajo znanja, izkušenj in kadra, temveč posredno preko skladov. Značilna pravnoorganizacijska oblika skladov nejavnega lastniškega kapitala (private equity funds) je komanditna družba, skladi so časovno omejeni večinoma na dobo 10-ih let, tudi število vlagateljev v posamezni sklad je omejeno, minimalen vložek (izjema so skladi skladov) pa visok (najmanj 500.000 USD ali več). Skladi vlagajo v družbe na različnih stopnjah razvoja. Glede na usmerjenost skladov pa jih lahko uvrstimo v sklade tveganega kapitala, prevzemne sklade in druge sklade z manj značilnimi oblikami naložb. Prevzemni skladi bistveno presegajo obseg skladov tveganega kapitala in so s tega vidika tako za vlagatelje, kot same finančne družbe večjega pomena. V letu 2006 so družbe zasebnega kapitala v Evropi namenile 50,3 mld EUR za prevzeme, 17,3 mld EUR pa vložile kot tvegani kapital. (EVCA, 2007, str. 7). Skladi z manj značilnimi oblikami naložb v strukturi ne predstavljajo pomembnejšega deleža.

Pokojninski skladi so najpomembnejši vlagatelji v sklade nejavnega lastniškega kapitala. Tako so ameriški pokojninski skladi v letu 2002 zagotavljali kar 45,4% vseh sredstev skladov nejavnega lastniškega kapitala (Lerner 2005, str. 33), v Evropi pa je ta delež nekoliko nižji in je v letu 2006 dosegel 25,7 % (EVCA, 2007, str. 6).

Dejavnost je zaradi pomanjkanja ustreznih podatkov dokaj slabo raziskana. Pomemben razlog za takšno stanje je dejstvo, da so javno dostopni podatki o poslovanju nejavnih lastniških skladov skromni, saj le-ti niso zavezani zakonodaji, ki velja za javne družbe ali vzajemne sklade, upravljavci skladov pa niso zainteresirani za posredovanje informacij v

zvezi s poslovanjem skladov in družb, ki jih imajo v upravljanju širši javnosti (Loos, 2005, str. 4).

Slovenija je leta 2004 postala polnopravna članica EU, slovensko gospodarstvo je močno vpeto in povezano z gospodarstvi ostalih članic EU, Slovenija je v EU v letu 2008 po začasnih podatkih Statističnega urada Republike Slovenije izvozila 69% celotnega izvoza, uvozila pa 78% celotnega uvoza. Tudi pokojninski sistem je z reformo postal primerljiv drugim evropskim pokojninskim sistemom, dodatno pokojninsko zavarovanje pa se z večanjem števila zavarovancev in povečevanjem obsega sredstev, ki jih upravljajo pokojninski skladi, do hitro razvija. Vlada želi zagotoviti primerne in vzdržne pokojnine tudi s povečanjem števila zavarovancev s spodbudami za prostovoljno pokojninsko zavarovanje (Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve, 2007, str. 10), kar bo dodatno povečevalo finančno moč pokojninskih skladov. Kljub reformi pokojninskega sistema in delovanju pokojninskih skladov, ki v primerljivih državah običajno del sredstev vlagajo v nejavni lastniški kapital, pa je naložbena politika pokojninskih skladov izjemno konzervativna in usmerjena v nizko tvegane naložbe. Tako delež obveznic, depozitov in gotovine slovenskih pokojninskih skladov po stanju 31.12.2008 presega 80% vseh naložb. Skladi nejavnega kapitala so redki in slabo razviti, pokojninski skladi pa nezainteresirani za tovrstna vlaganja.

Skladi nejavnega lastniškega kapitala so privlačna naložbena možnost za institucionalne lastnike in druge velike vlagatelje, ki želijo povečati donosnost svojih naložb. Pokojninski skladi, ki so v ZDA najpomembnejši vlagatelj v to obliko kapitala, v Sloveniji dosegajo nizke donosnosti, saj je velik del njihovih naložb usmerjen v nizko donosne naložbe. Zato se postavljajo vprašanja, kakšne so zakonske omejitve, ali je v Sloveniji razvita infrastruktura za tovrstne naložbe, kakšne so perspektive in priložnosti za ustanavljanje tovrstnih skladov in vlaganje vanje?

1.2. Namen in cilji magistrske naloge

Namen naloge je predstavitev skladov nejavnega lastniškega kapitala kot vrste alternativnih naložb, cilj naloge pa je ugotoviti, ali so skladi nejavnega lastniškega kapitala primerna naložbena oblika za pokojninske sklade.

Vlaganje v nejavni lastniški kapital, kot ga poznajo v državah z razvitimi finančnimi sistemi, se je v Sloveniji šele začelo razvijati. Skladi nejavnega lastniškega kapitala, ki so v Sloveniji običajno d.o.o., kar je netipična organizacijska oblika za tovrstne sklade, vlagajo večinoma v tvegani kapital, s prevzemi družb, ki v državah z bolj razvitim trgom skladov nejavnega kapitala bistveno presega vlaganja v tvegani kapital, pa se praktično ne ukvarjajo.

V Sloveniji je bilo izvedenih nekaj raziskav s področja tveganega kapitala s podjetniškega vidika, v katerih so avtorji preučevali ustreznost, razpoložljivost, obseg in druge značilnosti tveganega kapitala kot vira financiranja za perspektivna mala in srednja podjetja (npr. Glas

et al., 2002), zelo redke raziskave pa so se ukvarjale s skladi nejavnega lastniškega kapitala z vidika vlagateljev. Zaradi aktualnosti, pomembnosti in v Sloveniji strokovno skromno obdelanega področja, se želim v magistrskem delu osredotočiti na dejavnost skladov nejavnega kapitala in zajeti tako sklade tveganega kapitala kot tudi prevzemne sklade z vidika pokojninskih skladov. Področje je aktualno tudi za druge velike investitorje, kot so zavarovalnice, banke in podjetja, zakonodajalca in družbe, ki iščejo bodisi tvegani kapital bodisi prevzemne vire.

V magistrskem delu želim raziskati vlogo nejavnega kapitala, razloge za njegovo silovito rast v svetu, dejavnike, ki prispevajo k uspešnosti njihovih naložb, razloge za njegovo odsotnost v Sloveniji in oceniti perspektive. Veliki slovenski vlagatelji se namreč kljub naraščanju razpoložljivih sredstev izogibajo investiranju v to obliko kapitala, čeprav jim finančni tokovi dopuščajo dolgoročne investicije.

V magistrskem delu sistematično predstavljam sklade nejavnega lastniškega kapitala kot pomembno obliko alternativnih naložb z visokimi stopnjami rasti, ki so primerne za dolgoročne institucionalne vlagatelje. Dejavnost je v svetu, še posebej pa v Sloveniji, malo poznana, zato bo delo predstavljalo dobro izhodišče za spoznavanje in globlje razumevanje naložb tudi za državno upravo, ki bo sodelovala pri usklajevanju nacionalne zakonodaje na področju neharmoniziranih skladov z usmeritvami EU. Naloga bo zanimiva tudi za vse, ki jih zanima tvegani kapital, saj je le-ta del skupine skladov nejavnega lastniškega kapitala, ki s prevzemnimi skladi deli številne skupne značilnosti.

Temeljna teza magistrskega dela je, da Slovenija zaostaja na področju razvoja dejavnosti nejavnega lastniškega kapitala in da le-ta ni razvita zaradi neugodne davčne zakonodaje, zaradi sistema pokojninskega zavarovanja, ki ne vzpodbuja upravljavcev k doseganju višjih donosov in omejuje institucionalne vlagatelje pri naložbenih odločitvah, zaradi slabo razvitega kapitalskega trga, ki ne omogoča izstopa skladov z javno prodajo delnic in zaradi pomanjkanja usposobljenih upravljavcev. Naložbe v nejavni tvegani kapital bi slovenskim pokojninskim skladom prinašale višjo donosnost naložb, po drugi strani pa povečale rast in izboljšale učinkovitost gospodarstva. Pri tem ne gre spregledati razmišljanj EU po zagotovitvi skupne finančne strukture tudi za neharmonizirane sklade, kamor se uvrščajo tudi skladi nejavnega lastniškega kapitala (Komisija evropskih skupnosti, 2006, str. 13). Naložbe v sklade nejavnega lastniškega kapitala bi bila primerna naložbena oblika za slovenske pokojninske sklade, saj povečujejo razpršenost in donosnost portfelja, vendar jih zaradi nerazvitosti tako pokojninskega trga kot tudi trga skladov nejavnega lastniškega kapitala, zakonodajnih omejitev, in drugih razlogov, ki jih bom raziskal v nalogi, upravljavci ne vključujejo v portfelje pokojninskih skladov. Donosi so zato nizki, pokojnine zavarovancev pa zaradi dolgega obdobja, v katerem se vplačujejo premije, precej nižje, kot bi bile ob aktivnejšem upravljanju in nekoliko bolj tvegani naložbeni strukturi.

1.3. Metode raziskovanja in zasnova dela

Metoda dela temelji na preučevanju teoretičnih podlag iz temeljne strokovne literature, raziskav domačih in tujih avtorjev in člankov ter prispevkov iz strokovnega področja, ki se osredotočajo na posamezne teme tako s področja pokojninskih skladov, kot tudi skladov nejavnega lastniškega kapitala. Podatke o donosnosti skladov, obsegu in strukturi njihovih naložb sem črpal iz baz podatkov združenj tveganega in nejavnega kapitala, statističnih uradov in drugih vladnih institucij, dokumentacije EU, spletnih strani pokojninskih družb, biltenov in strokovnih revij. Po preučitvi ključnih značilnosti skladov nejavnega lastniškega kapitala in pokojninskih skladov in na podlagi analize zbranih podatkov sem sintetiziral ugotovitve o naložbenih strategijah evropskih in slovenskih pokojninskih skladov in ocenil pomen njihovih naložb v sklade nejavnega lastniškega kapitala. Pri preučevanju vzrokov za slabo razvitost trga nejavnega lastniškega kapitala v Sloveniji sem preučil slovensko zakonodajo, davčni sistem in dejavnike oblikovanja naložbene politike pokojninskih skladov. Pri ocenjevanju razvoja dejavnosti sem se oprl na dokumente EU, ki obravnavajo pokojninske sklade in njihovo naložbeno politiko z vidika nejavnega kapitala.

Magistrsko delo sem razdelil na pet poglavij. V drugem poglavju predstavljam celotno dejavnost skladov nejavnega lastniškega kapitala, glavne udeležence in temeljne mehanizme delovanja. Dejavnost je heterogena in se v grobem deli na sklade tveganega kapitala in prevzemne sklade, vendar imajo naložbe številne skupne značilnosti. Dejavnost je smiselno obravnavati celovito tudi zaradi podatkov, ki niso vedno ločeni glede na vrsto naložb. Predstavljam temeljne značilnosti skladov, finančno strukturo, strukturo vlagateljev, razmerje med vlagatelji in upravljavci in donose, ki jih dosegajo tovrstni skladi. Prikazujem mehanizme, s katerimi družbe nejavnega kapitala dosegajo visoke donose in predstavljam teoretične podlage za njihovo uspešnost. Posebno pozornost namenjam dejavnikom dodane vrednosti prevzemnih skladov in vlogi finančnega vzvoda pri uspešnosti prevzemnih družb.

V tretjem poglavju se ukvarjam s pokojninskimi skladi, oblikovanjem njihove naložbene strategije, odnosom do donosnosti in tveganja. Raziskal sem najpomembnejše dejavnike, ki vplivajo na njihovo naložbeno politiko.

V četrtem poglavju sem se osredotočil na vlaganje pokojninskih skladov v nejavni kapital. Predstavljam značilnosti trga in pomembnost izbora ustreznega upravljavca skladov. Za tovrstne naložbe je značilno, da imajo v prvih letih negativne donose, kar negativno vpliva na bilanco stanja in rezultate poslovanja vlagateljev, zato bom raziskal problematiko vrednotenja tovrstnih naložb. Prikažem še oblike in možnosti nadzora nad poslovanjem skladov nejavnega lastniškega kapitala.

V zadnjem poglavju najprej predstavljam značilnosti, položaj in trende na področju pokojninskih skladov v Evropski uniji, potem pa se osredotočam na problematiko pokojninskih skladov v Sloveniji. Ocenjujem naložbene možnosti pokojninskih družb v

sklade, analiziram razloge za nizek obseg tovrstnih naložb in podajam predloge za izboljšanje stanja.

2. TEMELJNE ZNAČILNOSTI SKLADOV NEJAVNEGA LASTNIŠKEGA KAPITALA

2.1. Razvoj skladov nejavnega lastniškega kapitala

Začetek razvoja dejavnosti skladov nejavnega lastniškega kapitala izhaja iz ZDA, kjer je bila leta 1946 ustanovljena prva družba nejavnega lastniškega kapitala. Družba ARD (American Research and Development), organizirana kot javna družba, je investirala v majhne, visoko tvegane družbe, ki so temeljile na tehnologiji, razviti med II. svetovno vojno (Lerner, Gompers, 2006, str. 2). Prvi sklad nejavnega lastniškega kapitala, organiziran kot komanditna družba, je bil ustanovljen leta 1958, vendar pa je še v 60-ih in 70-ih letih organizacijsko prevladoval tip zaprtega investicijskega sklada (closed end fund) in investicijske družbe za mala podjetja (small business investment company) (Lerner, Gompers, 2006, str. 8). Vlaganje v tem obdobju je bilo osredotočeno na tvegani kapital (venture capital), obseg vloženih sredstev pa je bil precej nizek.

Dejavnost skladov nejavnega lastniškega kapitala je v ZDA občutno porasla v poznih 70-ih in 80-ih prejšnjega stoletja z liberalizacijo vlaganj pokojninskih skladov tudi v visoko rizične naložbe, vključno s skladi nejavnega kapitala. V tem času se je kot prevladujoča organizacijska oblika pojavila komanditna družba. V 80-ih so se vse bolj uveljavljale finančne družbe, ki so upravljale prevzemne sklade in dosegle vrh v letu 1989, ko so prevzemi tovrstnih skladov dosegli 65,7 mld USD in predstavljali kar 20,3% vseh prevzemov.

Vrsta dejavnikov je pozitivno vplivala na obseg vlaganj v sklade nejavnega kapitala v ZDA tudi v 90-ih letih. Ponudba sredstev se je povečevala z rastjo premoženja institucionalnih vlagateljev, povečal se je tudi delež naložb, ki so ga ti namenjali za bolj tvegane naložbe, pa tudi razvit trg kapitala je omogočal skladom lahek izhod z javno ponudbo delnic. V tem času je hitro razvijajoča se tehnološka industrija zagotavljala velike možnosti za sklade nejavnega lastniškega kapitala. Rasli so tako skladi tveganega kapitala, kot tudi prevzemni skladi in dosegli rekordne vrednosti v letih 1999 in 2000. Število skladov in sveži prilivi v dejavnost so se občutno povečali, na trgu so se pojavili novi, neizkušeni upravljavci, kar je vodilo v manj premišljene naložbe, slabe investicijske odločitve, nižanje donosnosti in upad dejavnosti, ki je po borznem zlomu internetnih podjetij leta 2000 doživel kolaps.

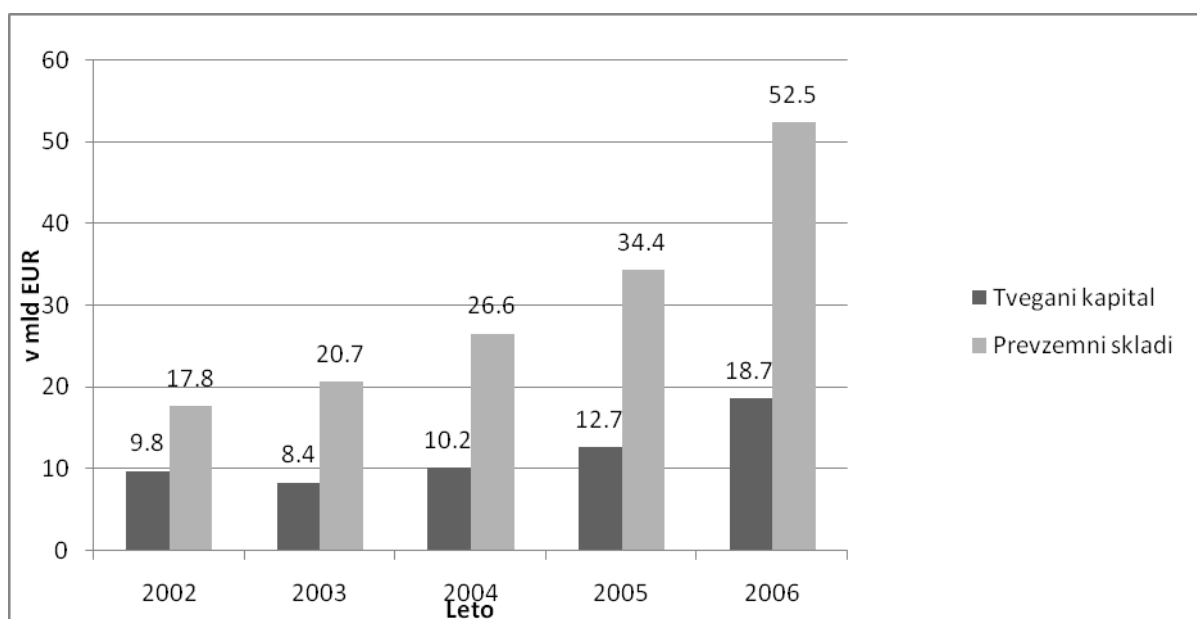
Po letu 2004 je obseg nejavnega kapitala začel ponovno močno naraščati in v letu 2006, zaradi visokih donosov in postopnega zmanjševanja naložbenih omejitev institucionalnih skladov, dosegel rekorden obseg dejavnosti ter potrditev družb nejavnega kapitala kot

pomembnega dejavnika na trgu kapitala. V tem letu je v svetu delovalo več kot 6.000 skladov nejavnega lastniškega kapitala, ki so upravljali s 700 mld USD vloženih sredstev in imeli sklenjene pogodbe še za dodatnih 700 mld USD nevpoklicanih sredstev (2006 Private Equity Intelligence Ltd, 2006, str. 8). Zaradi finančne krize, ki se je začela v ZDA na področju drugorazrednih hipotekarnih posojil in strukturiranih produktov, so se razmere v 2. polovici 2007 občutno poslabšale. Banke so zaostrele posojilne pogoje in niso bile več pripravljene financirati dejavnosti skladov v tako velikem obsegu, vlagatelji so zaradi negativnih gibanj na svetovnih borzah vrednostnih papirjev postali previdnejši, občutno zmanjšale pa so se tudi možnosti izstopa skladov iz naložb z javno prodajo.

Skladi dosegajo v ZDA in Angliji tradicionalno velik obseg vlaganj, v zadnjih letih pa je dejavnost skokovito rasla tudi v Evropi in Aziji. V letu 2005 se je vrednost investicij skladov nejavnega lastniškega kapitala glede na leto prej povečala za 23% in dosegla 135 mld USD, kar predstavlja 0,31% svetovnega BDP. 40% sredstev je bilo investiranih v Evropi, 35% v Severni Ameriki, 22% v Aziji in 3% na ostalih celinah (PriceWaterhouseCoopers, 2006, str. 15).

Skladi nejavnega kapitala so v Evropi v zadnjih letih doživeli velik vzpon. Tako se je obseg investicij iz leta 2002 v višini skupaj 27,6 mld EUR povišal na 71,2 mld EUR v letu 2006. Prezemni skladi so rasli z občutno večjo dinamiko kot skladi tveganega kapitala.

Slika št. 1: Investicije evropskih skladov nejavnega lastniškega kapitala v letih 2002 do 2006



Vir : Private Equity Statistics, EVCA, 2007, str. 5

Razvitost in obseg skladov nejavnega lastniškega kapitala se med evropskimi državami precej razlikuje. Najrazvitejša je Velika Britanija, kjer so per capita vlaganja primerljiva z vlaganji v ZDA, sledijo Švedska in Francija, manj tovrstnih vlaganj pa je v srednji in vzhodni Evropi.

Tabela št. 1: Delež naložb skladov nejavnega lastniškega kapitala v BDP v Evropi leta 2008

Država	Delež v BDP v letu 2008
Velika Britanija	1,24%
Švedska	1,02%
Francija	0,45%
Madžarska	0,42%
Nizozemska	0,30%
Nemčija	0,28%
Romunija	0,20%
Italija	0,19%
Španija	0,19%
Poljska	0,17%
Avstrija	0,11%
Irska	0,04%
Češka	0,03%

Vir: EVCA, Annual Survey 2008, <http://www.evca.eu/knowledgecenter>

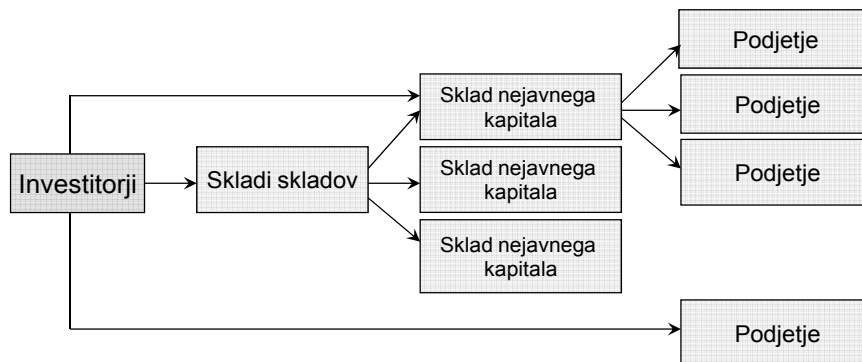
Kljub hitri rasti in pomembni vlogi skladov nejavnega lastniškega kapitala, so strokovna literatura in raziskave s tega področja dokaj skromne. Pomemben razlog za takšno stanje je dejstvo, da so javno dostopni podatki o poslovanju skladov skromni, saj le-ti niso zavezani zakonodaji, ki velja za javne družbe ali vzajemne sklade, upravljavci skladov (General Partners) pa niso zainteresirani za posredovanje informacij v zvezi s poslovanjem skladov in družb, ki jih imajo v upravljanju, širši javnosti.

2.2. Opredelitev skladov nejavnega lastniškega kapitala

Nejavni lastniški kapital je kapital podjetij v različnih razvojnih fazah, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu (Mueller, 2008, str. 11). Mala in srednja podjetja, še posebej če gre za visoko tehnologijo, v zgodnji fazi razvoja za razvoj potrebujejo dodatne vire. Zaradi visokih tveganj so pripravljene v tovrstna podjetja investirati le specializirani investitorji z znanjem in izkušnjami iz hitrorastočega visokotehnološkega sektorja, ki imajo aktivno vlogo in dober nadzor nad podjetjem. Tudi prestrukturiranje velikih, uveljavljenih družb je povezano s

številnimi tveganji, ki jih investitorji lahko nadzorujejo in uspešneje zmanjšujejo takrat, ko se z delnicami ne trguje na trgu, zato jih v času prestrukturiranja ne uvrstijo na borzo oz. jih v primeru, da gre za javno družbo, umaknejo iz organiziranega trga.

Slika št. 2: Možnosti vlaganja v nejavni lastniški kapital



Vir: Bance, 2004, str. 11

Vlagatelji se lahko odločajo med številnimi neposrednimi in posrednimi možnostmi vlaganja v nejavni kapital. V nejavne družbe lahko vlagajo direktno z nakupom deležev kot poslovni angeli, ki svoja sredstva kot tvegani kapital vlagajo predvsem v majhna in srednja visokotehnološka podjetja.

Druga možnost je vlaganje v sklade nejavnega lastniškega kapitala, ki zbirajo sredstva vlagateljev in jih vlagajo v omejeno število nejavnih družb. Skladi so sposobni zagotoviti bistveno večja sredstva, kar jim zagotavlja možnost vlaganja tudi v zelo velika podjetja, bistvena prednost skladov pa je tudi boljša razpršitev naložb. Vlagatelji v tem primeru prepustijo upravljanje naložb v nejavni kapital upravljavcem sklada, s čemer se odpovedo deležu dobička, poravnati pa morajo tudi upravljavsko provizijo. Vlaganje v sklade je najpogostejši način vlaganja institucionalnih investitorjev v nejavni lastniški kapital, saj ti investitorji sami ne razpolagajo z ustreznim znanjem za uspešno izbiro primernih družb, prav tako pa tudi nimajo virov za njihov nadzor (Lerner, Scholar, Wong, 2006, str. 7). Nekateri institucionalni vlagatelji v nejavni lastniški kapital vlagajo neposredno, kot na primer danski pokojninski skladi, pri katerih je v letu 2004 79,2% naložb v nejavni kapital investiranih neposredno (Nielsen, 2008, str. 12).

Investitorji lahko vlagajo v nejavna podjetja še preko skladov skladov. V tem primeru so lahko vložki nižji, tveganje pa bolj razpršeno, saj skladi skladov vlagajo v sklade z različnimi naložbenimi politikami, upravljavskimi stili, geografskimi usmeritvami...

Sklade nejavnega lastniškega kapitala lahko opredelimo kot finančne posrednike, ki zbirajo finančna sredstva institucionalnih lastnikov, univerz in drugih večjih investorjev ter jih vlagajo v družbe, ki ne kotirajo na javnem trgu kapitala oz. jih skladi po prevzemu iz njih umaknejo. Specializirani so za financiranje visoko tveganih in potencialno visokodonosnih družb, saj imajo znanje in izkušnje, s katerimi minimalizirajo informacijske probleme in s tem znižajo tveganja s skrbnim pregledom pred vložkom v družbo in kasnejšim močnim nadzorom. Te družbe so za zniževanje tveganja razvile specialna orodja, kot so podrobni pregledi pred prevzemom, sindiciranje in postopno vlaganje, skrben nadzor poslovanja...

Naložbe nejavnega kapitala se običajno uvrščajo med alternativne naložbe. Gre za eno najdražjih oblik kapitala, prejemniki vložkov na tem trgu pa so večinoma družbe, ki si ne morejo zagotoviti financiranja na javnem lastniškem ali dolžniškem trgu kapitala.

Vložki so lahko namenjeni razvoju poslovne ideje, ustanovitvi in razvoju perspektivnih podjetij iz hitro rastočih panog, v zadnjem desetletju pa se je pretežni del nejavnega lastniškega kapitala usmeril v prevzeme podjetij. Poleg obeh navedenih oblik vlaganja poznamo še nekatere druge oblike, ki pa ne predstavljajo pomembnejših deležev dejavnosti in večinoma predstavljajo dopolnitev naštetim osnovnim oblikam vložkov. Naložbe se razlikujejo tako po obsegu investicij kot tudi po tveganosti naložb. Tveganost sklada, ki običajno obsega 20-30 naložb (Grabenwarter, 2005, str. 4) je tako odvisna od strukture naložb sklada. Sklad, ki zagotavlja semenski kapital, je tako bolj tvegan, kot sklad, ki investira v kapital razvitih in uveljavljenih družb.

Skladi so le začasni lastniki, saj je njihov obstoj časovno omejen na povprečno deset let, po tem obdobju se dokončno dezinvestirajo in vložke vrnejo vlagateljem. Vloga skladov pri upravljanju je aktivnejša od drugih vlagateljev. Tako je cilj pri prevzemih javnih podjetij pridobiti takšen delež lastništva, ki jim omogoča umik družbe iz organiziranega trga vrednostnih papirjev in aktivno vlogo pri upravljanju podjetja.

Najpomembnejše funkcije skladov nejavnega lastniškega kapitala so naslednje (Meyer in Mathonet, 2005, str. 14):

- zbiranje sredstev investorjev in vlaganje v nejavne družbe,
- iskanje, ocenjevanje in izbira podjetij z velikimi potenciali rasti,
- zagotavljanje sredstev podjetjem za razvoj novih proizvodov in tehnologij, za večjo rast in razvoj, za prevzem,
- nadzorovanje, svetovanje in pregledovanje portfeljskih družb,
- iskanje možnosti izstopa in realizacije kapitalskih dobičkov pri prodaji naložb.

Bance (2004, str. 2) opredeli nejavni lastniški kapital kot investiranje v vrednostne papirje s pogajanjem, s čemer poudarja nestandardiziran pristop k naložbam, za katere je značilen poudarek na aktivnem upravljanju in dodajanju vrednosti s prestrukturiranjem in transformacijo.

Razmejitev pojmov tveganega kapitala (venture capital) in nejavnega lastniškega kapitala (private equity) pogosto ni dosledna. V preteklosti se je izraz nejavni lastniški kapital kot vrsta naložbe redkeje uporabljal v širšem pomenu, ki obsega tvegani kapital, odkupe družb in mezzanine financiranje, običajno se je kot nejavni lastniški kapital razumelo naložbe v večje prevzeme in mezzanine financiranje, ki niso vključevali naložb v podjetja v zgodnjih fazah razvoja, danes pa prevladuje definicija v širšem smislu. Nekateri avtorji uporabljajo izraza tvegani kapital in nejavni lastniški kapital kot sinonima razen v primeru, ko se želi izrecno poudariti posamezno vrsto naložbe. Opredelitev skladov nejavnega kapitala v širšem smislu je nejasna vsaj pri uvrščanju managerskih odkupov podjetij. Po eni strani bi managerski odkup glede na velikost in glede na aktivno upravljanje uvrstili med naložbe nejavnega lastniškega kapitala, po drugi strani pa se način financiranja bistveno razlikuje od financiranja, značilnega za nejavni lastniški kapital (Scheffczyk, 2006, str. 8).

2.3. Organizacijska struktura in pravnoorganizacijske oblike

Prvi skladi tveganega kapitala, ki so se začeli pojavljati v ZDA po drugi svetovni vojni, so najprej delovali kot zaprti investicijski skladi. Prvi sklad, organiziran kot komanditna družba, je bil ustanovljen 1958, sledilo mu je nekaj posnemovalcev, vendar je tovrstna pravnoorganizacijska oblika postala dominantna šele v 80-ih letih prejšnjega stoletja (Lerner et al, 2005, str. 10).

Skladi nejavnega lastniškega kapitala so danes organizirani v različnih pravnoorganizacijskih oblikah, ki je odvisna od davčnega položaja upravljavca in vlagateljev ter zakonodajne ureditve, ki so veljavne v posameznih državah. Prevladujoča pravnoorganizacijska oblika je komanditna družba (Limited Partnership), izjemoma pa so skladi organizirani še v obliki zaprtih investicijskih družb ali kot družbe z omejeno odgovornostjo (Mueller, 2008, str. 16).

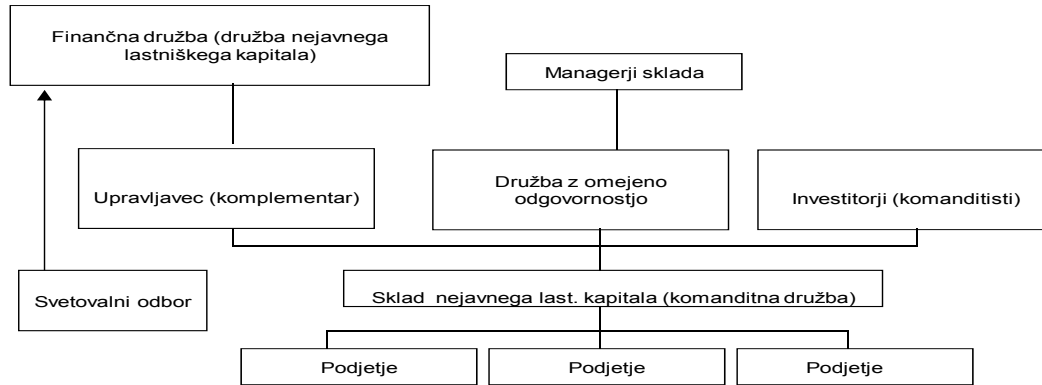
Komanditna družba je posebna vrsta družbe z neomejeno odgovornostjo z dvema vrstama družbenikov. Eden ali več družbenikov ima položaj komplementarja (General Partners), ki za obveznosti odgovarjajo upnikom družbe osebno in neomejeno ter imajo pravico in dolžnost voditi in zastopati družbo. Ob komplementarjih je v komanditni družbi eden ali več družbenikov, komanditistov (Limited Partners), ki za obveznosti družbe odgovarjajo upnikom le do višine določenega premoženjskega vložka. Vsi družbeniki z omejeno odgovornostjo imajo enake pravice in obveznosti (Kocbek, 2006, str. 546).

V strukturi sklada je običajno komplementar družba z omejeno odgovornostjo, ki jo ustanovi družba za upravljanje nejavnega lastniškega kapitala, saj bi bil neposredni vstop v sklad v vlogi komplementarja, ki je odgovoren s celotnim premoženjem, preveč tvegan (Lerner et al, 2005, str. 65). Ko je komanditna družba, v kateri je edini komplementar družba, pri kateri ni osebno odgovornih družbenikov ali so vsi komplementarji take družbe, govorimo o dvojni družbi (152. člen ZGD).

Prednosti komanditne družbe kot dvojne družbe so predvsem sledeče (Gradivo za vlado, 2006, str. 15):

- Komanditna družba v obliki dvojne družbe je že v osnovi družba, ki omogoča, da eden od družbenikov (komplementar - kapitalska družba) opravlja vlogo upravljavca družbe, drugi družbeniki (komanditisti), ki za obveznosti družbe ne odgovarjajo s svojim premoženjem, pa v družbo prispevajo predvsem kapital, nimajo pa pravice voditi poslov družbe. Prav tako lahko kapital v družbo vloži tudi komplementar - upravljavec družbe tveganega kapitala, kar je v mednarodni praksi običaj, saj upravljavec s tem dokazuje ostalim investitorjem predanost k uspešnemu upravljanju družbe tveganega kapitala, s tem pa poveča zaupanje investitorjev.
- Komanditna družba je osebna družba, za katero je značilno, da so družbeniki pri urejanju pravnih razmerij med njimi svobodni. Komanditna družba ponuja zelo velike možnosti fleksibilnega financiranja družbe tveganega kapitala, kot so na primer vplačila na vpoklic, pri čemer je odločilna predvsem svoboda urejanja pogodbenih razmerij. Podobno velja za izplačevanje sredstev, ki ni vezano na bilančni dobiček in zmanjšanje osnovnega kapitala, kot to velja za kapitalske družbe.

Slika št. 3: Značilna organizacijska struktura sklada nejavnega lastniškega kapitala



Vir: FSA, 2006, str. 17

Vlagatelji postanejo družbeniki z omejeno odgovornostjo, običajno nimajo pravice do upravljanja sklada, njihove možnosti izstopa iz naložbe pred njeno likvidacijo pa so minimalne. Managerji sklada običajno vodijo sklad preko posebne družbe z omejeno odgovornostjo.

Komanditno družbo evropski pravni sistemi uvrščajo med osebne družbe. Ureditve komanditne družbe se v posameznih pravnih sistemih nekoliko razlikujejo, predvsem glede statusa družbe in položaja komanditista pri vodenju družbe.

V germanskih pravnih sistemih komanditna družba ni pravna oseba, čeprav ima potrebne sposobnosti za nastopanje v pravnem prometu. Vodenje družbe je pravica komplementarjev. Ker ureditev ni prisilna, je lahko tudi komanditist upravičen do vodenja notranjih zadev družbe. Zastopanje družbe je izključna pravica komplementarjev. Komanditistu ta pravica ne pripada, tudi z družbeno pogodbo si je ne more pridobiti (Kocbek et al, 2006, str. 546).

Tudi v Angliji in ZDA komanditna družba ni pravna oseba, zato za vse obveznosti odgovarjajo komanditisti. Komanditisti niso upravičeni do vodenja družbe. V primeru, da so komanditisti vključeni v poslovanje družbe, tvegajo izgubo omejene odgovornosti (Gompers, 2006, str. 65).

V romanskih pravnih sistemih pa je komanditna družba pravna oseba. Komanditistov položaj pri vodenju družbe je v teh sistemih urejen drugače. Vodenje družbe obsega tudi zastopanje, zato komanditist nikakor ne sme prevzeti vodenja (Kocbek et al, 2006, str. 546).

Praviloma imajo komplementarji v komanditnih družbah osrednjo vlogo. Komplementarji so gospodarji družbe, komanditisti pa so jim podrejeni kot neomejeno odgovornim družbenikom. Razdelitev vlog med družbeniki je povezana z njihovo odgovornostjo do obveznosti. V zameno za neomejeno odgovornost je komplementarjem dana pravica vodenja in zastopanja, pravica do soglasja in nadzora pa zadostuje komanditistom kot omejeno odgovornim članom (Kocbek et al, 2006, str. 547).

V pravnih sistemih, ki komanditni družbi ne priznavajo pravne osebnosti, nosilec pravic in obveznosti ni družba, temveč vsi družbeniki skupaj. Premoženje družbe ne pripada družbi, temveč je skupno premoženje družbenikov. Iz tega izhaja neposredna in solidarna odgovornost komplementarja in družbe za obveznosti družbe. Upnik lahko za izpolnitev obveznosti terjati neposredno komplementarja, ne da bi moral poprej terjati družbo. Davčni vidik je izrazito ugoden, saj je davek od prihodkov oz. dobička v tem primeru obdavčen samo na nivoju družbenikov komanditne družbe, kar je pomembna prednost pred drugimi oblikami družb (Kocbek et al, 2006, str. 547).

Slovenska ureditev se zgleduje pretežno po nemškem pravu, iz romanskih pravnih sistemov pa sta prevzeta rešitev o pravni osebnosti družbe in pravilo o izključitvi komanditista iz vodenja družbe. Davčna obravnava komanditne družbe ni ugodna, saj je komanditna družba davčni zavezanec, zato prihaja do dvojne obdavčitve tako na nivoju komanditne družbe, kot tudi na nivoju vlagateljev.

Manj običajna pravnoorganizacijska oblika so zaprti investicijski skladi, ki zbirajo sredstva vlagateljev z izdajo delnic ob njihovi ustanovitvi. Delnice običajno kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, pri investicijski družbi pa jih lahko imetnik unovči šele ob likvidaciji sklada (Financial Services Authorities, 2006, str. 17).

Za ustanovitev družbe nejavnega lastniškega kapitala bi lahko bila kot pravnoorganizacijska oblika primerna tudi družba z omejeno odgovornostjo (Limited Liability Partnership) predvsem takrat, ko družbo ustanovi manjše število vlagateljev, ki želijo sodelovati pri upravljanju (Gradivo za vlado, 2006, str. 16). Družba z omejeno odgovornostjo kljub dejstvu, da gre za kapitalsko družbo, omogoča določeno fleksibilnost pri financiranju v primeru, saj običajno ni potrebno celotnega kapitala vplačati v celoti. Po 475. členu Zakona o gospodarskih družbah (Ur. l. RS 65/2009) morajo pred vpisom v sodni register vplačati eno četrtnino osnovnih vložkov, vrednost vseh zagotovljenih vložkov pa mora znašati najmanj 7.500 EUR. Poleg tega lahko družbeniki skladno s 491. členom Zakona o gospodarskih družbah zagotavljajo družbi dodaten kapital v obliki naknadnih vplačil, ki ne povečujejo osnovnega kapitala, osnovnih vložkov in poslovnih deležev, s čemer se vsaj delno zagotavlja fleksibilnost pri dezinvestiranju družbe nejavnega lastniškega kapitala.

Večina držav pozna tudi posebne oblike družb oz. skladov nejavnega lastniškega kapitala, ki so večinoma deležne posebnih davčnih olajšav. V Avstriji, Nemčiji, Španiji, Luksemburgu in Sloveniji so ustanovljene v obliki gospodarskih družb, v Veliki Britaniji, Španiji in na Portugalskem pa je mogoča ustanovitev tudi v obliki skladov. Tovrstne družbe oz. skladi so pri delovanju vezani na različne omejitve v zvezi z nalaganjem svojih sredstev (Gradivo za vlado, 2006, str. 25).

2.4. Vrste skladov

Skladi nejavnega lastniškega kapitala vlagajo v dve osnovni naložbeni kategoriji, in sicer v tvegani kapital (venture capital) in v prevzeme podjetij (buy-out). Skladi tradicionalno vlagajo v mala in srednja perspektivna podjetja z velikimi možnostmi rasti s področja tehnologije, vendar je tovrsten trg relativno omejen, vložki še posebej v začetnih fazah razvoja podjetja pa so majhni, kar omejuje hiter razvoj dejavnosti. Skokovito rast dosegajo prevzemni skladi, ki vlagajo tudi v velika podjetja, zato je obseg investicijskih priložnosti občutno večji. Poleg obeh navedenih vrst naložb skladi vlagajo še v nekatere druge naložbene oblike, kot so mezzanine financiranje, ki pa so manj pomembne, običajno zgolj dopolnjujejo prej naštetе vrste naložb in jih pogosto v statistikah ne navajajo.

Tabela št. 2: Ustanovljeni skladi nejavnega lastniškega kapitala v Evropi v obdobju 2002-2006

	v mld EUR				
	2002	2003	2004	2005	2006
Tvegani kapital	8,5	5,7	8,8	10,9	17,5
Prevzemni skladi	18,3	21,0	17,8	57,7	84,3
Skupaj	26,8	26,7	26,6	68,6	101,8

Vir: Private Equity Statistics, EVCA, 2007, str. 5

Po številu poslov predstavljajo naložbe v sklade tveganega kapitala večino, po vrednosti sredstev pa jih prevzemni skladi občutno presegajo. Rast prevzemnih skladov je v obdobju 2002 do 2006 bistveno hitrejša. Vrednost evropskih skladov tveganega kapitala se je v tem obdobju povečala za 106%, obseg prevzemnih skladov pa za 361%. Prevzemni skladi so v letu 2006 predstavljali kar 77,5% vrednosti skladov nejavnega lastniškega kapitala.

Nekateri skladi so se specializirali in sicer po kriterijih velikosti, geografsko, glede na industrijo, npr. biotehnologija ali nepremičnine ali obseg tehnološkega rizika (Brealey, Myers, 2006, str. 920).

2.4.1. Skladi tveganega kapitala

Mala in srednja podjetja z velikim potencialom rasti potrebujejo za svoj razvoj razmeroma velika finančna sredstva, ki jih lastniki sami ne morejo zagotoviti. Vlaganja v tovrstna podjetja so visoko tvegana, saj so poslovni izidi pogosto negativni, uspeh na trgu pa težko predvidljiv. Banke jim običajno ne morejo zagotoviti ustreznih posojil, saj nimajo potrebnega znanja za vrednotenje osnovnih sredstev nizke vrednosti in velikega tveganja, niso sposobne zaračunavati tako visokih obresti, ki bi kompenzirale tveganja, pa tudi sistem nagrajevanja v bankah je v bistveno manjši meri povezan z rezultati, kot je to v dejavnosti privatnega kapitala.

Skladi tveganega kapitala so kot specializirani investitorji za visokorizične naložbe eden od pomembnih virov sredstev za financiranje visokotehnoloških podjetij v zgodnjih fazah razvoja in zapolnjujejo vrzel med stanjem, ko se podjetja financirajo z lastnimi prihranki in stanjem, ko lahko pridobijo dodatna sredstva s posojili ali novo izdajo delnic na borzi.

Negotova prihodnost in informacijska asimetrija sta bistveni značilnosti teh družb, še posebej s področja visoke tehnologije. Nadzor vlagatelja nad poslovanjem je težaven, kar daje možnost oportunističnemu obnašanju. Nasprotje med managerji in vlagatelji (problem agenta) se pojavi takrat, ko management podjetja sredstva zunanjih vlagateljev upravlja v svojo korist in na škodo vlagateljev. Ko vlagatelji spoznajo to možnost in s tem povezana tveganja, zahtevajo višji donos. Glede na razvojno fazo podjetja ločimo semenski in začetni kapital ter širitveni kapital za rast podjetja (Grabherr, 2006, str. 229).

Semenski kapital (seed capital) potrebujejo podjetja za raziskave, razvoj poslovne ideje in priprave na ustanovitev podjetja. Obseg potrebnih investicij je v tej fazi lahko zelo različen, običajno pa ne presega 150.000 EUR (Grabherr, 2006, str. 230). To obdobje lahko traja nekaj tednov (internet področje), na področju biotehnologije pa tudi nekaj let. Zorenje in prenos ideje v uporabne rezultate je prototip, na podlagi katerega se lahko razvije poslovni načrt za novonastalo podjetje.

Začetni kapital (start up capital) potrebujejo podjetja, ki so že začela s poslovanjem, proizvodi pa še niso, ali niso v večjih količinah na trgu. Viri financiranja so poleg prihrankov podjetnika, sorodnikov ali prijateljev še kapital poslovnih angelov, ki se združujejo v različna združenja, v Evropi npr. EBAN (European Business Angels Network) in v Nemčiji BAND (Business Angel Network Deutschland) Povprečna investicija v tej fazi znaša do 500.000 EUR, v posameznih primerih tudi več.

Širitveni kapital (expansion capital) potrebujejo podjetja za zagotovitev uspešnega razvoja in vodilne vloge na trgu oz. za pridobitev ustrezno velikega tržnega deleža, kar dosega s povečanjem proizvodnih kapacitet, razvojem proizvoda, trženjem ali zagotavljanjem

dodatnega obratnega kapitala. V tej fazi želijo podjetja doseči ekonomijo obsega, internacionalizacijo poslovanja ali konsolidacijo. Običajna vrednost investicije ne presega 7.500.000 EUR.

Po fazi rasti skladi tveganega kapitala običajno izstopijo iz naložbe in sicer s prodajo deleža z javno ponudbo (Initial Public Offering) ali s prodajo strateškemu partnerju.

2.4.2. Prezemni skladi

Prezemni skladi običajno investirajo v zrele družbe z uveljavljenimi blagovnimi znamkami, velikim tržnim deležem in zmerno rastjo s ciljem financiranja razvoja, konsolidacije, preobrata ali odprodaje delov podjetja. Idealna tarča je močna družba s stabilnim denarnim tokom, brez značilnih cikličnih gibanj in z velikimi možnostmi zadolževanja. Proizvodi ali storitve se tehnično ne spreminjajo hitro, so visoko kvalitetni, brez velikih potreb po kapitalskih vložkih, investicijah v raziskave in razvoj, ali v agresivne marketinške akcije. Proizvodnja je stroškovno učinkovita. Družbe z visoko rastjo in v tehnološko hitro razvijajočih se panogah niso primerne prevzemne tarče, saj potrebujejo investicije, razvoj pa je nepredvidljiv in tvegan (Loos, 2005, str. 11).

Poslovno okolje, vključno z odnosi z zaposlenimi, dobavitelji in kupci je stabilno, spremembe zakonodaje so minimalne in redke, kar zagotavlja stabilen denarni tok. Idealno je, da se deli podjetja lahko izločijo in prodajo. Tarča prevzema je lahko javna ali zasebna družba. V primeru javne družbe prevzemniki vrednostne papirje prevzete družbe umaknejo iz organiziranega trga vrednostnih papirjev in tako družba postane zasebna (going private).

V 80-ih letih prejšnjega stoletja je Jensen finančne družbe, ki upravljajo s prevzemnimi skladi, opredelil kot takrat novo organizacijsko obliko aktivnih investitorjev. S primerjavo tovrstnih finančnih konglomeratov z diverzificiranimi konglomerati in japonskimi družbami, imenovanimi keretsu, je ugotovil, da jim finančni konglomerati predstavljajo neposredno konkurenco. Finančna družba deluje kot centrala organizacije, ki je organizirana s tipično plosko hierarhijo in skromnimi podpornimi službami ter izvaja nadzor in vodenje glavnih poslovnih funkcij z minimalnim številom zaposlenih v primerjavi z običajnim konglomeratom, ki zaposluje na stotine strokovnega osebja. Tako ni potrebe po močnem nadzoru na korporacijskem nivoju, saj sama finančna struktura posla zagotavlja kontrolni sistem, s katerimi prevzemnik vzpostavi nadzor nad managementom (Jensen, 1986, str. 37).

Ena od temeljnih značilnosti prevzemnih skladov je odkup z zadolžitvijo (leveraged buyout), pri čemer gre za prevzem, financiran z visokim deležem dolga. S premišljenim strukturiranjem financiranja velik delež sredstev predstavlja dolg, zavarovan s premoženjem in denarnimi tokovi tarče. Tako je bilo v znamenitem primeru prevzema RJR Nabisco v

skupni vrednosti 31 mld USD kar 90% kupnine zagotovljene s posojili (Baker, Smith, 1998, str. 20).

Loos opredeli prevzem s finančnim vzvodom kot transakcijo, s katero skupina vlagateljev, ki običajno vključuje tudi management družbe tarče, kupi večinski oz. prevladujoč delež v javni ali zasebni družbi oz. prevzame del korporacije (corporation division) z visoko zadolžitvijo, ki jo prevzemniki pridobijo na podlagi premoženja ali denarnih tokov prevzemne družbe (Loos, 2005, str. 11) .

Skladi nejavnega lastniškega kapitala običajno želijo pridobiti večinsko kontrolo s prevzemom družbe.

Temeljne finančne značilnosti prevzemov finančnih družb z zadolžitvijo (Brealey et al, 2006, str. 909):

1. Visoka zadolžitev. Visoka zadolžitev naj ne bi bila trajna, temveč naj bi se dolgovi čim prej poplačali. Velik obseg potrebnih sredstev za odplačila dolga zagotavlja visoko osredotočenost managementa na visoko učinkovitost poslovanja in preprečuje usmerjanje sredstev v nedonosne investicije, hkrati pa zadolžitev povečuje donosnost kapitala, saj so obresti priznani davčni odhodek.
2. Močna povezanost nagrajevanja managementa z uspešnostjo poslovanja. Managerji so vključeni v poslovanje družb z lastniškim deležem oz. opcijami.
3. Zasebno lastništvo. Novi lastniki nadzorujejo poslovanje, možnosti za asimetrijo informacij ni in lahko zelo hitro ukrepajo v primeru, da poslovanje ne dosega zastavljenih ciljev. Cilj prevzema z zadolžitvijo prevzema je kasnejši IPO (Initial Public Offering), ki omogoča dezinvestiranje, s tem poplačilo obveznosti do vlagateljev in delitev dobička v dogovorjenem razmerju.

Prevzem družbe tako zagotavlja močno spodbudo za management, koncentrirano lastništvo brez delitve na lastništvo in upravljanje ter časovno omejenost, ki zagotavlja investitorjem, da denarni tok ne bo porabljen za nedonosne investicije.

Hkrati z občutno rastjo prevzemnih aktivnosti finančnih družb se je bistveno povečal tudi obseg javnih družb, ki so delnice umaknile iz organiziranih trgov vrednostnih papirjev. Prevzeta družba z umikom delnic iz javnega trgovanja tako postane zasebna, s čemer izpolnjevanje zahtevnih obveznosti o obveščanju delničarjev in javnosti ni več potrebno, družba tako ni izpostavljena javnosti, občutno pa se ji tudi zmanjšajo stroški, povezani s poročanjem in nadzorom. Med razlogi za odločitev družb o umiku delnic iz javnega trgovanja avtorji navajajo tudi padanje vrednosti njihovih vrednostnih papirjev, strukturne spremembe na trgih, omejeno likvidnost in obseg trgovanja (Fidermuc, 2006, str. 1).

Večino prevzemov javnih družb, ki se preoblikujejo v zasebne, izvedejo družbe nejavnega kapitala (private equity firm). Tako se je delež javnih družb, ki je po prevzemu umaknil vrednostne papirje iz javnega trgovanja, v Veliki Britaniji iz 68,7% v obdobju 1998-2000 v letu 2003 povečal na kar 90,75% (Weir et al, 2003, str. 6). Poleg družb nejavnega kapitala umaknejo delnice javnih družb še v primeru managerskega prevzema, prevzema s strani korporacij ali finančni vlagatelji, ki niso družbe nejavnega lastniškega kapitala¹.

Prevzem družbe ima močan vpliv na razmerje med managementom in lastnikom, ki s prevzemom družbe in koncentriranim lastništvom pridobi odločilni nadzor nad managementom družbe. Tradicionalni konglomerati so običajno organizirani kot javne delniške družbe, družbe, prevzete s strani finančnih družb, pa kot zasebna podjetja, kar ima močan vpliv na vladanje v podjetju. Struktura nagrajevanja upravljavcev skladov nejavnega kapitala zagotavlja usklajenost njihovih ciljev z interesi vlagateljev (Loos, 2005, str. 13).

Avtorji navajajo številne pozitivne učinke prevzemov. Prevzem prinese spremembe kulture družbe. Komunikacija postane neposredna, korporativna birokracija se bistveno zmanjša. Birokratsko vedenje nadomesti podjetniško razmišljanje, visoka motivacija, da prevzem uspe. tudi za ceno neprijetnih odločitev, ko npr. zmanjšanje št. zaposlenih...

Prevzemi skladov nejavnega lastniškega kapitala so v javnosti pogosto naleteli na veliko odmevnost in močno nasprotovanje. Javnost upravljavce pogosto ocenjuje kot brezvestne in brezkompromisne investitorje, ki sledijo izključno maksimizaciji dobička, pa čeprav na račun drugih deležnikov, kot so zaposleni, lastniki obveznic ali država.

Eden od argumentov kritike je ta, da je razlog velike zadolžitve pri prevzemih zgolj davčne narave. Obresti namreč predstavljajo davčno priznani odhodek, ki znižuje davčno osnovo in s tem višino davka. Zagovorniki se ne strinjajo s tem argumentom. Tako Loos navaja, da je ob upoštevanju celotnega davčnega učinka transakcije plačanih do 60% več davkov (Loos, 2005, str. 36). Vlagatelji namreč v letu prodaje naložbe plačajo visok davek na dobiček, obresti, ki jih prejmejo posojilodajalci, pa so običajno obdavčljiv prihodek.

Prevzemi družb nejavnega lastniškega kapitala naj bi zniževali vrednost naložb drugih vlagateljev, predvsem imetnikov obveznic, ki so jih pridobili pred prevzemom, zaradi visokih izplačil dividend, močnega povečanja zadolženosti in financiranja novih projektov. V primeru, da je zaščita obveznic pred prestrukturiranjem družbe slaba, imetniki obveznic resnično izgubijo na vrednosti, v primeru pa, da obveznice omejujejo izdajatelja pri dodatnem zadolževanju, pa lahko imetniki obveznic celo pridobijo na vrednosti, saj lahko

¹ Finančni konglomerati z diverzifikacijo zmanjšujejo tveganje, ukrepajo na področju finančnega planiranja in kontrole, če management ni učinkovit, ga zamenjajo, pri finančnem planiranju in kontroli razlikujejo med potenciali na trgu proizvodov in rezultati, ki so posledica učinkovitosti managementa (Weston, 2001, str. 8).

uprava doseže odpravo omejitev samo z njihovim soglasjem (Masulis in Thomas, 2009, str. 17).

Kritiki prevzemov pogosto trdijo, da prevzete družbe odpuščajo delavce in znižujejo plače, vendar podatki tega ne potrjujejo. Avtorji navajajo, da se število zaposlenih po prevzemih celo rahlo poveča, vendar pa manj kot v panogi (Loos, 2005, str. 16, Masulis in Thomas 2009, str. 17).

Kritiki še trdijo, da tovrstne transakcije omogočajo managerjem izkoriščanje notranjih informacij o perspektivah družbe na račun delničarjev. Protiargument zagovornikov je, da managerji predstavijo svoje projekcije pred prevzemom več ponudnikom. Ponudbe za prevzem pregleda tudi nadzorni organ kot zastopnik delničarjev, ki ne sodelujejo pri prevzemih.

Finančne družbe naj zaradi velikih potreb po gotovini, ki je potrebna za izvedbo prevzema, ne bi zagotavljale dovolj velikih investicij, potrebnih za razvoj družbe, zmanjševale stroške za vzdrževanje in popravila, odlagale zamenjavo obstoječih kapacitet z novimi, zniževale stroške raziskovanj in razvoja ter marketinga in na ta način oslabile položaj družbe na trgu.

Prevzemni skladi naj bi bili, poleg hipotekarnih vrednostnih papirjev (complex mortgage-backed securities), eden glavnih povzročiteljev finančne krize v ZDA v letu 2007. Povpraševanje po vrednostnih papirjih, ki so bili izdani na podlagi prevzemnih posojil, je močno padlo, zato se je tudi financiranje prevzemnih poslov močno zmanjšalo (The Economist, 9.2.2008).

2.5. Vrste vlagateljev

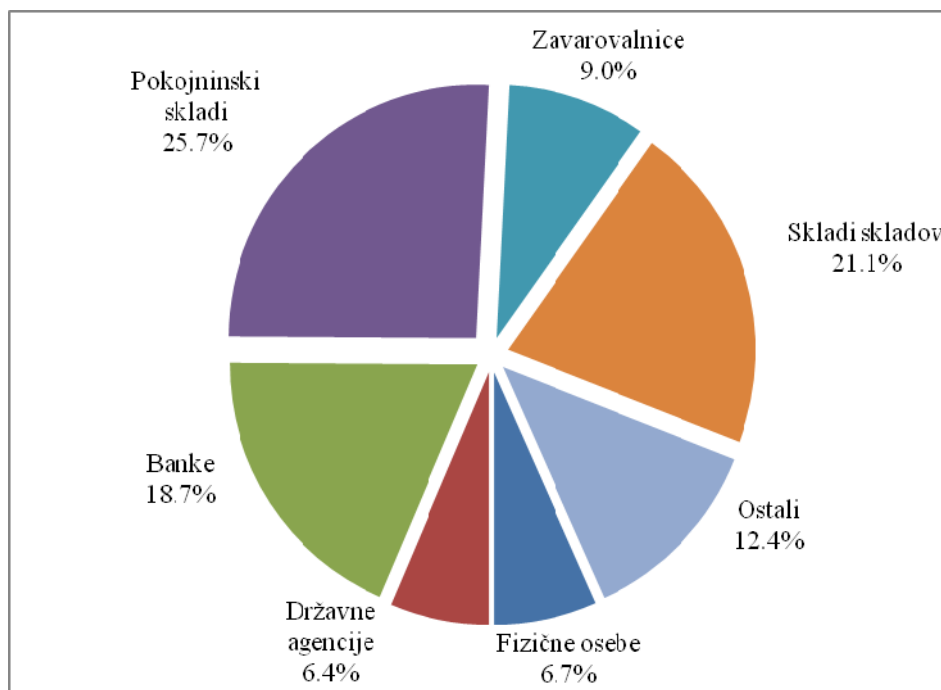
Temeljni cilj investorjev pri naložbah v sklade nejavnega lastniškega kapitala je visoka donosnost, ob manjši varnosti in slabši likvidnosti. Bolj kot na dividende in obresti vlagatelji računajo na kapitalske dobičke, ki jih sklad realizira ob prodaji. Visoko tveganje naložb v lastniški kapital upravljavci skladov znižujejo z njihovo diverzifikacijo, pa tudi vlagatelji se zaradi zmanjšanja tveganja odločajo za naložbe v različne sklade nejavnega kapitala. Naložbeni cilji so doseženi, če je naložba poplačana skladno s partnerskim sporazumom, poplačilo pa je odvisno od možnosti javne ponudbe vrednostnih papirjev in povpraševanja po kapitalu družb v portfelju sklada.

Značilnosti skladov pogojujejo vrsto vlagateljev. Zaradi visoke nelikvidnosti lahko v tovrstne naložbe vlagajo le tisti vlagatelji, ki v času, za katerega je sklad ustanovljen, nimajo potreb po teh sredstvih. Skladi nejavnega lastniškega kapitala običajno niso javni, torej se z deleži ne trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, zato je število vlagateljev

omejeno, to pa zahteva sorazmerno visoke minimalne vložke, kar malim vlagateljem preprečuje dostop do teh skladov.

Največji vlagatelji v sklade nejavnega lastniškega kapitala so institucionalni investitorji, to so specializirane finančne institucije, ki upravljajo s prihranki majhnih investorjev glede na cilje in pogoje tako, da dosegajo maksimizacijo donosov, sprejemljivo raven tveganja in ustrezno likvidnost (Davis, Steil, 2001, str. 12). Institucionalni vlagatelji z diverzifikacijo naložb znižujejo tveganja, ki bi jih mali vlagatelji imeli v primeru, da bi sami vlagali na kapitalske trge, imajo boljši dostop do informacij in boljše možnosti za njihovo obdelavo. Pomembna je tudi njihova velikost, kar jim omogoča ekonomijo obsega, nižje stroške in večjo moč pri kontroli družb, kjer imajo naložbe.

Slika št. 4: Struktura vlagateljev v sklade nejavnega lastniškega kapitala v Evropi v letu 2006



Vir: Private Equity Statistics, EVCA, 2007, str. 6

Največji vlagatelji v sklade nejavnega lastniškega kapitala v letu 2006 so pokojninski skladi, ki so v Evropi zagotovili 25,7% vseh sredstev, podoben delež imajo pokojninski skladi tudi v ZDA.

18,7% vseh sredstev so zagotovile banke, ki imajo poleg navedenih splošnih še specifične cilje. Banke si z vlaganjem v tovrstne sklade zagotovijo (Scheftzyuk, 2006, str. 20):

- neposreden stik z novimi, razvijajočimi tehnologijami in dinamiko rasti majhnih podjetij,

- poglobljeno razumevanje finančnih potreb industrije, ki jim sledi bančna ponudba z inovacijami,
- predstavljajo infrastrukturo za pridobivanje novih strank.

Vlagatelji v nejavne sklade lastniškega kapitala so dobro poučeni vlagatelji, zato zakonodaja, ki ureja poslovanje vzajemnih skladov, za sklade nejavnega lastniškega kapitala ne velja. Če bi želele družbe zasebnega kapitala pritegniti večje število manjših vlagateljev, bi se morale ravnati po zakonodaji, ki velja za investicijske sklade, ki pa za družbe privatnega kapitala ni primerna.

Skladi nejavnega lastniškega kapitala za investiranje v izbrana podjetja zbirajo sredstva institucionalnih in zasebnih vlagateljev. Institucionalni vlagatelji, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice, so visoko likvidni, njihovi denarni tokovi pa stabilni in predvidljivi, zato so pripravljeni vlagati v manj likvidne, višje tvegane naložbe, vendar nimajo ustreznega osebnja in izkušenj, da bi vlagali samostojno, zato so tovrstni skladi ustrezna naložbena alternativa.

2.6. Investicijski cikel

Pri vlaganju v sklade nejavnega lastniškega kapitala lahko govorimo tudi o investicijskem ciklu, ki vključuje tri faze, in sicer oblikovanje partnerskega sporazuma, vlaganje in upravljanje z naložbami in izstop oz. likvidacijo sklada.

2.6.1. Oblikovanje partnerskega sporazuma

Vlagatelji potem, ko je bila investicija izvedena, praktično nimajo možnosti vplivanja na portfelj sklada, zato so ključna pogodbena določila, ki določajo razmerja med upravljavci in vlagatelji. Teoretično je sicer možno, da zamenjajo upravljavca sklada, vendar je to najmanj zaželen ukrep, saj upravljavci v takem primeru običajno sprožijo sodni spor, zelo verjetne pa so tudi težave s pridobitvijo novih upravljavcev, ki bi bili pripravljeni in sposobni upravljati sklad, zato predstavlja takšen ukrep izhod v sili.

Partnerski sporazum (Partnership Agreements) je pogodba, ki določa medsebojne odnose, pravice in obveznosti med upravljavci in investitorji in predstavlja ključni mehanizem kontrole in nadzora upravljavcev. V skladu nadzor, ki je običajen v korporacijah, kot je nadzorni svet in trg korporacijske kontrole (market for corporate control), ni mogoč, druga pomembna značilnost pa je, da je naložba za vlagatelje nelikvidna na dolgi rok. Investitorji svojega deleža ne morejo prodati, saj ni oblikovanega trga za njihove deleže, oz. je možna prodaja z velikim diskontom, pogosto pa je prodaja njihovih deležev s sporazumom prepovedana. Edina podlaga za ukrepanje investitorjev je kršenje pogodbenih določil partnerskega sporazuma, zato je partnerski sporazum ključen dokument, ki dolgoročno določa razmerja med vlagatelji in upravljavci ter njihove pravice in obveznosti. Partnerski

sporazum mora v čim večji meri omejiti možnosti oportunističnega obnašanja upravljavca, ki bi ga izvajali v škodo vlagateljev zaradi pridobitve osebne koristi (Lerner in Gompers, 2006, str. 67).

Pri upravljanju sklada je najpomembnejša omejitev povezana z velikostjo posamezne naložbe. Cilj tovrstne omejitve je zmanjšanje rizika, ki bi nastal zaradi slabega vložka v velikem obsegu. Upravljavec bi bil lahko zaradi pričakovanega visokega donosa zainteresiran za bistveno povečanje tveganja na račun njegove diverzifikacije, zato je običajno določen delež ali znesek, ki ga lahko upravljavec vloži v posamezno naložbo, v nekaterih primerih pa je omejena velikost dveh ali treh največjih naložb (Lerner, 2004, str. 67).

S pogodbo so določene tudi oblike naložb. Tako na primer je običajno omejeno vlaganje v vrednostne papirje javnih družb in vlaganje v druge zasebne naložbene sklade. Poleg tega se vlagatelji želijo izogniti možnostim investiranja v naložbe, s katerimi upravljavci nimajo izkušenj, saj so v preteklosti zaradi pomanjkanja izkušenj upravljavcev investitorji utrpeli precejšnje izgube. Družbe, ki so prej uspešno vlagale v tvegani kapital, so v 80-ih letih začele še s prevzemi družb, kjer pa niso imele izkušenj, zato so bili rezultati slabi in izgube velike (Lerner, 2004, str. 69).

Upravljavci bi lahko z visokim zadolževanjem povečali pričakovane donose, pa tudi tveganja za vlagatelje, zato pogodba oz. sporazum običajno določa omejitve pri zadolževanju sklada. Omejen je lahko obseg zadolžitve, pa tudi vračilni rok dolga.

Določiti je potrebno minimalen vložek vlagateljev, ki je nekoliko manjši za individualne vlagatelje, pomembno pa je tudi število vlagateljev v sklad. Zakonodaja za sklade z velikim številom vlagateljev je zahtevnejša, obveznost razkritij pa večja, hkrati pa stroški z večanjem števila investitorjev naraščajo. Običajno se partnerji dogovorijo o minimalnem in maksimalnem številu vlagateljev in obsegu sklada.

Pogodbe natančno določajo način vplačila in roke plačil. Sklad investira postopoma, zato bi v primeru vplačila investitorjev v sklad v višini celotnih dogovorjenih zneskov precejšen delež ostal neinvestiran in bi ga sklad vložil kot nizko donosno netvegano naložbo, kar bi zniževalo celotno donosnost sklada. Običajno vlagatelji ob ustanovitvi sklada vplačajo med 10 in 33%, preostali zneski pa so dogovorjeni s pogodbo, ali pa je odločitev o terminu vplačil prepuščena generalnemu partnerju. Tudi v primeru, da je dinamika plačil prepuščena upravljavcu, pogodba določa okvirna obdobja posameznih vplačil. Običajno so vsa sredstva vplačana v roku dveh do štirih let po ustanovitvi sklada (Lerner in Gompers, 2006, str. 78).

Pogodbe običajno določajo ukrepe v primeru, da vlagatelji ne vplačajo pogodbeno dogovorjenih zneskov skladno s pogodbo. V večini primerov lahko upravljavec zaračuna obresti za prepozna plačila, zmanjša vložek vlagatelja, ga izključi iz družbe ali ga toži zaradi

neizpolnjevanja obveznosti. V nekaterih primerih pogoji niso tako striktni. Upravljavec lahko v primeru likvidnostnih težav vlagatelja pomaga pri prodaji njegovega deleža. V primeru, da mora vlagatelj deloma ali v celoti umakniti naložbo zaradi sprememb zakonodaje, običajno generalni partner ne izvaja nobenih sankcij.

Upravljalci skladov imajo nekaj razlogov, zaradi katerih želijo sredstva od prodanih naložb ponovno vložiti. Provizije so običajno obračunane na podlagi vloženih sredstev, ki jih upravlja sklad, zato bi izplačila vlagateljem znižala obračunane provizije, po drugi strani pa bi reinvestiranje zagotovilo povečanje dobičkov iz novih naložb. Običajno so skladi ustanovljeni za dobo 10-ih let, posamezne investicije pa trajajo do pet let, zato prihaja do razkoraka med zapadlostjo celotnega sklada in prodajami posameznih naložb. Za reinvestiranje dobičkov se lahko zahteva soglasje svetovalnega odbora ali vlagateljev, običajno pa v zadnjih letih delovanja investiranje sklada ni več dovoljeno, saj se morajo upravljalci osredotočiti na upravljanje in prodajo naložb (Mueller, 2008, str.19).

Upravljalci običajno na nekaj let ustanovijo nov sklad, zato v vsakem trenutku upravlja več skladov, kar lahko vodi do oportunističnega obnašanja. Tako bi lahko upravljaec, katerega prvi sklad je vložil v družbo v težavah, v to družbo vložil tudi sredstva drugega sklada zato, da bi izboljšal rezultate prvega. Pogodbe zato običajno določajo, da je v tem primeru potrebno soglasje ostalih družbenikov ali soglasje svetovalnega odbora (advisory board).

Zaradi nasprotij interesov so upravljalci omejeni pri investiranju svojih sredstev v družbe, v katere investirajo njihovi skladi. Omejitve so lahko absolutne, izražene v denarnem znesku, pogosteje pa kot delež celotne investicije sklada, pridobiti pa morajo tudi soglasje vlagateljev ali svetovalnega odbora. Alternativa tem omejitvam pa je obveznost upravljavca, da za vsako naložbo sklada zagotovi tudi svoj v naprej določen delež.

Prodaja deleža upravljavca je s pogodbo pogosto prepovedana ali pa mora pridobiti ustrezno soglasje ostalih vlagateljev. S prodajo svojega deleža bi se lahko interes upravljavca za upravljanje naložb zmanjšal.

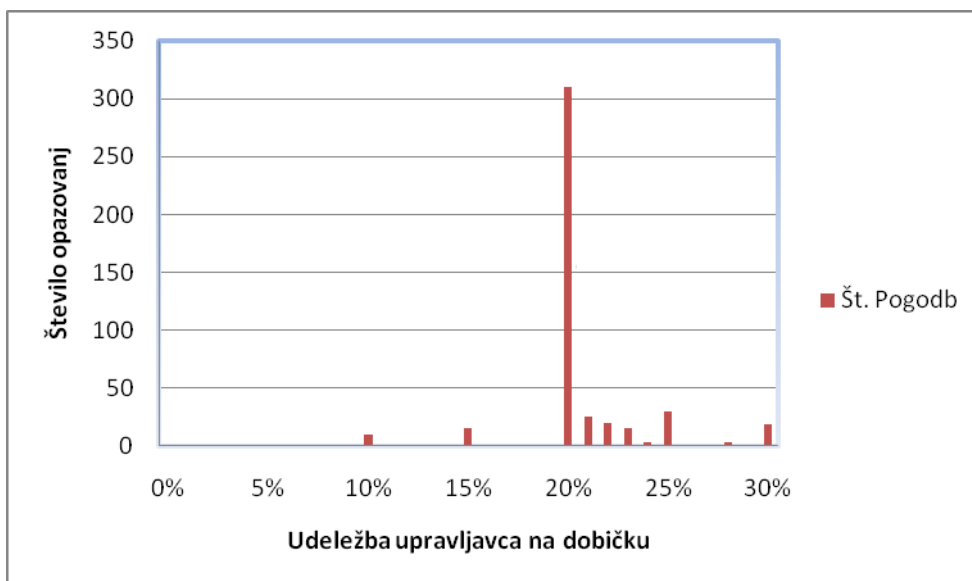
Novi skladi prinašajo upravljavcem dodatne provizije, kar lahko povzroča njihovo hitro odpiranje. Tovrstne aktivnosti zmanjšajo pozornost do obstoječih investicij. Pogodba zato omejuje ustanavljanje novih skladov, dokler naložbe sklada ne dosežejo določenega deleža ali za določeno obdobje po ustanovitvi sklada. Omejitve so lahko tudi glede na dejavnost in velikost.

Pogodba zelo natančno določa nagrajevanje upravljavcev. Medsebojna razmerja so strukturirana tako, da je velik del plačila upravljavca tesno povezan z uspešnostjo sklada, saj vlagatelji ne morejo učinkovito nadzorovati njegovega dela, zato shema nagrajevanja nadomešča nadzor. Udeležba na dobičku, ki običajno znaša 20%, spodbuja in zagotavlja, da

upravljavec dobro upravlja s svojimi naložbami. Upravljavci so običajno upravičeni do udeležbe na dobičku v primeru, da donosnost sklada preseže vnaprej dogovorjeno višino. Upravljavec je vsaj pri prvih skladih motiviran, da dosega dobre rezultate tudi brez tesne povezave nagrad s plačili, saj si s tem ustvarja sloves uspešnega upravljavca in tako zagotavlja interes vlagateljev za vplačila v nove sklade (Meyer in Mathonet, 2004, str. 33).

Upravljavec poleg udeležbe na dobičku zaračunava še upravljavsko provizijo, ki se giblje med 1,5 in 2,5% letno, ki je namenjena pokrivanju stroškov poslovanja. Osnova za obračun je lahko vloženi kapital, vrednost naložb sklada ali kombinacija obeh. Z velikostjo sklada se višina provizije običajno zmanjšuje, skladi, manjši od 20 mio EUR običajno zaračunavajo provizijo v višini 2,5%. 2% letna provizija za upravljanje manjšega sklada lahko komaj pokriva stroške sklada, pri velikih skladih pa je potrebno provizijo znižati zato, da so upravljavci še naprej osredotočeni na uspešno upravljanje. Osnova za obračun provizije in njena višina se lahko s časom spreminjata (Meyer in Mathonet, 2004, str. 32). Glede na dejstvo, da je upravljavška provizija namenjena za pokrivanje stroškov, je njena višina dokaj enotna in znaša med 1,5% in 2,5%.

Slika št. 5: Udeležba upravljavca na dobičku sklada



Vir: Gompers in Lerner, 2004, str. 92

Vlagatelji z omejeno odgovornostjo lahko v skrajnih primerih, kot je smrt generalnega partnerja ali stečaj sklada, izstopijo pod vnaprej določenimi pogoji. Investitorji lahko zamenjajo upravljavca v primeru njihovega soglasja (51-100%) o slabem vodenju sklada. V takšnih primerih običajno pride do spora, ki se rešuje na sodišču.

2.6.2. Vlaganje in upravljanje z naložbami

Skladi nejavnega lastniškega kapitala lahko vlagajo v podjetja na različnih stopnjah razvoja, v različne dejavnosti in geografsko diverzificirano. Naložba sklada tveganega kapitala v malo podjetje je lahko nizka, npr. manj kot 50.000 EUR, na drugi strani pa so prevzemni skladi z naložbami, ki presegajo 500 mio EUR. Skladi tveganega kapitala zagotavljajo dodatna sredstva malim in srednjim podjetjem, ki si ne morejo zagotoviti drugih virov financiranja razvoja in rasti podjetja, prevzemni skladi pa sredstva namenjajo za nakupe delnic ali deležev, pri čemer so prejemniki kupnine njihovi lastniki in niso vložena v podjetje.

Skladi nejavnega lastniškega kapitala v nove naložbe običajno investirajo prvih štiri ali pet let, v drugi polovici življenjske dobe pa sklad svoje naložbe prodaja in sredstva, pridobljena s prodajo, običajno namenja za poplačila vlagateljem.

Proces vlaganja sredstev, bodisi kot tvegani kapital ali pa v obliki prevzema, se začne s pazljivim izbiranjem potencialnih družb, ki bi ustrezale zahtevnim kriterijem sklada in ki bi lahko zagotovile pričakovane visoke stopnje internih donosov. Po izbiri potencialnih podjetij, ki jih želi družba vključiti v svoj portfelj, se začne običajno dolg proces skrbnega pregleda in strukturiranja posla. V primeru potencialnega prevzema se pripravi natančen poslovni načrt predlagane investicije, ki ga običajno pripravi management podjetja tarče, dogovorijo se finančni detajli z lastnikom oz. večjimi lastniki. Z rastjo skladov nejavnega lastniškega kapitala se je konkurenca za posamezna potencialna prevzemna podjetja – tarče občutno povečala, tako da se družba tarča o prevzemu pogosto pogaja z več družbami. Predmet pogajanja ni samo prevzemna cena, temveč tudi t.i. finančni paket, pri katerem se prevzemnik dogovori tudi o obsegu in vrsti dolga, pogojih njegovega odplačila, dogovori se tudi solastništvo managementa in njegovo nagrajevanje. Finančna struktura, oblikovana ob prevzemu podjetja, je ključna za nadaljnjo uspešnost prevzema.

Skladi želijo, da pogajanja potekajo v zaupnem okolju zato, da se izognejo konkurenčnim ponudbam, še posebej, če gre za prevzem podjetja. Družbe nejavnega lastniškega kapitala običajno do potencialnih prevzemnih tarč prihajajo z dobro razvito mrežo kontaktov in obsežnim tehnološkim in poslovnim znanjem, na podlagi česar lahko pripravijo pregled potencialnih investicijskih priložnosti.

Če sklad ugotovi, da podjetje dosega postavljene kriterije in zahteve, sklene dogovor o investiranju tveganega kapitala oz. o prevzemu družbe, s čemer podjetje postane del portfelja sklada. Sklad po vstopu v podjetje začne z vnaprej načrtanimi aktivnostmi. So aktivni finančni vlagatelji, zato poleg zagotavljanja potrebnih finančnih sredstev opravljajo tudi svetovalno in nadzorno vlogo.

V primeru, da je družba tarča javna družba, delnice po uspešno izvedenem prevzemu novi lastniki umaknejo z borze in s tem zmanjšajo stroške, povezane s kotacijo, omejijo obveznosti poročanja in umaknejo prevzeto družbo pred javnostjo. Lastništvo delnic javnih družb je običajno razdrobljeno, brez izrazito velikega lastnika, kar zmanjšuje prizadevanja managementa za maksimizacijo vrednosti delničarjev, koncentrirano lastništvo pa daje možnost uskladitve interesov managementa z interesi delničarjev (incentive realignment hypothesis), zagotavlja dober nadzor, sklenitev učinkovite pogodbe z managementom in možnost njegove hitre zamenjave.

Finančne družbe, ki upravljajo prevzemne sklade, imajo običajno močne vezi s korporacijskimi managerji in finančno skupnostjo, imajo pa tudi obsežno strokovno znanje in izkušnje, ki so si jih pridobili pri sodelovanju z investicijskimi bankami in managementom pri pogajanjih o morebitnih prevzemih.

Prevzemni skladi običajno omejijo svoj vpliv pri operativnem upravljanju, zgornji management prevzete družbe ima velika pooblastila pri uresničevanju skupaj določenih ciljev. V primeru, da ne doseže zastavljenih ciljev, ga hitro zamenjajo. Nekateri skladi intenzivneje sodelujejo tudi pri operativnem vodenju prevzetih družb tako, da njeni strokovnjaki sodelujejo z vodstvom prevzete družbe na področjih, kot so marketing in proizvodnja (Loos, 2005, str. 15). Možnost zamenjave uprave po prevzemu je velika. Weir (2004, str. 9) navaja ugotovitve raziskave, da je v Veliki Britaniji v prvem letu po prevzemu zamenjano 40,14 % top managementa, 25,7% pa ga je bilo zamenjanega v drugem letu po prevzemu. Do podobnih ugotovitev so prišli raziskovalci tudi v ZDA.

Kot dodatna možnost kontrole managementa se pogosto omenja še zaposlitev zunanjega, neizvršnega direktorja z ustrezno objektivnostjo, znanjem in izkušnjami, ki lahko zagotovi učinkovito kontrolo managementa.

Upravljalci skladov tveganega kapitala zagotavljajo svetovanje portfeljskim družbam s področij, ki jih potrebujejo. Svetovanje je bistvenega pomena predvsem za mala in srednja mlada visokotehnološka podjetja. Skladi tveganega kapitala jim svetujejo predvsem na naslednjih področjih:

- posredujejo stike,
- posredujejo strokovni know-how
- organizirajo dodatno financiranje (leasing, bančni krediti, dokapitalizacija...)
- pomagajo pri širjenju na tuje trge,
- posredujejo pomoč pri zaposlovanju novih kadrov,
- posredujejo pravno pomoč...

Vloga svetovanja prevzemnih skladov je manjša, saj gre za zrela podjetja z veliko znanja in izkušnjami. V prevzetih družbah želijo skladi doseči čim večje stroškovne prihranke,

občutno povečati produktivnost, zagotoviti rast podjetja, aktivno upravljajo s pasivo in aktivno prevzete družbe in se osredotočajo predvsem na denarni tok, pri čemer so poslovni izidi manj pomembni.

Bistvena funkcija, odločilna za uspešnost naložbe, je nadzor podjetja. Sklad analizira in primerja dejanski razvoj z načrtovanim, zato mora portfeljsko podjetje redno zagotavljati (Schefczyk, 2006, str. 36):

- mesečna, četrtna ali polletna poročila o prihodkih, prometu, bilanco stanja in poslovni izid,
- periodična poročila o poslovnem položaju, vključno s tržnim deležem, pridobljenimi naročili in kadrovskim položajem in
- poročila o pomembnih dejstvih, o številu sklenjenih in odpovedanih pogodb.

Prevzemni skladi so aktivni investitorji, nadzorujejo upravo, imenujejo nadzorni svet, odločajo o zamenjavi posloводства, oblikujejo in odločajo o strateških usmeritvah in občasno poslovodijo (Loos, 2005, str. 29).

Za sklade tveganega kapitala je zelo pomembno, da je napredek v okviru načrtovanega, sicer sta nadaljnje financiranje in razvoj ogrožena. Sklad namreč ne vložiti celotnega zneska v podjetje naenkrat, temveč postopoma po vnaprej dogovorjeni dinamiki. V primeru, da so negativna odstopanja velika in sklad oceni, da načrtovani rezultati ne bodo doseženi, sklad ne zagotovi dodatnih sredstev. V podjetja v zgodnjih fazah razvoja skladi vlagajo manjše zneske v več krogih, s čemer je zaradi večjega tveganja nadzor bolj intenziven. S povečanjem tržne vrednosti sredstev podjetja in s tem zmanjšanjem tveganja se vrednost posameznega vložka poveča, število vložkov pa zmanjša (Lerner, Gompers, 2006, str. 172).

Družbe nejavnega kapitala, za razliko od strateških prevzemnikov, običajno ne iščejo strateških povezav med posameznimi družbami, ki jih imajo v portfelju. Ena od pomembnih investicijskih strategij, ki pa zagotavlja sinergije, je strategija »buy and build«, pri kateri portfeljska družba s kombinacijo različnih med seboj povezanih poslov zagotovi dodano vrednost z zniževanjem stroškov ali poveča obseg poslovanja na nivo, ki bo zanimiv za strateškega kupca ali za javno ponudbo delnic (IPO).

Tabela št. 3: Primerjava značilnosti finančnih družb nejavnega lastniškega kapitala in javnih konglomeratov

Finančne družbe	Javni konglomerat
Močna diverzifikacija, investicije v nepovezane panoge	Močna diverzifikacija, investicije v povezane panoge
Časovno omejeno partnerstvo zahteva prodajo podjetij iz portfelja	Cilj poslovanja družb je dolgoročen
Ni finančnih povezav med posameznimi podjetji iz portfelja	Interni trg kapitala
Generalni partner izvede posel, kasneje nadzoruje, vlagatelji nadzorujejo	Korporacija nadzoruje plane in poslovanje posameznih družb ali divizij
Nagrajevanje managementa prevzetih podjetij je odvisno od uspešnosti – izstopne cene podjetja	Plačila managerjem posameznih družb ali divizij pretežno v obliki plač, povezava med uspešnostjo in plačo ni tako neposredna.

Vir: Brealey, Myers, 2006, str. 920.

2.6.3. Izstop iz naložb in likvidacija sklada

Uspešen izstop vlagateljev iz družbe je zadnja, a ključna faza investicijskega cikla, s katero skladi zagotovijo denarna sredstva za realizacijo ustreznega donosa, poplačila vlagateljev in delitev dobička. Z likvidacijo naložbe je mogoče izračunati udeležbo upravljavcev na dobičku in oceniti uspešnost naložbe. V primeru neuspešnosti naložbe ostane upravljavec brez udeležbe na dobičku in ima tako od naložbe le letno nagrado (provizijo). Ustrezno visok realiziran donos predstavlja dobro referenco in je ključno merilo za vlaganje v nove sklade upravljavca.

Donosnost naložb ni odvisna samo od učinkovitega prestrukturiranja družb v portfelju sklada, temveč tudi od možnosti prodaje naložb. Interes investorjev na javnem trgu vrednostnih papirjev se pogosto spreminja, zato lahko skladi le ob velikem tveganju ocenijo možnost izstopa v trenutku vlaganja. V obdobju investiranja aktualne in privlačne panoge je lahko v času dezinvestiranja interes kupcev zelo majhen, zato bo prodaja naložbe težavna, donosi pa pod pričakovanimi.

Obstaja več možnosti izstopa, med katerimi je najbolj zaželena javna prodaja in uvrstitev vrednostnih papirjev na borzo. Možnost tovrstnega izstopa je v veliki meri odvisna od razmer na trgu kapitala, ki so izrazito ciklične. Ugodnim možnostim za kotacijo sledijo neugodne razmere, ki večini skladov onemogočajo tovrstni izstop. V zgodnjih 90-ih letih prejšnjega stoletja so bili evropski sekundarni trgi vrednostnih papirjev v depresiji, zato je

bil izhod vlagateljev iz družbe z javno prodajo vrednostnih papirjev na organiziran trg zelo otežen. Naložbenikom je tako preostala možnost prodaje drugim zasebnim naložbenim skladom ali prodaja večjim korporacijam po pogosto nižjih vrednostih od pričakovanih.

Tabela št. 4: Dezinvestiranje skladov po vrstah izstopov

	2002	2003	2004	2005	2006
Prodaja družbe strateškemu partnerju	30,8%	20,6%	23,5%	22,5%	22,7%
Javna prodaja delnic - IPO	6,5%	5,9%	7,1%	4,4%	9,1%
Prodaja delnic po uvrstitvi na borzo	5,6%	5,9%	4,6%	4,4%	7,3%
Odpisi naložb	29,9%	11,8%	9,7%	4,7%	3,6%
Poplačilo posojil/prednostnih delnic	8,4%	16,2%	21,4%	23,5%	17,2%
Prodaja drugemu skladu	3,7%	19,9%	13,3%	18,5%	16,6%
Prodaja finančnim družbam	3,7%	5,9%	3,1%	4,0%	5,4%
Prodaja managementu	-	5,1%	4,6%	5,4%	6,0%
Izstop na druge načine	11,2%	8,8%	12,8%	12,8%	12,1%
Skupaj dezinvestiranje	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Vir: Private Equity Statistics, EVCA, 2007, str. 10, lastni izračuni

Najpogostejši način izstopa je prodaja družbe strateškemu partnerju. Kljub dejstvu, da je javna prodaja delnic najbolj želeni način izstopa, le-ta v nobenem letu ne presega 10%. Podatki kažejo na dokaj visok delež prodaj drugemu skladu, čeprav velja tovrstna prodaja za najmanj ugodno, skladi pa se za tovrsten izstop odločijo takrat, ko ni drugih možnosti.

2.7. Tveganja, povezana z vlaganjem v sklade nejavnega lastniškega kapitala

Z naložbami v nejavni lastniški kapital so povezana številna tveganja, med katerimi so kritična zlasti naslednja (Mueller, 2008, str. 93):

- tveganje denarnega toka,
- likvidnostno tveganje,
- tveganje finančnega vzvoda,
- obrestno tveganje,
- tveganje vrednotenja,

- valutno tveganje,
- tveganje spremembe naložbene politike,
- tveganje kakovosti upravljavca.

Tveganje denarnega toka je povezano z negotovostjo v zvezi s časom in obsegom vplačil in izplačil v sklad in iz sklada. Investicijske aktivnosti izvajajo upravljavci sklada, ki se samostojno odločajo o vlaganjih in prodajah naložb sklada. Nepredvidljivost vplačil in izplačil lahko povzroča nižjo donosnost naložb vlagateljev.

Likvidnostno tveganje, ki je značilnost naložbene skupine in ga ni mogoče diverzificirati, predstavlja možnost, da naložbe ne bo mogoče prodati pred zapadlostjo oz. jo bo mogoče prodati samo s precejšnjim diskontom.

Običajno prevzemni skladi prevzemajo družbe s finančnim vzvodom, zato se lahko boniteta prevzetih družb zniža, s tem pa se zmanjša tudi njihova kreditna sposobnost, visoka zadolženost pa lahko povzroča težave pri poravnavi obveznosti ali celo nelikvidnost. S tveganjem finančnega vzvoda je povezano tudi obrestno tveganje. Nenadno povečanje obrestnih mer lahko povzroči občutno povečanje stroškov in zmanjšanje likvidnosti.

Valutna tveganja so povezana z valutnimi nihanji, z njimi pa se soočajo vlagatelji, ki vlagajo v tuje sklade nejavnega lastniškega kapitala ali v sklade, ki vlagajo v naložbe v tujih valutah.

Zaradi nelikvidnosti naložb in odsotnosti organiziranega trga se vlagatelji soočajo s tveganjem vrednotenja. Knjigovodska vrednost naložb lahko bistveno odstopa od poštene vrednosti naložbe. Vlagatelji želijo, da so njihove naložbe vrednotene čim bolj realno, zato je potrebno pri vrednotenju naložb upoštevati ustrezne metode, vrednotenja pa izvajati dovolj pogosto, da ne prihaja do večjih razlik med izkazanimi knjigovodskimi in poštenimi vrednostmi.

K zmanjšanju tveganja bistveno pripomore izkušnost in kvaliteta upravljavca, zato je za znižanje tveganja bistvena pridobitev dokazano uspešnega upravljavca. Načeloma naj bi veljalo, da so prevzemi skladov uspešnejši od prevzemov, ki so jih izvedle javne delniške družbe (Loos, 2005, str. 36). Ena od možnih razlag je boljša ocena finančnih vlagateljev skozi objektivno in natančno selekcijo, zaradi česar za prevzeme plačujejo manj kot drugi prevzemniki.

2.8. Donosnost naložb v sklade nejavnega kapitala

Skladi nejavnega lastniškega kapitala veljajo za naložbe z donosi, ki so bistveno večji od naložb v delnice podjetij, ki kotirajo na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, vendar pa zanesljivih in transparentnih podatkov, ki bi zagotovili primerljivost z drugimi oblikami naložb, ni na razpolago. Bistvena ovira za ugotavljanje donosnosti naložb je nelikviden trg

tako skladov kot tudi njihovih naložb. Poleg tega skladi nejavnega lastniškega kapitala niso zavezani k javnemu poročanju o rezultatih njihovih skladov, pa tudi metodologija merjenja rezultatov je manj razvita kot npr. pri vzajemnih skladih.

Podatki in raziskave o donosnosti naložb v sklade nejavnega lastniškega kapitala v primerjavi z vrednostnimi papirji na organiziranih trgih vrednostnih papirjev so skromni, rezultati pa se med seboj precej razlikujejo. Nekateri podatki kažejo, da donosnost naložb v sklade presega donosnost borznih indeksov javnih delniških družb, druge raziskave niso pokazale bistvenih odstopanj povprečnih donosnosti skladov v primerjavi z donosnostjo delnic na javnih trgih.

Tabela št. 5: Interna stopnja donosa glede na tip sklada in dobo investiranja po stanju 31.12.2005

Tip sklada	Interna stopnja donosnosti v %			
	1-letna	3-letna	5-letna	10-letna
Tvegani kapital (Evropa)	36,5	1,7	-3	6,4
Prezemni skladi (Evropa)	31,7	9,1	5,1	14,3
Evropski nejavni lastniški kapital	33,8	6,3	2	11,4
Tvegani kapital (ZDA)	15,6	7,5	-6,8	23,7
Prezemni skladi (ZDA)	31,3	16,3	5,2	9,2
Ameriški nejavni lastniški kapital	22,6	13,1	1,5	12,3
Morgan Stanley European Equity Index	16,6	13,2	-3,7	2,9
NASDAQ	5,2	14,2	-2,2	7,7
S & P 500	6,3	10,1	-1,1	7,3

Vir: Mueller, 2008, str. 41

Mueller je na podlagi podatkov o donosnosti skladov nejavnega lastniškega kapitala po stanju 31. 12. 2005 ugotovil, da je 10 letna interna stopnja donosnosti tako evropskih kot tudi ameriških nejavnih lastniških skladov občutno presegla primerljive borzne indekse javnih trgov vrednostnih papirjev. Vrednosti so izračunane iz podatkov, ki jih zbirajo združenja družb tveganega in nejavnega kapitala.

Drugačne rezultate sta v eni prvih raziskav s tega področja pripravila univerzitetna profesorja s Harvarda Kaplan in Schoar na vzorcih 746 in 1.090 skladov, ki zajema obdobje 1980 - 2001. V njej ugotavljata naslednje:

1. Povprečni neto donos skladov je približno enak gibanju indeksa S&P 500, pri čemer je potrebno upoštevati veliko heterogenost.

2. Donosnost je v veliki meri odvisna od upravljavca. Upravljavci, ki dosegajo nadpovprečne donose pri enem skladu, bodo verjetno nadpovprečne donose ustvarjali tudi pri drugih skladih in obratno. V stabilnosti nadpovprečnih donosov se zasebni naložbeni skladi razlikujejo od vzajemnih skladov, pri katerih je stabilnost nadpovprečnih donosov težko dokazati (Kaplan in Schoar, 2003, str. 3).
3. Obseg prilivov v sklade je pozitivno povezan z rezultati preteklih skladov.
4. Ustanavljanje novih zasebnih naložbenih skladov je večje v času dobrih rezultatov dejavnosti, vendar pa je verjetno, da bodo rezultati teh skladov skromnejši. Skromnejši rezultati skladov v obdobju rasti dejavnosti so posledica skromnih rezultatov novih skladov.

Vzroke za stabilno nadpovprečno donosnost posameznih skladov povezuje s sposobnostjo investiranja v boljše naložbe, zagotavljanja kvalitetnega managementa in nudenja ustreznega svetovanja.

Tabela št. 6: Donosnost skladov nejavnega lastniškega kapitala

	Vsi skladi	Skladi tveganega kapitala	Prezemni skladi
Tehtano povprečje IRR	18%	17%	18%
25 centil	4%	3%	5%
75 centil	23%	23%	22%
PME (Public Market Equivalent)	1,05	1,21	0,93
Standardni odklon	26%	31%	26%
Velikost vzorca	746	580	166
Povprečna vrednost sklada v vzorcu v mio USD		102,9	415,8

Vir: Kaplan in Schoar, 2003, str. 34

Neto interna stopnja donosnosti, upoštevajoč provizijo, je pri skladih nejavnega lastniškega kapitala znašala 18 %, kazalec PME, ki primerja donosnost investicije v sklade nejavnega lastniškega kapitala z investicijo v indeks S&P 500, pa je dosegel vrednost 1,05, kar pomeni, da so bili donosi v nejavne sklade lastniškega kapitala nekoliko boljši od donosov delnic, vključenih v indeks S&P 500. Donosnost skladov tveganega kapitala je dosegala 17%, kar je za 1 odstotno točko manj, kot pri prevzemnih skladih. Kazalec PME za sklade tveganega kapitala dosega v povprečju 1,21 in za prevzemne sklade 0,97. Razlika med vrednostmi izhaja iz dejstva, da so večji skladi tveganega kapitala v 90-ih dosegali boljše rezultate od manjših skladov v 80-ih letih prejšnjega stoletja, ravno obratno pa je veljalo za prevzemne sklade (Kaplan in Schoar, 2003, str. 10). Bruto donosnost skladov brez odbitka provizij v obeh primerih presega donosnost naložb v delnice S&P 500.

Razlike v donosnosti med posameznimi skladi so velike. Tako je donosnost 25. centila komaj 4%, 75 centila pa 23%, podobno je tudi pri obeh vrstah skladov. Razlike donosnosti so večje kot pri donosnosti delnic v indeksu S&P 500, kazalec PME za 25. centil znaša 0,67, za 75. centil pa 1,11. Standardni odklon je pri skladih tveganega kapitala za preučevano obdobje znašal 30%, pri prevzemnih skladih pa 22%, kar občutno presega standardni odklon indeksa S&P 500, ki je v tem obdobju znašal 15%.

Tudi Phalippou in Gottschalk v raziskavi, ki sta jo opravila na vzorcu 1.311 skladov, ugotavljata, da je bruto donosnost sicer višja od rasti S&P 500 za približno 3%, ob upoštevanju stroškov pa se donosnost skladov zniža in je za približno 3% nižja od rasti indeksa (2005, str. 30).

Nielsen je na podlagi podatkov danskih pokojninskih skladov, ki morajo javno objavljati podatke o donosnosti po naložbenih skupinah, ugotovil, da je donosnost naložb v tvegani kapital 3,9 odstotnih točk nižja od donosnosti naložb v javne družbe (Nielsen, 2008, str. 32). Pri tem je potrebno upoštevati, da danski pokojninski skladi skoraj 80% naložb v nejavni kapital vložijo neposredno in da je tako le manjši delež vložen v sklade nejavnega kapitala.

Pomemben razlog, ki pojasnjuje velik razpon donosnosti skladov, je v interesih in ravnanju investitorjev. Donosi različnih skupin investitorjev v sklade nejavnega lastniškega kapitala se namreč močno razlikujejo. Tako so Lerner, Schoar in Wong (2006, str. 2) ugotovili, da univerzitetni skladi dosegajo 14 odstotnih točk boljšo donosnost od povprečja, donosnost pokojninskih skladov se giblje okoli povprečja, najslabše rezultate pa dosegajo banke. Občutne razlike ni mogoče pojasniti z boljšo možnostjo dostopa do novih skladov zaradi daljše prisotnosti na trgu, saj so univerzitetni skladi sposobni tudi pri novih upravljavcih izbrati nadpovprečno donosne sklade. Univerzitetni skladi se redkeje odločajo za nove sklade istega upravljavca, kadar pa sprejmejo takšno odločitev, pa dosegajo bistveno boljše rezultate, kot jih dosegajo skladi, kjer niso nadaljevali z vplačili v nove sklade obstoječih upravljavcev.

Najverjetnejša razlaga za nadpovprečno donosnost univerzitetnih skladov je v boljši usposobljenosti, ustreznem plačilu in boljši motivaciji zaposlenih. Banke na tem področju dosegajo podpovprečne rezultate zaradi konflikta interesov, saj v sklade nejavnega lastniškega kapitala pogosto investirajo zaradi doseganja drugih ciljev, na primer zaradi pridobivanja novih strank ali financiranja prevzemov (Economist, 25.11.2004).

V Evropi podatke o skladih nejavnega lastniškega kapitala sistematično zbira, obdeluje in običajno kvartalno tudi objavlja Evropsko združenje nejavnega lastniškega kapitala European Private Equity Association (EVCA).

Poleg informacij o donosnosti naložbene skupine je za oblikovanje ustreznega portfelja pomembna tudi korelacija z drugimi naložbami. Nižja korelacija naložbe z drugimi

naložbami povečuje učinek diverzifikacije in izboljšuje razmerje med donosnostjo in tveganjem. Po podatkih Banca je korelacija skladov nejavnega lastniškega kapitala z delnicami javnih delniških družb dokaj nizka, in sicer med 0,49 in 0,58 (Bance, 2004, str.6) in zato dobrodošla za diverzifikacijo portfelja. Drugi avtorji navajajo zmerno do visoko korelacijo skladov nejavnega lastniškega kapitala z drugimi naložbami (Mueller, 2008, str. 44).

2.9. Nadzor nad presežnimi denarnimi tokovi in omejitev problema agentov kot ključni dejavnik uspešnosti nejavnega lastniškega kapitala

Uspešnost nejavnega lastniškega kapitala pojasnjuje Jensnova teorija presežnih denarnih tokov in problema agentov (Agency Cost of Free Cash Flow Theory). Lastniki družb z razpršenim lastništvom poslov ne vodijo sami, temveč jih zaupajo poslovodstvu tako, da bi ti ravnali skladno z njihovimi interesi. Lastniki tako nastopajo kot principal, poslovodstvo pa kot agent, ki po pooblastilu principalov deluje v njihovo korist. Teorija principala in agenta izhaja iz predpostavke, da tako principal kot tudi agenti maksimirajo svoje koristi. Zato obstaja nevarnost, da bo poslovodstvo, ki je bližje operativnemu delu in ga bolje pozna, delovalo predvsem v prid svojim interesom na račun principalovih. Problem agentov je prisoten v velikih podjetjih, kjer je lastništvo ločeno od upravljanja, v malih in srednjih podjetjih pa se ta problem pojavi z vstopom novih lastnikov v podjetje.

Iz problema agentov je Jensen izpeljal teorijo presežnih denarnih tokov, ki pojasnjuje visoke zadolžitve za prevzeme podjetij. Visoka zadolženost podjetja namreč od managementa zahteva visoko učinkovitost poslovanja in osredotočanje na izboljšanje poslovanja. Management mora čim prej zagotoviti visoko profitabilnost osnovne dejavnosti prevzete družbe in dovolj visoke denarne tokove, saj jim sicer grozi nelikvidnost. Nasprotno je management manj zadolženega podjetja bolj naklonjen neučinkoviti potrošnji prostih denarnih sredstev, vlaganju v nedonosne projekte, višjim plačam ipd.

Posojilodajalci zaradi visokega tveganja še posebej pazljivo preverjajo poslovne načrte in ocenjujejo tveganja, kar pomeni dodatno oceno ustreznosti. Če posojilodajalci zagotovijo ustrezna posojila za prevzem tarče, je to dodatna potrditev projekta prevzemnika.

Poslovodstvo, ki deluje kot agent lastnikov, deluje predvsem v skladu z lastnimi interesi, ki so različni od interesov lastnikov. Zato prihaja do velikih nasprotij pri izbiri primerne strategije. Izplačilo delničarjem predstavlja enega glavnih konfliktov med poslovodstvom in lastniki. Izplačila dividend znižujejo moč poslovodstva in ga silijo, da išče nov kapital na trgu, kjer je izpostavljen pregledom družbe, poslovodstva in projektov, interno financiranje projektov pa ne zahteva skrbnih in zahtevnih pregledov, zato lahko financirajo tudi projekte z nezadostnimi donosi (Bešter, 1997, str. 59).

Jensen opredeli presežni denarni tok kot presežek nad sredstvi, potrebnimi za financiranje vseh projektov s pozitivno denarno vrednostjo, in bi moral biti izplačan delničarjem. Cilj posloводства podjetja je maksimiziranje vrednosti premoženja podjetja in ne vrednosti podjetja, zato spodbujajo rast podjetja tudi takrat, ko je že doseglo optimalno velikost, saj jim to zagotavlja povečevanje obsega sredstev, ki jih upravljajo, in s tem rast osebne moči. Tovrstni konflikti so še posebej izraziti v družbah z velikim in stalnim prostim denarnim tokom.

Posledica tega so stroški nadzora in vpliva na ravnanje posloводства ter zmanjšanje učinkovitosti kot posledica nezmožnosti optimalne razrešitve omenjenega konflikta. Kadar so ti stroški visoki, lahko že sama grožnja prevzemov ali pa dejanska izvedba prevzema vpliva na njihovo znižanje (Bešter, 1997, str.60.)

Jensen (1989, str. 36) ugotavlja, da je nadzor nad delom posloводства javnih delniških družb neustrezen. Če delničarji postanejo nezadovoljni s poslovodstvom, nimajo druge alternative, kot da delnice prodajo. Čeprav delničarji tvegajo svoje premoženje, jih posloводство obravnava skupaj z zaposlenimi, dobavitelji, kupci in drugimi kot enega izmed deležnikov družbe. Posledica neustreznega nadzora so stroški agenta, ki nastanejo zaradi nižje učinkovitosti upravljanja družbe.

Dolg predstavlja temeljni instrument reševanja problema agentov, saj učinkovito znižuje stroške agentov z zniževanjem prostih denarnih tokov in s tem omejevanjem možnosti investiranja v manj učinkovite projekte. Tudi zadolževanje za odkup lastnih delnic zaradi istega razloga učinkovito znižuje agencijske stroške.

Visoka zadolžitev tako omogoča prevzemnikom rešitev problema agentov, hkrati pa jim tudi omejena sredstva omogočajo prevzem velikih podjetji oz. večjo diverzifikacijo naložb. Visoka zadolžitev prinaša tudi visoko finančno tveganje (financial risk), s katerim se družbe z tujimi viri financiranja soočajo poleg poslovnega tveganja. Finančno tveganje je dodatno tveganje, ki ga prevzamejo delničarji z navadnimi delnicami z odločitvijo o dodatnem financiranju s prednostnimi delnicami ali dolgom. Povečevanje dolga in prednostnih delnic povzroča povečevanje poslovnega tveganja, ki ga nosijo navadni delničarji.

Skladi nejavnega lastniškega kapitala znižujejo stroške agentov tudi z vključitvijo posloводства v lastniško strukturo, kar sicer pogosto velja tudi za javne delniške družbe. Poslovodstvu skladi nejavnega lastniškega kapitala zagotovijo precejšen delež delnic in s tem poslovođenje ni v nasprotju z interesi lastnikov.

Skladi nejavnega lastniškega kapitala zagotavljajo boljši nadzor dela posloводства in boljše notranje poročanje, kar jim omogoča večinsko lastništvo družb, v katerih imajo svoje naložbe. S tem čemer si zagotovijo ustrezno sestavo ustrezno usposobljenega in izkušenega posloводства ter nadzornega sveta. Pomembna prednost skladov pred javnimi družbami je

možnost hitre zamenjave neustreznega z učinkovitim, visoko motiviranim poslovodstvom (Masulius, 2009, str. 11).

Poleg zgoraj navedenih dejavnikov različni avtorji navajajo še dva dejavnika uspešnosti, in sicer znižanje stroškov zaradi umika delnic z organiziranega trga kapitala in davčne prihranke zaradi finančnega vzvoda.

3. POKOJNINSKI SKLADI IN STRATEGIJA UPRAVLJANJA NJIHOVIH NALOŽB

3.1. Splošno o pokojninskem zavarovanju

Pokojninsko zavarovanje je poleg zdravstvenega zavarovanja najpomembnejši del sistema socialne varnosti, ki z izplačili pokojnin zagotavlja večini starejšim ljudem, ko niso več zaposleni, najpomembnejši vir prihodkov. Najpomembnejši cilj pokojninskega zavarovanja je zagotoviti starejšim dovolj velike prihodke in s tem preprečiti njihovo revščino.

Idealen pokojninski sistem je vzdržen na dolgi rok, lahko dostopen, z vnaprej znanimi rezultati, zaščiten pred političnim tveganjem in povečuje nacionalne prihranke, s čemer spodbuja gospodarsko rast. Med želenimi lastnostmi pokojninskega sistema na mikro nivoju Modigliani in Muralidhar izpostavljata nizke stroške upravljanja in svobodo posameznika, da prosto izbere višino vplačil in investicijsko politiko (Modigliani in Muralidhar, 2004, str. 18).

Večina sodobnih pokojninskih sistemov zagotavlja socialno varnost s tristebnim pokojninskim sistemom, ki predstavlja kombinacijo javnega zavarovanja in privatnih pokojninskih načrtov.

Prvi steber pokojninskega sistema predstavlja javni pokojninski sistem, za katerega je značilen dokladni način financiranja, ki temelji na medgeneracijski izmenjavi (pay-as-you-go, skrajšano PAYGO) in v katerem zaposlena generacija plačuje s svojimi prispevki pokojnine upokojujencem in pri tem pričakuje, da bo naslednja generacija plačevala pokojnine njim. Pokojnine se v tem sistemu izplačujejo pretežno iz tekočih prispevkov, kot je to v Bismarkovem korporativističnem modelu², ali pretežno iz tekočih davkov, kar je značilnost skandinavskega in Beveridgeovega modela³.

² Za ta model je značilen visok obseg pravic, ki so pogojene s plačilom prispevkov. Obseg državnega intervencionizma je relativno majhen.

³ Skandinavski model nudi visok obseg pravic, ki so univerzalne in izvirajo že iz naslova državljanstva. Za model je značilen širok obseg državnega intervencionizma, s prispevki se financira le manjši delež potrebnih prihodkov. Tudi v Beveridgeovem modelu, ki je značilen za anglosaksonske dežele predstavljajo davki najpomembnejši vir, obseg pravic pa je relativno skromen.

Sistem javnega - socialnega pokojninskega zavarovanja spodbuja socialno blaginjo, ščiti upokojence pred revščino, recesijo, inflacijo in investicijskim tveganjem. Štiri države EU (Danska, Švedska, Finska in Nizozemska) imajo nacionalne sheme, ki pokrivajo vse rezidente, prvi steber v Veliki Britaniji in Irski pa pokriva le zaposlene. Druge članice EU nimajo enotnih nacionalnih shem, temveč sheme, ki so vezane predvsem na zaposlene (Stanovnik, 2008, str. 203).

Višina prispevkov PAYGO sistema je odvisna od rasti prebivalstva, produktivnosti, sprememb življenjske dobe in sprememb v starostni strukturi prebivalstva. V stabilnih razmerah brez večje demografske dinamike prispevna stopnja pokojninskega zavarovanja pada z rastjo prebivalstva in obratno, manjša ali negativna rast prebivalstva zahteva višjo prispevno stopnjo in prispevke aktivnega prebivalstva. Podobno na prispevno stopnjo vpliva rast produktivnosti. Potrebna prispevna stopnja je poenostavljeno seštevek stopnje rasti prebivalstva in produktivnosti (Modigliani in Muralidhar, 2005, str. 28).

Večina razvitih držav ima poleg prvega stebra pokojninskega zavarovanja razvite tudi druge oblike pokojninskih zavarovanj, ki so financirane pretežno na kapitalski osnovi prek naložbenih skladov. Drugi steber pokojninskega sistema predstavljajo različne oblike poklicnih pokojninskih shem, v katerih je sodelovanje praviloma obvezno. Udeležba v teh pokojninskih načrtih je povezana z zaposlitvijo in so običajno rezultat sporazuma med socialnimi partnerji. Prispevke običajno plačujejo zaposleni in delodajalci (Evropska komisija, 1997, str. 3).

Tretji steber pa predstavljajo različne oblike prostovoljnih pokojninskih zavarovanj, ki niso povezane z zaposlitvijo in jih zavarovanci sklepajo neposredno s ponudniki storitev, večinoma imajo lastnosti pokojninskih načrtov z določenimi prispevki in se običajno sklepajo kot življenjsko zavarovanje (Komisija evropskih skupnosti, 1997, str. 4)⁴.

Neuravnoteženi pokojninski sistemi s prevladujočim javnim pokojninskim zavarovanjem postajajo zaradi demografskih trendov z nizko nataliteto in podaljševanjem življenjske dobe vse manj primerni za zagotavljanje socialne varnosti starejših. Delež starejših od 60 let, ki je v začetku tega desetletja v EU znašal 22%, bo namreč v letu 2020 narasel na 30%, do leta 2050 pa celo na 40%. V letu 2000 je bilo razmerje med zaposlenimi in neaktivnim starejšim prebivalstvom v OECD 2,6 proti 1, v letu 2050 pa bo razmerje bistveno slabše in bo znašalo le še 1,4 proti 1 v korist zaposlenih (OECD, 2006, str. 11). V drugi polovici 90-ih je bilo v

⁴ Svetovna banka razvršča pokojninske stebre nekoliko drugače od uveljavljene klasifikacije pokojninskega sistema. Po tej opredelitvi ničelni steber zagotavlja izplačevanje osnovne ali socialne pokojnine, ki je univerzalna, zagotavlja življenjski minimum, ni odvisna od delovne dobe prejemnikov in se financira iz proračuna. Prvi steber predstavlja javni pokojninski sistem z dokladnim načinom financiranja. V drugi steber všteva le obvezna poklicna pokojninska, ne pa tudi prostovoljna pokojninska zavarovanja. Tretji steber združuje vsa prostovoljna pokojninska zavarovanja, dodaja pa še četrti steber, v katerega uvršča neformalno podporo (družina), druge socialne programe in posameznikovo finančno in nefinančno premoženje (Holzman in Hinz, 2005, str. 10).

Nemčiji kar 82% pokojnin izplačanih iz javnih pokojninskih zavarovanj, kar je predstavljajo med 10 in 11% nemškega BDP-ja, izplačila na podlagi poklicnih pokojninskih načrtov pa komaj 1% BDP-ja. Najslabši je bil položaj v Italiji, kjer so državne pokojnine predstavljale 14% BDP. Na drugi strani je Nizozemska, kjer so pokojnine prvega pokojninskega stebra dosegale 8% BDP, po strukturi pa je bilo 50% pokojnin izplačanih iz prvega, 40% iz drugega in 10% iz tretjega pokojninskega stebra (EU Monitor, 2003, str. 22).

Brez radikalne pokojninske reforme se bodo prispevne stopnje aktivnega prebivalstva morale občutno povečati, sicer se bo socialna varnost starejših močno zmanjšala. Zato je nujno hitro in temeljito ukrepanje po eni strani s podaljševanjem delovne dobe in večjega deleža starejšega aktivnega prebivalstva⁵, po drugi strani pa z reformiranjem pokojninskih sistemov, s čemer bi poleg javnega pokojninskega sistema socialno varnost starejših zagotavljale še druge oblike pokojninskih zavarovanj iz drugega in tretjega pokojninskega stebra.

3.2. Pokojninska zavarovanja na kapitalski osnovi

V okviru poklicnih pokojninskih zavarovanj pokojninske sklade na podlagi pokojninskega načrta ustanovijo ustanovitelji (sponzorji), to so največkrat podjetja. Pokojninski skladi s plačili članov pokojninskega načrta v času njihove zaposlitve zbirajo in investirajo sredstva z namenom zagotovitve pokojnin. Pri tem gre za izrazito dolgoročno upravljanje naložb, skladno z v pokojninskem načrtu opredeljeno naložbeno politiko. Privatni pokojninski načrti praviloma temeljijo na zbiranju in upravljanju sredstev skladno s pokojninskimi načrti na osebnih računih zavarovancev, zato višina izplačil zavarovancem ni odvisna od demografskih trendov.

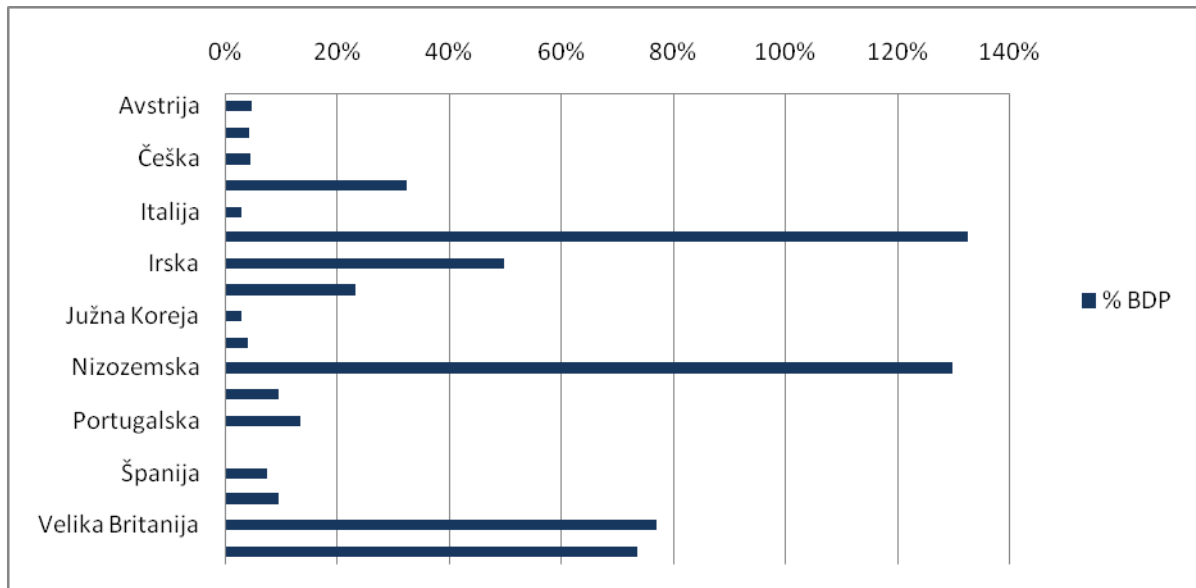
Pokojninska zavarovanja iz drugega stebra pokojninskega sistema ponujajo različni izvajalci. V državah OECD so v letu 2006 imeli največji tržni delež pokojninski skladi kot posebne specializirane finančne institucije za zbiranje, upravljanje z zbranimi sredstvi in izplačevanje pokojnin s 66,1% celotnega trga pokojninskih zavarovanj, sledijo banke in investicijske družbe (17,7%), zavarovalnice (14,1%) in knjižne rezerve (2,1%) (Pension Markets in Focus, November 2007, str. 2).

Premoženje pokojninskih skladov je v letih 2004-2006 po podatkih OECD naraščalo po povprečni letni stopnji 9,0%. V letu 2006 je ocenjeno premoženje pokojninskih skladov znašalo 13,4 bilijonov EUR, od tega veliko večino, to je 12,9 bilijonov EUR v državah OECD. Med državami z največjo vrednostjo premoženja v višini 9,7 bilijonov USD

⁵ Slovenija je med državami EU po povprečni dobi starosti ob izstopu državljanov iz delovnega kontingenta (56,2 leta) na prvem mestu, medtem ko se v povprečju najpozneje upokojujejo na Irskem (64,6 leta). V Sloveniji je bila v letu 2006 povprečna starost ob upokojitvi starostnih in invalidskih upokojujencev v Sloveniji najnižja v EU in sicer 59,6 leta za starostne in 52,4 leti za invalidske upokojujence (Vertot Nelka, 2007, str.2).

razpolagajo pokojninski skladi ZDA, sledijo Velika Britanija z 1,8 bilijonov USD, Japonska (1,0 bilijonov USD) in Nizozemska (0,9 bilijonov USD).

Slika št. 6: Sredstva pokojninskih skladov v letu 2006 kot % BDP



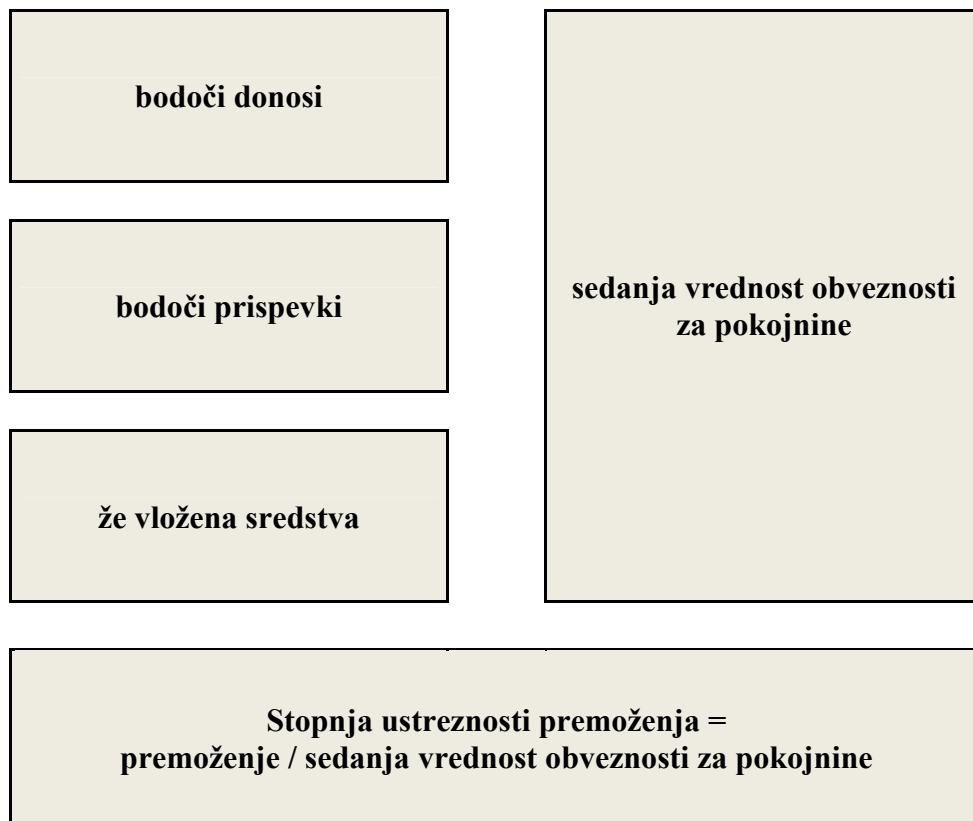
Vir: OECD Pension markets in focus, 2007, str. 6

Višina sredstev pokojninskih skladov, merjena kot delež BDP, se med državami zelo razlikuje. Tako vrednost islandskih in nizozemskih pokojninskih skladov presega 120% BDP, drugi in tretji steber pokojninskega zavarovanja sta visoko razvita še v ZDA in Veliki Britaniji, kjer njihova vrednost presega 70% BDP, v številnih državah pa ne dosegajo niti 10% vrednosti BDP, kar kaže na prevladujočo vlogo prvega pokojninskega stebra. Povprečje za države OECD za leto 2006 znaša 72,5% BDP.

OECD pričakuje nadaljnjo zmerno rast pokojninskih skladov tako v državah z razvitimi pokojninskimi sistemi, kjer pokojninski skladi presegajo 20% BDP, in intenzivnejšo rast v razvijajočih se in novih trgih.

Višina pokojnine v pokojninskih sistemih na kapitalski osnovi je odvisna od višine prispevkov in donosnosti akumuliranih sredstev, vir za izplačila pokojnin tako niso samo vplačani prispevki, temveč tudi donosi na akumulirana sredstva.

Slika št. 7: Bilanca stanja pokojninskega sklada



Vir: Modigliani in Muralidhar, 2005, str. 5

Pokojninski sistemi na kapitalski osnovi so praviloma učinkovitejši od PAYGO sistemov, saj se pokojnine ne izplačujejo samo iz akumuliranih vplačil, temveč tudi donosov na zbrana sredstva. Prav ustrezni donosi dajejo pokojninskim sistemom s kapitalskimi vlaganji odločilno prednost pred javnimi PAYGO sistemi, saj so v razmerah nizke gospodarske rasti in nizke rasti prebivalstva potrebne višje prispevne stopnje pokojninskega zavarovanja. Dodatna izjemno pomembna prednost pokojninskih sistemov na kapitalski osnovi je tudi v njihovi sprejemljivosti in primernosti v času večjih demografskih sprememb.

3.2.1. Vrste pokojninskih načrtov

Privatna pokojninska zavarovanja se medsebojno razlikujejo predvsem v tem, kako je med člani načrta in ustanoviteljem porazdeljeno investicijsko tveganje. Pokojninski načrti so lahko z vnaprej določenimi pravicami (Defined Benefit Pension Funds) ali z vnaprej določenimi prispevki (Defined Contribution Pension Funds) (Brigham in Gapenski 1996, str. 962).

Večina pokojninskih načrtov je še vedno organiziranih kot načrt z vnaprej določenimi pravicami (Defined Benefit Pension Funds), čeprav njihov delež občutno pada. Pokojninske

sklade običajno oblikujejo podjetja za svoje zaposlene, naložbe pokojninskih skladov pa predstavljajo poroštvo za obveznosti do svojih zavarovancev in so pravzaprav oblika dolgoročnih obveznosti delodajalca (Bodie et al, 2005, str. 956). Podjetje vplačuje sredstva v pokojninski sklad, iz katerega se kasneje izplačujejo pokojnine za upokojene delavce v vnaprej določeni višini. Običajno se višina pokojnine določi kot odstotek plače v določenem obdobju, npr. v zadnjem letu, in je odvisna od let zaposlitve pri delodajalcu. Vplačila so za podjetja davčno priznani izdatki in zato zmanjšujejo davčno osnovo. Ustanovitelj (sponzor) je dolžan izplačevati članom pokojninskega načrta vnaprej dogovorjeno pokojnino, ki je odvisna od višine plače in dolžine zaposlitve pri delodajalcu. Tveganje slabega upravljanja s portfeljem pokojninskega sklada pri pokojninskem načrtu z vnaprej določenimi pravicami tako v celoti nosijo delničarji sponzorja (Bodie et al, 2005, str. 942). V primeru, da pokojninski sklad ni zmožen izplačevati pokojnin v dogovorjenih zneskih iz svojih sredstev, mora dodatna sredstva zagotoviti sponzor.

Sedanja vrednost bodočih izplačil ni znana, saj je višina pokojnin odvisna od gibanja plač in dolžine delovne dobe upravičencev, ni pa znana niti dolžina izplačevanja obveznosti, zato se za izračun sedanjih vrednosti bodočih izplačil uporabljajo aktuarske metode. Sedanja vrednost bodočih izplačil je izračunana na določenih predpostavkah, kot so pričakovani donosi naložb, gibanja prihodnjih plač, pričakovane delovne dobe in pričakovane življenjske dobe (Ivanc, 2004, str. 42).

Sklad z vnaprej določenimi pravicami je lahko delno poln (underfunded), ko je njegova sedanja vrednost manjša od sedanje vrednosti bodočih obveznosti, ali prepoln (overfunded), ko vrednost sredstev sklada presega sedanjo vrednost obveznosti. Ugotavljanje polnosti sklada temelji na številnih aktuarskih ocenah, kot so bodoče stopnje inflacije, rasti plač, pričakovane življenjske dobe, donosnosti sredstev sklada, ki se spreminjajo. Zato je tovrstno ugotavljanje zgolj približna ocena.

Tovrstni načrti prinašajo sponzorjem nekatere prednosti, saj so lahko zneski nakazil iz leta v leto različni in tako odvisni od likvidnosti družbe in reguliranja davčne bilance. Ko so dobički visoki, lahko sponzor prispeva večje zneske in si s tem zmanjšuje davčno osnovo in znižuje davke. Načrti z vnaprej določenimi prispevki ne omogočajo tovrstne prilagodljivosti. Po drugi strani mora sponzor v primeru slabega upravljanja s sredstvi povečati vplačila v sklad, kar pri načrtih z vnaprej določenimi prispevki ni potrebno.

Pri pokojninskem načrtu z vnaprej določenimi prispevki višina pokojnine ni vnaprej določena in je odvisna od uspešnosti upravljanja s premoženjem sklada. Obveznost sponzorja je v tem primeru le plačevanje prispevkov skladno s pokojninskim načrtom. Prispevki so običajno določeni kot delež plače. Pri načrtu z vnaprej določenimi prispevki celotno investicijsko tveganje nosi zavarovanec. Vrednost sredstev na osebnem računu zavarovanca je odvisna od trajanja aktivnega življenja, višine prispevkov in donosa sredstev, investiranih v sklad (Vittas, 2005, str. 17).

Pokojninski načrti z vnaprej določenimi prispevki običajno omogočajo zavarovancem izbiro med različnimi alternativami, tako da lahko vsak posameznik izbere tisto, ki mu najbolj ustreza. (Brigham in Gapenski, 1996, str. 963).

Zaposleni, ki se upokojijo v času rasti delniških in obvezniških trgov, si bodo zagotovili občutno višjo pokojnino kot zaposleni, ki se bodo upokojili v času, ko cene vrednostnih papirjev padajo ali stagnirajo. Ob predpostavki, da je pokojninski sklad vlagal samo v ameriške delnice, bi zaposleni, ki so se upokojili v letu 1998, prejeli 180% večjo pokojnino od tistih, ki so se upokojili v letu 2005. Po drugi strani bi zaposleni, ki so se upokojili v letu 1975, prejeli približno 50% nižjo pokojnino od tistih, ki so se upokojili v letu 1973, saj so vrednosti delnic padle v letu 1973 za 21% v letu 1974 pa še za 34% (Vittas, 2005, str. 5). Skladi z vnaprej določenimi prispevki so že po definiciji polni.

Zato je temeljno vodilo investicijskih odločitev skladov z vnaprej določenimi prispevki diverzifikacija naložb ob tveganju, ki je še sprejemljivo za zavarovance. Druga možna strategija je postopno spreminjanje strukture naložb glede na starost zavarovancev. Za mlajše zavarovance na začetku delovne dobe je primernejši večji delež bolj tveganih in s tem višje donosnih naložb kot so delnice, s približevanjem časa upokojitve pa se delež varnejših naložb, kot so obveznice in komercialni zapisi, povečuje, s čemer se zmanjšuje izpostavljenost tržnim nihanjem.

Večina pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi pravicami je organizirana preko podjetij v obliki poklicnih pokojninskih shem, pokojninski načrti z vnaprej določenimi prispevki pa so organizirani pri finančnih institucijah in značilni za osebne pokojninske sheme.

Pokojninska plana z vnaprej določenimi pravicami in vnaprej določenimi prispevki se medsebojno ne izključujeta. V ZDA pogosto predstavlja načrt z določenimi pravicami osnovni pokojninski načrt, ki je obvezen in je dopolnjen s prostovoljnim članstvom v načrtu s vnaprej določenimi prispevki (Bodie et al, 2005, str. 956).

Odločitev o izbiri pokojninskega načrta niti za sponzorja niti za zaposlene ni enostavna. Pokojninski načrti z vnaprej določenimi pravicami zagotavljajo večjo davčno prilagodljivost, saj družbe lahko prispevke prilagajajo svojemu davčnemu položaju. V visokodonosnih letih sponzorji z visokimi pokojninskimi prispevki znižujejo davčno osnovo, kar pri načrtih z vnaprej določenimi prispevki ni mogoče. Po drugi strani se prispevki družb z načrti z vnaprej določenimi prispevki ne povečujejo tudi v primeru slabih rezultatov poslovanja sklada, njihova prednost pa je še v nižjih stroških.

Modigliani in Muralidhar predlagata dvostebni pokojninski sistem. Prvi steber bi predstavljal »Idealni model« ki bi združeval pozitivne lastnosti pokojninskega načrta z vnaprej določenimi prispevki in pokojninskega načrta z vnaprej določenimi pravicami. Po

njunem predlogu naj bi bil prvi steber zasnovan na kapitalski osnovi z vnaprej določenimi pravicami, v katerem bi za realne letne donose garantirala vlada po posebnem modelu, drugi steber pa bi predstavljal prostovoljna zavarovanja v pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki (Modigliani in Muraldihar, 2005, str. 34)

3.4. Osnovne vrste naložb pokojninskih skladov

Tradicionalni razredi naložb pokojninskih skladov so obveznice, delnice, instrumenti denarnega trga, depoziti in posojila, določen del svojih naložb pa pokojninski skladi usmerijo še v alternativne naložbe, kamor se uvrščajo novejša ali manj običajne naložbene skupine, kot so skladi nejavnega lastniškega kapitala, hedge skladi, nepremičnine in izvedeni finančni instrumenti.

3.4.1. Obveznice

Obveznice predstavljajo temeljno naložbeno skupino pokojninskih skladov zaradi njihovega praviloma nizkega tveganja. Gre za visoko likvidne dolžniške vrednostne papirje, običajno z vnaprej določeno obrestno mero in vnaprej znanimi denarnimi tokovi, s katerimi lahko pokojninski skladi financirajo poravnavo bodočih obveznosti. Obveznice običajno izdajajo vlade, lokalne skupnosti, podjetja ali finančne institucije. Zaradi razpršitve tveganja pokojninski skladi med naložbe vključujejo obveznice različnih, tako domačih, kot tudi tujih izdajateljev. Obrestne mere so zaradi dolgoročnega značaja višje, kot na kratkoročne oblike dolžniških naložb. Tako je povprečna donosnost ameriških dolgoročnih državnih obveznic znašala 5,68%, kar je slabi 2 odstotni točki nad donosom zakladnih menic (T-Bills) (Bodie et al, 2005, str. 147).

Pokojninski skladi kontinentalne Evrope tradicionalno pomemben delež naložb usmerijo v domače obveznice, ki predstavljajo tudi do 70% celotnega portfelja, v anglosaksonskih državah pa je delež dolžniških vrednostnih papirjev tradicionalno nizek. Tudi za slovenske pokojninske sklade predstavljajo obveznice največji delež naložb.

Naložbe v obveznice so poleg tveganja neplačila izpostavljene še obrestnemu tveganju. Obrestna mera je običajno določena ob izdaji obveznice in se do zapadlosti ne spreminja. V primeru, da obrestna mera na denarnem trgu raste, tržna vrednost obveznice pade, kar znižuje donosnost pokojninskih skladov.

3.4.2. Delnice

Delnica predstavlja lastniški delež v delniški družbi in daje pravico do enega glasu na skupščini delničarjev. Delničarji lahko pričakujejo izplačilo dividend le v primeru ustrezno

velikega dobička in potrditve ustreznega sklepa na skupščini delničarjev in so v primeru stečaja ali likvidacije upravičeni do poplačila po poplačilu vseh drugih upnikov.

Vlagatelji lahko delnico pridobijo z nakupom primarne emisije delnic ali na organiziranem ali neorganiziranem trgu vrednostnih papirjev. V primeru, da gre za javno delniško družbo in se zato z delnicami trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, mora izdajatelj skladno z zakonodajo in pravili trgov delničarjem in drugi javnosti zagotavljati predpisane podatke in dokumente. Obveznosti nejavnih delniških družb so bistveno ohlapnejše.

Naložbe v delnice so visoko tvegane, zato investitorji zahtevajo premijo za tveganje. Povprečna letna donosnost delnic velikih ameriških podjetij v obdobju 1928 do 2002 je znašala 12,04% in je tako za 6,4 odstotne točke višja od donosnosti dolgoročnih državnih obveznic (Bodie et al, 2005, str. 145).

Bodie navaja, da so novejša empirična raziskava pokazale negativno korelacijo med donosnostjo in inflacijo, kar je v nasprotju s prepričanjem, da so inflacija ne vpliva na vrednost delnic, kar utemeljuje z argumentom, da se z rastjo inflacije povečujejo tudi poslovna tveganja, zato vlagatelji zahtevajo višjo premijo za tveganje (Bodie et al, 2005, str. 639).

3.4.3. Gotovina, kratkoročni depoziti in kratkoročni dolžniški vrednostni papirji

Pokojninski skladi imajo za zagotavljanje likvidnosti zaradi izplačil obveznosti upokojencem ali zaradi načrtovanega vlaganja v druge naložbene skupine del naložb v gotovini, kratkoročnih depozitih ali kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjih. Donosnost tovrstnih naložb je nizka, zato si pokojninski skladi prizadevajo, da je tovrstnih naložb čim manj.

3.4.4. Hipotekarna in druga posojila

Hipotekarno posojilo je s hipoteko zavarovano posojilo, ki daje pravico upniku, da v primeru neplačila lastnino zaseže in jo proda ter poplača neporavnane obveznosti. Tovrstna posojila so v primeru stabilnega nepremičninskega trga nizko tvegana, trenutno pa zaradi finančnega in nepremičninskega zloma predstavljajo naložbo z močno povečanim tveganjem, ki je zato manj primerna za naložbe pokojninskih skladov.

3.4.5. Alternativne naložbe

Alternativne naložbe so tiste naložbe, ki jih ne moremo uvrstiti med tradicionalne, kot so delnice, obveznice, gotovina in instrumenti denarnega trga. Običajno imajo te naložbe nizko korelacijo z tradicionalnimi naložbenimi skupinami. Pokojninski skladi med alternativnimi naložbami izbirajo med skladi nejavnega lastniškega kapitala, hedge skladi, nepremičninami in finančnimi derivati.

Tabela št. 7: Grafična predstavitev alternativnih naložb

SKLADI NEJAVNEGA KAPITALA	HEDGE SKLADI	NEPREMIČNINE	OSTALO
tvegani kapital	short/long	stanovanja, hiše	surovine
prevzemi podjetij	global macro	pisarne	valute
mezzanine financiranje	arbitraža		obrestne mere
druge oblike			

Vir: Bance, 2004, str. 2.

Dejavnost hedge skladov je zelo heterogena, med strategijami pa so pogostejše strategije dolgih/kratkih pozicij, z dogodkom pogojene strategije (event driven strategy), arbitražne strategije in usmeritvene strategije. Hedge skladi beležijo visoko rast sredstev, ki jih upravljajo. Konec 2006 so po podatkih International Financial Services hedge skladi upravljali z 1.500 mld USD, kar je dvakrat več, kot konec 2003. Hedge skladi so v nekaterih pogledih podobni skladom nejavnega kapitala, saj zbirajo sredstva dobro poučenih vlagateljev, so ohlapno regulirani, pri poslovanju običajno uporabljajo finančni vzvod, upravljavci pa za svoje delo običajno zaračunavajo letno provizijo v višini 2% vrednosti naložb in 20% ustvarjenega dobička. Po drugi strani pa so hedge skladi ustanovljeni za nedoločen čas, vlagajo večinoma v likvidne naložbe in zagotavljajo investitorjem dokaj prost vstop in izstop.

3.5. Donosnost in tveganje naložb pokojninskih skladov

Visoka donosnost sredstev pokojninskih skladov zagotavlja vlagateljem višje pokojnine oziroma omogoča nižja vplačila za pridobitev želene višine pokojnine in je ključna za visoko zadovoljstvo vlagateljev in s tem ohranitev ali rast njihovega števila in vloženega premoženja.

Naložbe pokojninskih skladov se med seboj razlikujejo tako po donosnosti kot tudi tveganju. Depoziti, blagajniški zapisi in obveznice imajo nizko stopnjo tveganja, vendar pa so tudi donosi nizki. Lastniške naložbe v delnice in deleže podjetij prinašajo višjo donosnost, vendar pa so te naložbe povezane s precejšnjo stopnjo tveganja. Temeljni cilj naložbene politike pokojninskih skladov je izbira takšne kombinacije naložb, ki bo zagotavljala maksimalno

donosnost ob določenem tveganju (risk return trade off). Z diverzifikacijo naložb v instrumente denarnega trga, obveznice, delnice in alternativne naložbe lahko investitor občutno zmanjša tveganje in ob tem dosega še vedno visoke donose.

Markowitz velja za utemeljitelja teorije razpršitve naložb (Bodie et al, 2005, str. 245). Po njegovem modelu obstaja kombinacija naložb, pri kateri ob danem pričakovanem tveganju investitor doseže najvišjo možno donosnost oz. ob dani donosnosti tveganja ni mogoče znižati. Krivulja učinkovitosti (frontier of efficient portfolio) predstavlja najboljše kombinacije naložbenih priložnosti. Vsak portfelj, pri katerem je možno povečati donosnost brez povečanja tveganja, ne leži na krivulji učinkovitosti in je zato neučinkovit. Pogoj za diverzifikacijo naložb je, da sta dve naložbi oz. skupini naložb manj kot popolnoma povezani med sabo. Manjša, kot je korelacija med dvema naložbama ali skupinama naložb, bolj sta primerni za uvrstitev v portfelj.

Da bi dosegli diverzifikacijo, sponzorji pogosto vključujejo upravljavce z različnimi upravljavskimi stili. Tako lahko pri upravljanju pokojninskega sklada sodelujejo specializirani upravljavci za hitrorastoča podjetja, podjetja iz energetske panoge, velika podjetja ipd. (Brigham in Gapenski, 1996, str. 983).

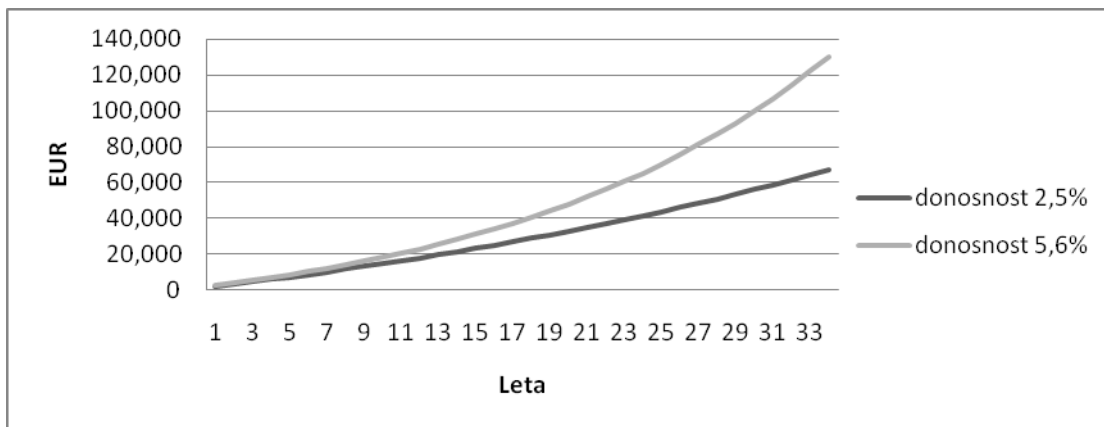
Izračun krivulje učinkovitosti je mogoče izdelati z nekaterimi računalniškimi programi in ga uporabljati v praksi, pri tem pa potrebujemo niz zgodovinskih podatkov o donosnosti, standardnih odklonih in korelaciji med posameznimi vrstami naložb, ki jih apliciramo na prihodnost (Bodie et al, 2005, str. 246). Tako predpostavljamo, da se bodo pretekla gibanja donosnosti, standardnega odklona in korelacije nadaljevala tudi v prihodnje in je tako model lahko samo eden od pomožnih orodij za oblikovanje učinkovitega portfelja, saj nam zgodovinski podatki ne morejo napovedati gibanj v prihodnosti.

Naložbe pokojninskih skladov naj bi bile torej oblikovane tako, da bi ob določenem tveganju zagotavljale največjo donosnost. Sklad lahko zagotovi višjo donosnost le tako, da bo v svojem portfelju povečeval delež delnic in drugih visoko tveganih finančnih naložb na račun manj tveganih naložb, kot so delnice in drugi dolžniški vrednostni papirji. Velik pokojninski sklad običajno investira na domačem in tujih trgih v številne oblike naložb, ki se med seboj bistveno razlikujejo in zahtevajo specialna znanja, zato upravljavci premoženja naložbe optimizirajo v okviru posameznih naložbenih skupin in ne vseh posamičnih naložbenih priložnosti naenkrat (Bodie et al, 2005, str. 253).

Pri upravljanju s premoženjem lahko pokojninski skladi uporabljajo aktivno ali pasivno tehniko upravljanja. Aktivna tehnika upravljanja izhaja iz predpostavke, da je možno s pravilnim izborom naložb zagotoviti višjo donosnost, cilj pasivne tehnike upravljanja pa je doseči povprečne donose ob minimalnih stroških (Brigham in Gapenski, 1996, str. 984). Najpreprostejša vrsta pasivnega upravljanja so indeksni skladi. Raziskave kažejo, da so rezultati aktivnega upravljanja za eno do dve odstotni točki slabši od primerljivega indeksa.

Naložbena politika in donosnost skladov bistveno vpliva na višino izplačil upravičencem. Zaradi dolgega časovnega razdobja med začetkom vlaganj in prejemanjem pokojnin so lahko pokojnine skladov z nekoliko bolj tveganimi naložbami občutno višje od skladov z manj tveganimi naložbami. Predpostavimo, da 30 letni zavarovanec v pokojninski sklad samostojno ali na njegov račun podjetje mesečno vplača znesek v višini 100 EUR in da se zavarovanec upokoji pri 65-ih letih.

Slika št. 8: Rast naložbe ob 2,5% in 5,6% letni donosnosti



Vir: Lastni izračun

V primeru, da bo donosnost pokojninskega sklada enaka dolgoletnemu povprečju donosnosti na ameriške obveznice v višini realno 2,5%, bo zavarovanec ob upokojitvi razpolagal z 67.041 EUR. V kolikor bo realna donosnost znašala 5,6 %⁶, pa bo vsota narasla na 130.008 EUR. Upokojenec bo torej v primeru nekoliko večjega deleža bolj tveganih naložb prejemal kar za 87% večjo pokojnino, kot v primeru manj tveganih naložb.

V primeru pokojninskega načrta z vnaprej določenimi pravicami struktura naložb vpliva na višino stroškov družbe in njen dobiček. Če poklicni pokojninski sklad vlaga v manj tvegane naložbe iz primera zgoraj, bodo morala za isto višino pokojnine vplačila bistveno presegati vplačila v pokojninski sklad z bolj tvegano strukturo naložb, kar seveda pomeni višje stroške podjetja in nižji dobiček.

Merjenje učinkovitosti pokojninskih skladov je pogoj za učinkovito upravljanje. Podatki o rezultatih pokojninskih skladov so pomembni tako za vlagatelje oz. sponzorje, saj na podlagi podatkov ocenjujejo upravljavce in jih primerjajo z rezultati drugih pokojninskih skladov, kot tudi za same upravljavce, ki s tem ocenjujejo uspešnost upravljanja. Če vlagatelji v pokojninske načrte z določenimi prispevki ocenijo upravljanje pokojninskega sklada kot

⁶ Realna donosnost portfelja s 50% obveznic in 50% delnic velikih podjetij za obdobje 1992-2002 (Bodie et al, 2005, str. 147).

neuspešno, lahko sredstva prenesejo na drugega upravljavca. Pri pokojninskih načrtih z določenimi pravicami pa je dobro upravljanje pokojninskega sklada v interesu sponzorja (Davis, Steil, 2005, str. 80). Merjenje učinkovitosti je dobro razvito v anglosaksonskih deželah, manj pa v kontinentalni Evropi in Japonski.

Brigham in Gapenski navajata, da ameriški pokojninski skladi v praksi običajno oblikujejo portfelj s 25% do 50% obveznic in 50% do 75% delnic, kar zagotavlja ustrezno razmerje med tveganjem in donosnostjo. Investiranje v alternativne naložbe – sklade nejavnega lastniškega kapitala, nepremičnine in hedge fonde zagotavljajo dodatne pozitivne učinke. Številni pokojninski skladi sredstva vlagajo v vsaj štiri različne tipe alternativnih naložb, nekateri pa tudi v surovine, kot na primer nafto in kovine kot zaščito pred inflacijo (Brigham in Gapenski, 1996, str. 979).

Vrsta pokojninskega načrta pomembno vpliva na odnos do tveganja, zato je lahko naložbena politika pri skladu z vnaprej določenimi pravicami drugačna, kot v skladu z vnaprej določenimi prispevki. Nagnjenost do tveganja pokojninskih skladov z vnaprej določenimi pravicami je odvisna od narave pokojninskih obveznosti, finančne moči sponzorja in njegovega nagnjenja k tveganju ter od stopnje polnosti sklada. Upravičenci do pokojnine nimajo vpliva na naložbeno politiko sklada, saj celotno naložbeno tveganje prevzema sponzor in njihova pokojnina od nje ni odvisna. Drugače je pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi prispevki, pri katerih člani v celoti prevzemajo naložbeno tveganje. Njihov odnos do tveganja je odvisen od plače in premoženja članov, časa upokojitve, načina zbiranja prispevkov in individualnega nagnjenja do tveganja. Posamezniki imajo različen odnos do tveganja, zato jim ustrezajo različne naložbene politike skladov. Tako je tveganje, ki je še sprejemljivo za pokojninski sklad, v veliki meri odvisno od starostne strukture zavarovancev. Pokojninski skladi z mlajšimi zavarovanci so bolj naklonjeni tveganju, s staranjem zavarovancev pa tudi naklonjenost tveganju pada, zato je smiselno, da se pokojninski sklad s starostjo zavarovancev spreminja v prid manj tveganim oblikam naložb.

Upravljavška provizija, ki jo pokojninski skladi zaračunavajo za upravljanje, so obračunane kot odstotek od povprečne čiste vrednosti sredstev in so neodvisne od uspešnosti upravljanja, zato skladi niso posebej nagrajeni za uspešno upravljanje.

3.6. Dejavniki naložbene politike

3.6.1. Davčna ureditev

Davčni vidik pomembno vpliva na oblikovanje odločitev o strateški alokaciji skladov. Skladi namreč želijo izkoristiti davčne prednosti z investiranjem v naložbe z največjimi davčnimi olajšavami. V številnih državah je davčno ugodneje vlaganje v obveznice. Skladi z

določenimi pravicami želijo maksimizirati davčno korist, to pa pogosto vodi k prenapoljenosti skladov (Davis, Steil, 2005, str. 71).

3.6.2. Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov

Pomembna značilnost pokojninskih skladov je stabilnost in predvidljivost denarnih tokov. Vplačila v pokojninski sklad s prispevki sponzorja in delojemalcev so stabilna, saj so za načrte z določenimi prispevki dogovorjena vnaprej s pogodbo, pri načrtih z določenimi pravicami pa so sicer v manjši meri možna nihanja pri vplačilih, kar pa bistveno ne zmanjšuje predvidljivosti denarnega toka. Pokojninski sklad lahko dokaj dobro predvidi čas upokojitve zavarovancev in življenjsko dobo z uporabo aktuarskih podatkov.

Razmerje med vplačili in izplačili je odvisno od starostne strukture zavarovancev. Ob ustanovitvi sklada je povprečna starost zaposlenih nizka, zato so za takšen sklad značilna visoka vplačila in nizka izplačila. S povečevanjem starosti zavarovancev in z upokojevanjem se obseg izplačil povečuje, s čemer naraščajo potrebe po likvidnih sredstvih. Predvidljivost in značilnosti obveznosti omogočajo pokojninskim skladom naložbe v dolgoročne finančne instrumente.

3.6.3. Obveznosti in zrelost sklada

Pomemben vpliv na naložbeno strukturo ima tudi zrelost pokojninskega sklada. Novoustanovljeni pokojninski skladi imajo mlade zavarovance, zato je običajno sestava naložb bolj tvegana, tako da je delež delnic in drugih visokotveganih naložb relativno velik. Z zrelostjo sklada se spreminja tudi struktura naložb, in sicer v korist naložb z manjšo stopnjo tveganja, kot so instrumenti denarnega trga in obveznice. Morebitne finančne krize in borzni zlomi tik pred upokojitvami občutno znižajo višino pokojnin v primeru skladov z določenimi obveznostmi, primanjkljaj v skladih z določenimi pravicami pa mora z dodatnimi sredstvi v škodo svojih delničarjev zagotoviti sponzor.

Pokojninski skladi običajno delijo svoje obveznosti na obveznosti do sedanjih upokojencev, ki jim tekoče izplačujejo pokojnine, in na obveznosti do zaposlenih ter temu ustrezno razdelijo tudi naložbe. Naložbe, namenjene financiranju tekočih pokojnin, so običajno sestavljene iz dolžniških vrednostnih papirjev (Fixed income securities), upravljavci pa običajno s tehniko imunizacije poskrbijo, da naložbe pokojninskega sklada zapadajo skladno z obveznostmi do upokojencev in tako kar najbolj zmanjšajo tveganje, povezano z izplačili in spremembami obrestnih mer. Portfelj zaposlenih vključuje tudi bolj tvegane naložbe, kot so delnice, nejavni skladi in nepremičnine. Tveganje tovrstnih naložb pa upravljavci zmanjšujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti, kot so opcije in futures-i (Brigham in Gapenski, 1996, str. 981).

3.6.4. Omejitve oz. zakonsko urejanje

Zaradi ključne vloge pri zagotavljanju socialne varnosti državljanov, velikih sredstev, s katerimi razpolagajo pokojninski skladi in s tem močnim vplivom na finančne trge in celotno gospodarstvo, je njihovo poslovanje urejeno z zakonodajo. Pri oblikovanju naložb pokojninskih skladov sta se v svetu oblikovala dva osnovna pristopa. V kontinentalnem delu Evrope zakonodaja pri oblikovanju portfelja predpisuje količinske omejitve, v anglosaksonskem svetu pa morajo upravljalci skladov upoštevati pravilo preudarne osebe (prudent man rule).

Načelo preudarnosti zahteva od upravljavca, da minimalizira tveganje ob pričakovani donosnosti, se izogiba tveganim naložbam in z diverzifikacijo naložb znižuje tveganja. Upravljavca sklada mora izbrati takšno strukturo naložb, ki bo minimizirala tveganje glede na ciljno donosnost in bo usklajena z ročnostjo obveznosti sklada. Upravljalci upravljajo s skladom vestno, skrbno strokovno in preudarno ter delujejo v korist zavarovancev. Skladno s tem načelom skladi investirajo v nepremičnine, mednarodne obveznice in delnice, v tvegani kapital in prevzeme družb po lastnem preudarku (Brigham in Gapenski, 1996, str. 966).

Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje 2003/41/ES, sprejeta leta 2003, daje v 33. odstavku uvoda prednost pravilu preudarne osebe.

S količinskimi omejitvami, to je z določanjem minimalnih in maksimalnih deležev posameznih vrst naložb, želi zakonodajalec zmanjšati tveganje in zagotoviti boljšo razpršitev naložb pokojninskih skladov. Količinske omejitve običajno določajo maksimalne deleže naložb v manj likvidna in visoko tvegana sredstva, predvsem v delnice, nepremičnine, hedge fonde ali nejavne sklade lastniškega kapitala ter tuje finančne naložbe.

Po drugi strani lahko zakonodajalec predpisuje tudi minimalne deleže posameznih naložb z minimalnim tveganjem in nizko donosnostjo, kar znižuje tveganje celotnega portfelja, lahko pa je namen takšnih določil tudi doseganje drugih ciljev. Tako na primer minimalen delež naložb v državne vrednostne papirje državi omogoča financiranje proračunskih primanjkljajev ob nizki obrestni meri, zaradi česar je donosnost portfelja temu ustrezno nižja.

Kvantitativne omejitve ovirajo optimalno doseganje naložbenih ciljev in onemogočajo oblikovanje najboljšega portfelja, zato je donosnost naložb ob določenem tveganju nižja, kot bi bila ob upoštevanju načela preudarnosti.

3.7. Strateška alokacija naložb in struktura naložb pokojninskih skladov

Upravljalci pokojninskih skladov pri odločanju o naložbeni strategiji uporabljajo modele strateške alokacije naložb (asset allocation models), s katerimi najprej opredelijo strateško alokacijo naložb, sledi ji taktična alokacija naložb in izbira posameznih vrednostnih papirjev.

S strateško alokacijo naložb (asset allocation ali strategic asset allocation) upravljavci z ustreznim naborom naložbenih skupin in njihovo strukturo določijo optimalno razmerje med donosnostjo in tveganjem. To predstavlja dolgoročno odločitev o strukturi in vrstah naložb določenega sklada, ki običajno zajemajo delnice, obveznice, instrumente denarnega trga, nepremičnine, posojila in tuje naložbe. Taktična alokacija naložb pomeni kratkoročne prilagoditve oz. odločitve med dvema skupinama naložb v luči kratkoročnih priložnosti (market timing) (Davis, Steil, 2001, str. 55).

Struktura naložb pokojninskih skladov se po državah močno razlikuje. Tako v anglosaksonskih državah, kot so ZDA, Velika Britanija in Nizozemska, prevladujejo naložbe v bolj tvegane oblike naložb, kot so delnice in vzajemni skladi, delež nizkodonosnih obveznic in blagajniških zapisov pa je nizek.

Tabela št. 8: Struktura naložb pokojninskih skladov v letu 2006

	Obveznice in blag. zapisi	Delnice	Vzajemni skladi	Denar in depoziti	Nepremičnine	Posojila	Drugo
Avstrija	51,3%	36,4%	0,0%	4,1%	2,2%	0,8%	5,2%
Češka	79,3%	9,8%	0,0%	6,4%	1,1%	0,0%	3,4%
Danska	51,0%	29,6%	11,7%	0,5%	1,8%	0,0%	5,5%
Italija	35,9%	10,8%	11,1%	6,7%	5,9%	0,0%	29,7%
Nemčija	31,6%	34,0%	0,0%	2,6%	3,0%	2,4%	2,6%
Nizozemska	34,7%	54,6%	0,0%	3,1%	2,3%	26,2%	0,8%
Madžarska	69,7%	9,4%	13,0%	2,5%	0,2%	4,5%	5,3%
Portugalska	34,4%	29,8%	21,9%	4,8%	7,8%	0,0%	1,4%
Španija	64,1%	19,8%	10,0%	5,4%	0,1%	0,0%	0,5%
Švedska	55,2%	31,0%	8,0%	1,9%	3,3%	0,0%	0,5%
Velika Britanija	18,8%	39,5%	19,8%	2,2%	3,3%	0,1%	16,0%
ZDA	15,0%	49,6%	18,2%	1,0%	0,8%	0,8%	14,7%

Vir: Global Pension Statistics (OECD:<http://www.oecd.org>)

Struktura naložb evropskih pokojninskih skladov se občutno razlikuje od ameriških in britanskih. Tradicionalno evropski pokojninski skladi investirajo v domače obveznice, in

sicer zaradi preteklih negativnih izkušenj z vlaganji v delnice, zakonodajnimi omejitvami in računovodskimi sistemi. Evropski trg je še vedno razdrobljen, v večini evropskih držav pa prevladujejo domači upravljavci. V nekaterih državah je upravljavec pokojninskega sklada banka sponzorja, kjer je pomembna celovitost odnosov in je donosnost pokojninskega sklada manj pomembna (Davis, Steil, 2001, str. 169).

Struktura naložb pokojninskega sklada bistveno vpliva na pričakovano donosnost. Tako raziskava v Nemčiji kaže na to, da bodo Nemci kljub pričakovani pokojnini v višini 70 % plače zaradi preveč konservativne naložbene politike prejeli le 56% plače in izpostavlja potrebo po ukrepanju v smeri povečevanja donosnosti naložb (Rangus, 2007, str. 12).

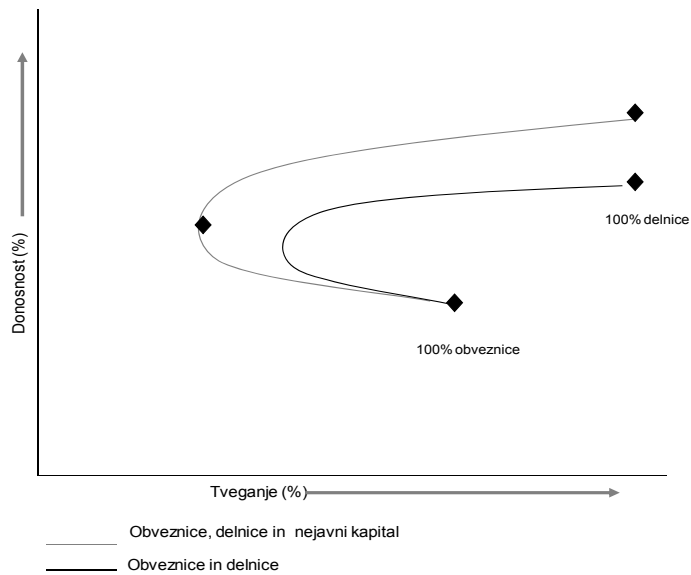
4. UPRAVLJANJE POKOJNINSKIH SKLADOV Z NALOŽBAMI V SKLADE NEJAVNEGA LASTNIŠKEGA KAPITALA

4.1. Cilji investiranja v sklade nejavnega lastniškega kapitala

Temeljno vodilo pri upravljanju naložb pokojninskega sklada je razpršenost naložb in zato vključevanje različnih naložbenih skupin v portfelj sklada. Ob ustreznem kombiniranju različnih naložbenih skupin s čim nižjo medsebojno korelacijo lahko upravljavec dosega višjo donosnost ob nespremenjenem tveganju. Tradicionalnim naložbam v obveznice in delnice so se v zadnjih letih pridružile še naložbe v nejavni lastniški kapital kot eni od oblik alternativnih naložb. Pokojninski skladi običajno ne vlagajo v nejavni lastniški kapital direktno, saj to zahteva odlično znanje in izkušnje s področja skrbnih pregledov (due diligence), nadzora poslovanja, svetovanja ipd., temveč v sklade nejavnega lastniškega kapitala.

Pokojninski skladi vlagajo v sklade nejavnega lastniškega kapitala zaradi pričakovane visoke donosnosti in nizke korelacije z drugimi naložbenimi skupinami. Zaradi narave pokojninskih skladov, ki zagotavljajo svojim zavarovancem socialno varnost po upokojitvi, so najpomembnejše naložbene skupine dolžniški vrednostni papirji, depoziti in delnice javnih družb. Naložbe v nejavni lastniški kapital zaradi visokega tveganja ne morejo predstavljati pomembnejšega deleža v strukturi njihovih naložb, lahko pa zagotovijo izboljšanje razmerja med tveganjem in donosom, kar grafično izraženo pomeni premik krivulje učinkovitosti višje.

Slika št. 9: Krivulja učinkovitosti



Vir: Bance, 2004, str. 6

Skladi nejavnega lastniškega kapitala doživljajo v Evropi hiter razvoj šele v zadnjih letih, tovrstne naložbe evropskih pokojninskih skladov pa so relativno majhne. Potenciali razvoja in investicijske možnosti za tovrstne naložbe so velike, saj večino evropskega BDP ustvarijo prav nejavne družbe, ki bodisi zaradi razvoja bodisi zaradi drugih interesov lastnikov potrebujejo nove vlagatelje (Bance, 2004, str. 6). Upravljavci skladov so bolj informirani od vlagateljev na trgih vrednostnih papirjev, saj imajo dostop do bistveno večjega obsega informacij, ki imajo na javnih trgih značaj notranjih informacij. Ustrezno vrednotenje z analitičnimi znanji in izkušnjami upravljavcev skupaj z vzvodi ukrepanja zmanjšujejo tveganja tovrstnih naložb. Portfeljske naložbe skladov so nejavne družbe, zato so upravljavci bolj fleksibilni, lažje in bolj učinkovito upravljajo svoje naložbe, sodelujejo pri oblikovanju strategije, razvoja poslovnih načrtov, izbiri uprave in vodilnih, iskanju potencialnih kupcev, prevzemnih strategijah in iskanju potencialnih kupcev družb.

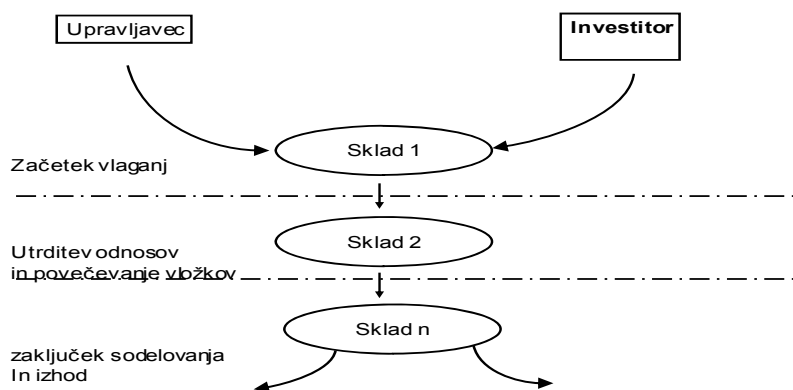
4.2. Značilnosti trga skladov

Trg skladov nejavnega lastniškega kapitala je omejen trg z majhnim številom upravljavcev in omejenimi možnostmi vlaganj. Po obsegu je bistveno manjši od javnega delniškega trga, v ZDA je v letih 2005-2006 dosegel 5% kapitalizacije javnih delniških družb (Masulis, Thomas, 2009, str. 7). Finančne družbe, ki upravljajo s skladi nejavnega lastniškega kapitala, odpirajo nove sklad vsakih nekaj let in le takrat imajo vlagatelji možnost za vlaganja v tovrstne sklade. Ponudba je tako močno omejena, zato vlagatelji nimajo prostega dostopa do vseh skladov.

Značilnost trga nejavnega lastniškega kapitala je njegova velika dinamika, kjer hitri rasti sledi občutno krčenje. Njegov obseg je odvisen od pričakovane donosnosti. Če ni dosežena, vlagatelji zmanjšajo obseg vlaganj v ta segment, visoki donosi pa povečujejo zanimanje in obseg vlaganj v dejavnost. Posebej v obdobju tehnoloških sprememb, npr. s področja informacijske tehnologije ali biotehnologije, se poveča obseg vlaganj v sklade tveganega kapitala. Vstopajo novi ponudniki, vlagatelji in podjetniki, zaradi česar donosi padejo, poveča se število neuspešnih naložb, kar zmanjša zanimanje za nadaljnja vlaganja in reinvestiranje obstoječih vlagateljev.

Finančne družbe običajno ustanovijo nov sklad takoj, ko investirajo sredstva obstoječega sklada, to je na 3 do 5 let. Če so donosi v okviru pričakovanih, investitorji iz preteklih skladov vlagajo v novoustanovljene sklade istih upravljavcev. Ključnega pomena za upravljavca so dobri, po možnosti nadpovprečni donosi, saj mu uspešno upravljanje zagotavlja visoko stopnjo ugleda in interes investitorjev za vlaganje v novoustanovljene sklade. Ugled in dobro ime je odločilnega pomena za poslovni razvoj finančne družbe, saj je zbiranje sredstev uglednih upravljavcev za novi sklad občutno cenejše, tveganje, da sklad ne bi uspel zbrati dovolj vlagateljev, pa majhno. Po drugi strani so tudi vlagatelji zainteresirani za vlaganje v nove sklade pri obstoječih upravljavcih (Meyer in Mathonet, 2005, str. 24), saj je tudi za njih iskanje novih skladov na trgu zamudno in drago, tveganje z novimi upravljavci pa večje.

Slika št. 10: Razvoj odnosa upravljavec investitor



Vir: Meyer in Mathonet, 2005, str. 24

Novi upravljavci se pri iskanju vlagateljev za svoj prvi sklad srečujejo s težavami, saj se še niso mogli dokazati pri uspešnem upravljanju skladov. Tudi novi vlagatelji se pri iskanju naložbenih priložnosti srečujejo s težavami, saj običajno nimajo možnosti vlaganja v sklade najboljših upravljavcev, iskanje je dolgotrajno, pregledi (due dilligence) pa dragi.

Razmerje med finančno družbo, upravljavcem in investitorji je relativno dolgotrajno in stabilno, vlagatelji pa običajno vlagajo ne samo v enega, temveč v več skladov istega upravljavca. Ugledni upravljavci že imajo svoj krog investitorjev, zato vključevanje novih ni potrebno.

4.3. Proces investiranja pokojninskih skladov v sklade nejavnega lastniškega kapitala

Pri oblikovanju naložbene strategije pokojninski skladi izbirajo med različnimi naložbenimi možnostmi. Skladi nejavnega lastniškega kapitala konkurirajo tradicionalnim naložbenim skupinam s fiksnim donosom in delnicam javnih delniških družb. V tem procesu mora pokojninski sklad določiti, kakšen delež vseh sredstev bo investiran v nejavni lastniški kapital, kako bo ta cilj dosežen in na kakšen način bo spremljal uspešnost tovrstnih naložb.

Slika št. 11: Investiranje v sklade nejavnega lastniškega kapitala



Vir: Mueller, 2008, str. 39

Cilj vlaganja pokojninskih skladov v sklade nejavnega lastniškega kapitala je večja diverzifikacija in s tem povečanje donosnosti ob enaki stopnji tveganja. Pri vključitvi naložb v sklade nejavnega lastniškega kapitala v Markowitzev matematični model pa naletimo na številne pomanjkljivosti, ki zmanjšujejo uporabnost tovrstnega pristopa za določanje obsega naložb v to naložbeno skupino, saj so podatki o donosnosti, tveganju in korelaciji z drugimi naložbenimi skupinami neprimerljivi, nezanesljivi in skromni, pa tudi distribucija donosnosti ni normalno razporejena, kar je sicer pogoj za uporabo modela. Zato se vlagatelji običajno odločijo, da bodo v sklade nejavnega kapitala vložili 5-10% vseh sredstev (Mueller, 2008, str. 44).

Tako velik vložek običajno opravičuje oblikovanje ustrezne skupine investitorja, ki bo skrbela za tovrstne naložbe, relativna velikost naložbe pa je tudi dovolj velika, da vpliva na karakteristike celotnega portfelja. Naložbe v sklade nejavnega kapitala je smiselno

povezovati s celotnim portfeljem z vidika doseganja ustrezne diverzifikacije (npr. panožne, regionalne, glede na velikost izdajatelja vrednostnih papirjev) (Meyer in Mathonet, 2005, str. 83).

Pri določitvi deleža naložb v nejavni kapital naj vlagatelji upoštevajo naslednje (Meyer in Mathonet, 2005, str. 83):

- absolutna velikost – v primeru, da naložba ne bo dovolj velika, priprava strategije in oblikovanje investicijske skupine ni upravičeno; v primeru, da so sredstva za vlaganje v nejavni kapital prevelika, vlagatelj ne bo našel dovolj investicijskih priložnosti, oz. bo donosnost nižja, saj bodo investicije usmerjene tudi v slabše sklade;
- relativna velikost – če investicija ne bo zavzemala dovolj velikega deleža celotnega portfelja, ne bo imela pomembnejšega vpliva na rezultate celotnega portfelja. v primeru, da je investicija prevelika, portfelj ni ustrezno diverzificiran in preveč izpostavljen tveganjem, povezanim z nejavnim kapitalom;
- sestava obstoječega portfelja – pri odločitvi o obsegu vlaganj v nejavni kapital je potrebno upoštevati tveganja, povezana z obstoječimi naložbami in oceniti vpliv naložb v nejavni kapital na obstoječa tveganja – tako na primer bo pri pokojninskem skladu, ki ima večino naložb v velikih podjetjih z majhno stopnjo rasti, naložba v sklad tveganega kapitala (visokotehnološka podjetja, zgodnja faza) pomembno povečala diverzifikacijo.

Oblikovanje portfelja

Potem, ko je pokojninski sklad določil predviden obseg naložb v nejavne pokojninske sklade, sledi oblikovanje ustreznega portfelja. Mayer in Mathonet ločita dva pristopa, in sicer od zgoraj navzdol (top-down) in od spodaj navzgor (bottom – up) (Meyer in Mathonet, 2005, str. 83).

Investitorji s pristopom od zgoraj navzdol iščejo ustrezno razmerje med investicijami v sklade tveganega kapitala in prevzemne sklade, opredelijo upravljavske stile in panoge. Svoje odločitve sprejmejo na podlagi analiz in ocen makroekonomskega okolja, poslovnih priložnosti in tveganj ipd. Šele potem bo investitor pričel z iskanjem naložb, ki bodo ustrezale opredeljenim naložbenim ciljem.

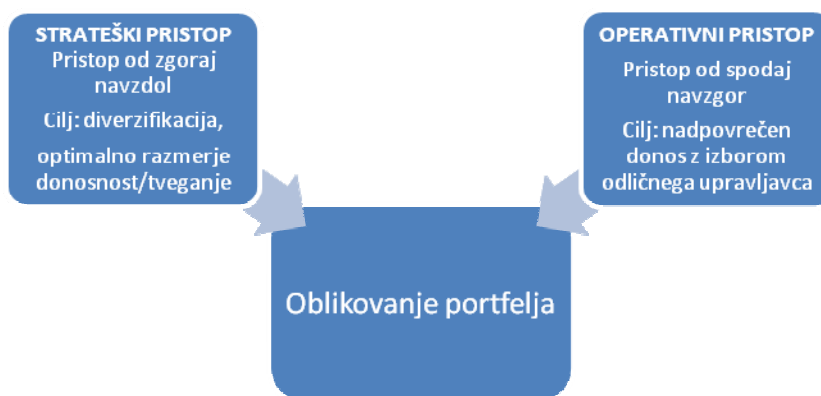
Takšen pristop je primeren za investitorje, ki vlagajo v vrednostne papirje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, saj je razlika v uspešnosti predvsem posledica njihove naložbene politike in sama izbira posameznih naložb ne igra velike vloge. Trg nejavnega kapitala ni učinkovit, zato so lahko razlike v donosnosti med posameznimi skladi bistveno večje, izbira upravljavca z dokazano dobrimi rezultati v preteklosti pa ključnega pomena. Tako je

donosnost zgornjega kvartila ameriških skladov tveganega kapitala v povprečju dvakrat višja od povprečja (Meyer in Mathonet, 2005, str, 60).

Mnogi investitorji zato dajejo prednost drugemu pristopu od spodaj navzgor, ki je osredotočen na iskanje uspešnih upravljavcev skladov nejavnega lastniškega kapitala. Ključna za uspešnost investicije je izbira ustreznega upravljavca, ki se lahko dokaže z dobrimi rezultati skladov v preteklosti. Tako Meyer in Mathonet priporočata, da investitorji vlagajo tako v sklade tveganega kapitala kot tudi prevzemne sklade upoštevajoč kakovost upravljavcev. Diverzifikacija, bodisi panožna, geografska ali na drugi osnovi, je drugotnega pomena in lahko znižuje uspešnost (Meyer in Mathonet, 2005, str. 193). Veliko oviro pri uresničevanju tega pristopa predstavlja omejenost ponudbe upravljavcev z dokazano dobrimi rezultati, saj imajo pri njih prednost pri vlaganju v nove sklade obstoječi vlagatelji, tako da se tudi pri odpiranju novih skladov novi vlagatelji težko vključijo. Osredotočanje izključno na najboljše upravljavce hkrati pomeni verjetnost nizkega vložka in omejitev dostopa do trenutno manj priznanih, a potencialno v prihodnosti zelo uspešnih upravljavcev. Posledica visoko selektivnega pristopa so tako investicije v manjše število skladov in zato majhen obseg investiranih sredstev, večja diverzifikacija pa pomeni doseganje zaželenega investicijskega obsega ob večjem tveganju. Največji izziv pri oblikovanju investicijskega programa je tako izbira med kakovostjo skladov in obsegom investiranih sredstev.

Investitor lahko z uporabo tovrstnega pristopa oblikuje neuravnotežen in nediferenciran portfelj s preveliko panožno ali regionalno izpostavljenostjo in s tem z nepričakovano visokimi tveganji.

Slika št. 12: Kombiniran pristop k oblikovanju portfelja skladov nejavnega lastniškega kapitala

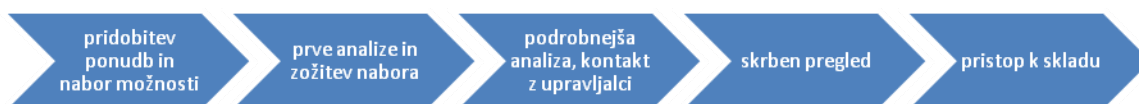


Vir: Mueller, 2008, str. 48

Pokojninski sklad mora pri oblikovanju naložbene strategije uporabljati oba pristopa, saj z uporabo prvega ne bo našel ustreznih naložbenih priložnosti, z uporabo drugega pa bodo naložbe izpostavljene prevelikemu tveganju.

Izbira ustreznega sklada je ključna za dolgoročno nadpovprečno uspešnost sklada, zato je pomembno, da je proces dobro pripravljen in skrbno izveden. Izbira posameznega sklada poteka v petih korakih.

Slika št. 13: Proces izbire ustreznega sklada



Vir: Mueller, 2008, str. 49

Pokojninski sklad si mora najprej zagotoviti pregled možnosti. Pasivni pristop na podlagi prispelih ponudb ni zadosten, zato je potrebno s pomočjo svetovalcev, drugih investorjev, podjetnikov, na podlagi podatkov o rezultatih upravljavcev ipd. vzpostaviti čim več stikov z različnimi upravljavci skladov. Aktivno iskanje je potrebno zato, ker dobro uveljavljenim upravljavcem takšno iskanje novih investorjev, ki je običajno drago in zamudno, ob ustanovitvi novih skladov ni potrebno. Cilj tako investorjev kot tudi upravljavcev so dolgoročni odnosi, kar vsem zmanjšuje tveganja in stroške.

V drugem koraku pokojninski sklad pregleda predstavitve skladov nejavnega lastniškega kapitala, naredi prve ocene in izbere sklade za tretji korak. V tretjem koraku se običajno sreča z upravljavci skladov. Pokojninski sklad mora sistematično oceniti izkušnje, kvalifikacije in osebnostne značilnosti ključnih članov upravljavcev ter njihove pretekle dosežke. Pomembna je uravnoteženost, motiviranost, dobra organiziranost in medsebojno dopolnjevanje teama, zaradi dolgotrajnega odnosa investitorja za upravljavca pa je pomembno tudi njihovo medsebojno razumevanje in usklajenost. V četrti fazi sledi skrben pregled (due dilligence), ki ga pokojninski sklad opravi med ožje izbranimi kandidati, preverja upravljavca sklada, njegovo poslovanje, investicijsko strategijo, pretekle dosežke, karakteristike novega sklada, predvidene denarne tokove ipd. Pokojninski sklad se v tej fazi pogaja o vseh poslovnih, pravnih, davčnih vprašanjih in detajlih partnerskega sporazuma.

V zadnjem koraku se pokojninski sklad odloči o investiciji in obsegu sredstev, ki jih bo investiral.

4.4. Nadzor nad poslovanjem skladov

Pokojninski sklad nima možnosti, da bi s sredstvi, ki jih je vložil v sklad nejavnega lastniškega kapitala, aktivno upravljal in sodeloval pri operativnem poslovanju sklada. To pa

nikakor ne pomeni, da ostaja pasivni investitor, ki s tovrstnimi naložbami do poplačila nima več stika. Vlaganje v sklade nejavnega kapitala zahteva dobro poučene vlagatelje, ki izvajajo skrben nadzor nad poslovanjem portfelja skladov nejavnega lastniškega kapitala. Nadzor nad poslovanjem sklada pomeni rutinsko in sistematično zbiranje podatkov o naložbah na organiziran in vnaprej planiran način (Mueller, 2008, str. 63). Zbrane podatke pokojninski sklad analizira in ukrepa v primeru večjih odstopanj od predvidenega razvoja sklada ali nepravilnosti.

Pokojninski sklad spremlja vsako posamezno naložbo v sklade nejavnega tveganega kapitala in preverja, ali je poslovanje skladno z določbami sporazuma, s čemer zmanjšuje tveganje, da bi upravljavci delovali v nasprotju z interesi vlagateljev. Cilj nadzora je ugotoviti odstopanja in nepravilnosti takoj, ko se pojavijo, zato, da pokojninski sklad lahko takoj ukrepa.

Pokojninski sklad ne spremlja samo posamičnih naložb v sklade nejavnega lastniškega kapitala, temveč tudi portfelj skladov. Z merjenjem uspešnosti primerja naložbeno skupino z drugimi oblikami naložb in ocenjuje doseganje naložbenih ciljev. Spremlja tudi, ali je stopnja diverzifikacije še vedno ustrezna, in v primeru odstopanj ukrepa.

Pokojninski sklad za učinkovito nadziranje potrebuje zanesljive podatke o posamičnih skladih, kar pridobiva s poročili o poslovanju, obvestilih o transakcijah, na skupščinah in sestankih in drugi komunikaciji z upravljavci. Pokojninski sklad zaradi primerjave potrebuje tudi podatke o poslovanju dejavnosti skladov nejavnega lastniškega kapitala, ki jih pridobi v podatkovnih bazah, specializiranih publikacijah, finančnem tisku ipd.

Najpomembnejši cilj nadzora je ugotavljanje donosnosti in tveganja naložb, dober nadzor pa tudi olajša iskanje nadpovprečno učinkovitih upravljavcev, omogoča ohranjanje zelene diverzifikacije in povečuje učinkovitost upravljanja z likvidnostjo (Mueller, 2008, str. 69).

Za merjenje uspešnosti skladov se običajno uporablja interna stopnja donosa (Internal Rate of Return - IRR).

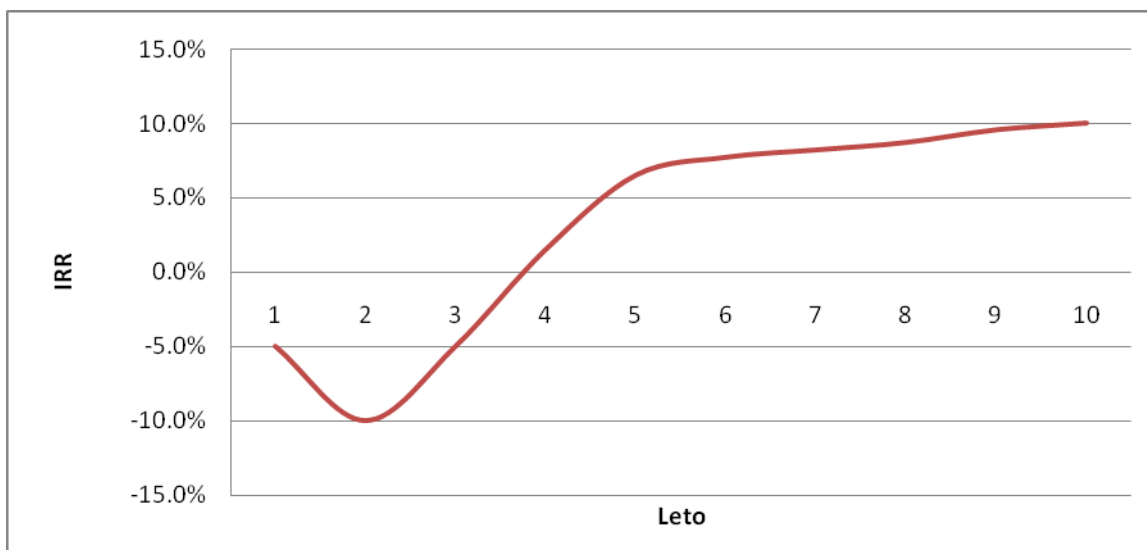
$$\sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

Po definiciji interna stopnja donosa izenačuje sedanjo vrednost bodočih prilivov in odlivov. Pravilno končno vrednost donosa sklada nejavnega lastniškega kapitala lahko izračunamo šele po njegovi likvidaciji, v vmesnem obdobju pa je donosnost izračunana na podlagi dejanskih denarnih tokov in neto vrednosti sredstev (Net Asset Value). Tako na primer interno stopnjo donosa pet let starega sklada izračunamo na podlagi dejanskih vplačil vlagateljev in izplačil sklada ter ocenjene neto vrednosti sredstev.

V prvih letih sklad nejavnega lastniškega kapitala posluje z izgubo, saj so stroški ustanovitve in provizije visoki, naložbe sklada pa praviloma negativne, kar še posebej velja za tvegani kapital. Odpisi vrednosti so pogostejši v začetnem obdobju, ko se nekatere investicije izkažejo za neperspektivne in je potrebno skladno z računovodskimi standardi naložbe oslabiti oz. odpisati, kasneje pa začne interna stopnja donosnosti praviloma naraščati in se približevati končnemu rezultatu.

Gibanje vmesne interne stopnje donosa ima zato značilno obliko in se jo pogosto označuje kot j-krivuljo (J-curve), ki je običajna tudi za najboljše sklade. V prvih letih je donosnost običajno negativna, z uspešnim poslovanjem portfelj podjetij in njihovo odprodajo pa se rezultati izboljšujejo in se približujejo končni in dejanski vrednosti stopnje internega donosa sklada. Po 4 do 6 letih so ocene uspešnosti sklada zanesljivejše. Vmesna donosnost sklada je pomembna zaradi ocene uspešnosti, dejansko uspešnost in končno interno stopnjo donosnosti pa je mogoče izračunati šele na podlagi vseh denarnih tokov po likvidaciji sklada.

Slika št. 14: Značilna J – krivulja interne stopnje donosnosti naložb v sklade nejavnega lastniškega kapitala



Vir: Meyer in Mathonet, 2005, str.12

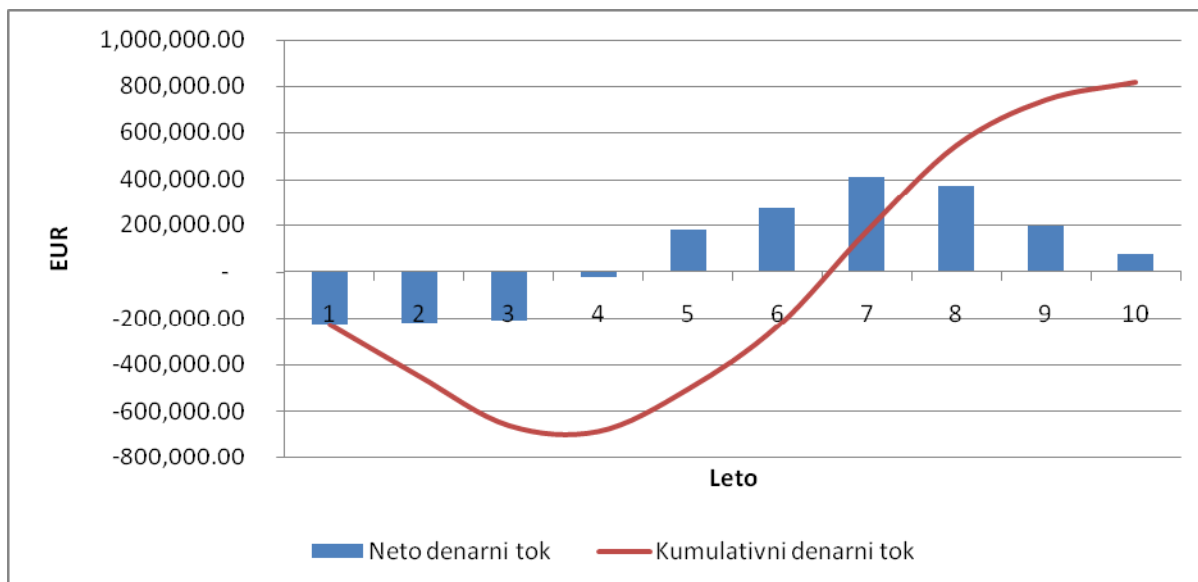
4.5. Upravljanje z likvidnostjo

Pokojninski sklad kot investitor in finančna družba kot upravljavec sklada s pogodbo najprej opredelita zgornji znesek kapitala, ki ga je pokojninski sklad pripravljen vložiti v sklad, dejanska vplačila, ki redko dosežejo zgornji znesek vložka, pa pokojninski sklad nakazuje v odvisnosti od pridobljenih poslov sklada. Večina skladov aktivira 80-95% v sporazumu določenega zneska (committed capital) (Meyer in Mathonet, 2005, str. 118).

Upravljanje z likvidnostjo vlagateljev je bistvenega pomena za celotno donosnost. Investitorji sklada le manjši delež vplačajo ob podpisu pogodbe, končni investirani znesek je dosežen postopoma tako, da investorji vplačujejo v sklad po vpoklicu upravljavca. Tako mora imeti vlagatelj na razpolago dovolj velika likvidna sredstva za poravnavo obveznosti do sklada. Zagotavljanje ustrezne likvidnosti investitorju znižuje donosnost naložbe v sklad nejavnega kapitala. Upoštevajoč visoko likvidna, nizko donosna sredstva, ki jih mora imeti vlagatelj pripravljena za primer vpoklica sredstev, je interna donosnost investicije pokojninskega sklada nižja od donosnosti sklada. Prezemni skladi običajno odpokličejo sredstva v prvem ali drugem letu, skladi tveganega kapitala pa v štirih ali petih letih (Meyer in Mathonet, 2005, str. 121).

Dinamika vplačil in izplačil se lahko med skladi zelo razlikuje. Poglejmo si dva primera skladov z vložkov v višini 1,0 mio EUR in interno stopnjo donosa 16,5%. V prvem primeru (slika št. 15) vlagatelji vplačujejo v sklad približno enake zneske prva tri leta, največja izplačila dobijo v sedmem letu, potem pa se izplačila znižujejo. V tem primeru morajo investitorji vzdrževati ustrezno likvidnost za primer vpoklica, kar znižuje donosnost celotne investicije. Izplačila dosežejo vrh v sedmem in osmem letu, pri čemer mora vlagatelj zagotoviti ustrezno visoko donosno naložbo.

Slika št. 15: Primer vplačil in izplačil sklada

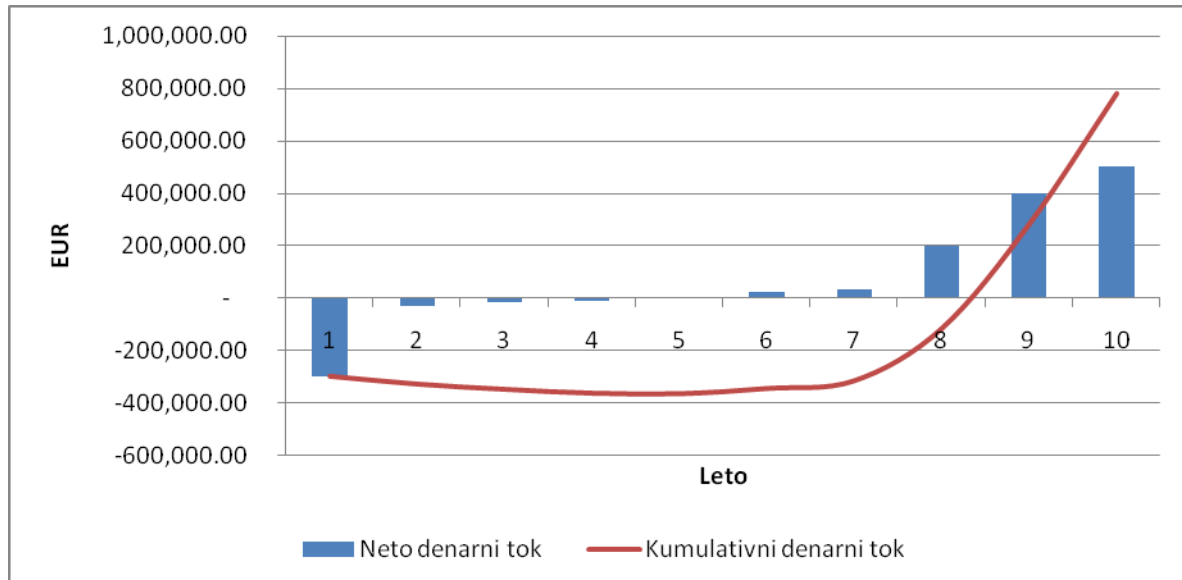


Vir: Lastni izračun

V drugem primeru, ki je predstavljen na sliki št. 16, je večina vplačil izvedenih v prvem letu sklada, večina izplačil pa je izplačanih v devetem in desetem letu. V tem primeru, ki je običajnejši za prezemne sklade, mora vlagatelj zagotavljati le majhen obseg likvidnosti za primer vpoklica dodatnih sredstev, saj je velika večina sredstev počrpana že v prvem letu.

Sredstva so večinoma izplačana v zadnjih dveh letih, zato vlagatelji nimajo težav z reinvestiranjem.

Slika št. 16: Primer vplačil in izplačil sklada



Vir: Lastni izračun

Zelo pomembno je, kako bo vlagatelj upravljal z likvidnostjo, zato se mora odločiti o višini rezerviranih sredstev. Če predpostavlja, da bo odpoklicanih 90% sredstev, potem je razmerje med pogodbeno določenim najvišjim zneskom vložka v sklad in dejansko vpoklicanimi sredstvi 110%.

Načrtovanje likvidnosti vlagatelja je, še posebej za sklade tveganega kapitala, zaradi vnaprej nedoločenih vplačil in vračil zelo tvegano. Za doseganje ustreznih donosov celotnih sredstev morajo biti tudi neaktivna sredstva ustrezno upravljana. To lahko vlagatelji dosežejo:

- s povečanjem donosa na neaktivirani kapital,
- z investiranjem v sklade, ki hitro odpokličejo sredstva,
- z zagotovitvijo sredstev v višini ocene odpoklicanih sredstev.

Interes vlagateljev je običajno čim hitreje vložiti zagotovljena sredstva. Vlaganje v več skladov nejavnega lastniškega kapitala izboljša nihanja likvidnosti vlagateljev.

4.6. Vrednotenje naložb v skladih nejavnega lastniškega kapitala

Ustrezno vrednotenje naložb je pomembna informacija pokojninskim skladom in drugim vlagateljem tako z vidika ocenjevanja uspešnosti kot tudi zaradi ustreznega računovodskega vrednotenja naložb.

Naložbe skladov nejavnega lastniškega kapitala se vrednotijo skladno s tisto veljavno nacionalno zakonodajo in predpisi, ki jo je dolžan sklad upoštevati. Mednarodno računovodsko vrednotenje urejujejo Mednarodni standardi računovodskega poročanja (International Financial Reporting Standards). Nekatere države uporabljajo MSRP neposredno, Slovenski računovodski standardi pa njihove rešitve upoštevajo posredno. Od 1. januarja 2005 dalje je poročanje skladno z MSRP obvezno za konsolidirane računovodske izkaze družb, ki kotirajo na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. Zato so računovodski izkazi skladov, ki so del večjih finančnih organizacij, že pripravljene skladno z MSRP. Tudi skladi, ki niso zavezani k poročanju po MSRP, jih pogosto pripravljajo tudi v tej obliki zaradi zahtev njihovih vlagateljev.

Dodatno je Evropsko združenje nejavnega lastniškega kapitala (European Venture Capital and Private Equity Association - EVCA) skupaj s svojimi člani, nacionalnimi združenji, v letu 2006 izdalo Mednarodne smernice vrednotenja nejavnega in tveganega kapitala (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines), ki so usklajena z mednarodnimi računovodskimi standardi, vendar pa vrednotenje v skladu z njimi ni obvezno.

Za izračun vrednosti vlagateljevega vložka je potrebno najprej ustrezno ovrednotiti vrednost posameznih naložb sklada. Naložbe skladov nejavnega lastniškega kapitala so finančne naložbe, ki jih je potrebno vrednotiti po pošteni vrednosti. Skladno z MSRP 39.9 (Mueller, str. 179) in Slovenskimi računovodskimi standardi je poštena vrednost opredeljena kot vrednost, po kateri je sredstvo mogoče zamenjati ali obveznost poravnati med dobro obveščenicima in voljnima strankama v preišljenem poslu.

Pri vrednotenju naložb se skladi in vlagatelji v sklade srečujejo s številnimi dilemami. Zaradi odsotnosti javnega trga tržna cena naložbe ni znana, zato je za določitev poštene vrednosti naložbe potrebno uporabljati drugo metodologijo. Naložbe so dolgoročne, ocene vrednosti naložb ob izstopu pa izjemno tvegane, še posebej pri naložbah v tvegani kapital. Skladi tveganega kapitala v portfeljska podjetja vlagajo periodično v več krogih, zato je pri ocenjevanju bodoče vrednosti naložb potrebno upoštevati tudi prihodnja vplačila, kar je prav tako visoko tvegano. Sklad nejavnega kapitala v primeru, da razvoj podjetja bistveno odstopa od načrtovanega, prekine s financiranjem in naložbo predčasno odproda ali jo odpiše.

Vrednost skladov običajno v prvih letih pada, interna stopnja donosnosti pa je negativna, saj skladi investicije, za katere se izkaže, da ne bodo dosegle zastavljenih ciljev, odpišejo ali odprodajo z velikim diskontom, pa tudi ostale portfeljske družbe, ki sicer poslujejo skladno z načrti, ne dosegajo pozitivnega poslovanja. Tako negativna interna stopnja donosa sklada v tretjem letu v višini 20% še ne pomeni, da so rezultati sklada slabi. Za oceno uspešnosti je potrebno primerjati rezultat sklada s poslovnim načrtom in primerljivimi skladi. Običajno interna donosnost sklada z leti narašča in se približuje končni donosnosti.

Še posebej je vrednotenje tvegano pri vlaganjih v mlada, visoko tehnološka podjetja, saj primerljiva podjetja ne obstajajo ali pa so podobni stopnji razvoja. Gre za podjetja s kratko zgodovino in običajno negativnimi poslovnimi rezultati. Njihovo premoženje obsegajo znanje, patenti in izkušnje. Vrednotenje se običajno ne izračunava na podlagi bodočih denarnih tokov, saj je njihovo napovedovanje preveč tvegano, temveč glede na pričakovan tržni delež ali relativno glede na javno družbo (Meyer in Mathonet, 2005, str. 42). V prevzemnih skladih je vrednotenje podjetij pred njegovo likvidacijo manj tvegano, kot pri skladih tveganega kapitala, saj gre večinoma za podjetja stabilnih panog, kjer je mogoče načrtovanje bodočega poslovanja in je primerljive podatke za panogo moč pridobiti iz javnih informacijskih virov (Meyer in Mathonet, 2005, str 44).

Mednarodne smernice vrednotenja nejavnega in tveganega kapitala navajajo naslednje možnosti vrednotenja naložb skladov (International Private Equity and Valuation Guidelines, 2006, str. 14):

- vrednost vložka,
- večkratnik dobička,
- neto vrednost,
- diskontirani denarni tokovi (posla),
- diskontirani denarni tokovi (investicije),
- vrednotenje na podlagi panožnih standardov.

Vrednost vložka kot metoda vrednotenja se upošteva takrat, ko je bila investicija izvedena pred kratkim in tako predstavlja izhodiščno vrednost. Metoda je še posebej primerna za naložbe v podjetja v zgodnjih fazah razvoja z običajno negativnim poslovanjem, majhnim obsegom prodaje in negativnim denarnim tokom, a je časovna uporabnost te metode omejena običajno na eno leto. Po tem obdobju je potrebno preveriti morebitno spremembo okoliščin, ki bi povzročile bistveno zmanjšanje ali povečanje vrednosti naložbe.

Metoda večkratnika dobička je najprimernejša za vrednotenje družb s stabilno prodajo, dobički in denarnimi tokovi iz panog s številnimi javnimi družbami. Za izračun poštene vrednosti je potrebno najprej pridobiti podatke o vrednostih primerljivih podjetij in ugotoviti povprečni večkratnik dobička, dobljeni koeficient pa uporabiti za vrednotenje portfeljske naložbe.

Metoda neto vrednosti družbe vrednoti na podlagi tržnih vrednosti sredstev in je primerna za podjetja, kjer je bolj kot prihodki pomembna vrednost njihovih sredstev, kot so na primer nepremičninske ali gradbene družbe, ali v primeru, ko vrednotenje po tej metodi presega po metodi diskontiranja denarnih tokov ali večkratnika dobička.

Pri metodah diskontiranih denarnih tokov je vrednost portfeljske družbe izračunana na podlagi projekcije denarnih tokov, bodisi investicije bodisi same družbe. Vrednost je izračunana kot vsota diskontiranih bodočih denarnih tokov. Metoda je primerna za tiste družbe, ki imajo predvidljive denarne tokove, tudi za tiste, ki trenutno poslujejo z izgubo ali se prestrukturirajo.

Vrednotenje podjetja na podlagi panožnih standardov je primerno za dejavnosti, kjer je uveljavljeno vrednotenje na podlagi standardov. Pogoj za uporabo metode je znana cena tržnega deleža družbe in majhna odstopanja profitabilnosti med podjetji v panogi, na primer vrednost na naročnika za kabelske operaterje ali operaterje mobilne telefonije.

Pri oceni poštene vrednosti je potrebno vsako naložbo obravnavati individualno in pri tem izbrati metodologijo, upoštevajoč naravo, dejstva in okoliščine investicije ter izhajati iz razumnih predpostavk in ocen. Pri izbiri metodologije je potrebno upoštevati stopnjo razvoja portfeljskega podjetja in sposobnost ustvarjanja dobička in pozitivnega denarnega toka (International Private Equity and Valuation Guidelines, 2006, str. 25). Izbrana metodologija se spreminja samo v primeru bistvenih sprememb okoliščin.

Pri izbiri metode vrednotenja je najpomembnejši dejavnik obseg in kvaliteta podatkov za potrebe vrednotenja. Upravljalci skladov nejavnega tveganega kapitala običajno razpolagajo s podatki o preteklem poslovanju družb, v katerih imajo naložbe.

Pokojninski skladi izkazujejo naložbe v nejavne lastniške sklade skladno z zakonodajo, predpisi in nacionalnimi ter mednarodnimi računovodskimi standardi. Vlagatelj v sklad vrednoti finančno naložbo skladno z Mednarodnim računovodskim standardom št. 26 - Obračunavanje in poročanje pokojninskih skladov po pošteni vrednosti.

Zaradi odsotnosti likvidnega trga, kjer bi se oblikovala tržna vrednost naložb, vlagatelji vrednotijo naložbe v sklade nejavnega lastniškega kapitala skladno z vrednotenjem upravljavca sklada, potrjenega s strani revizorja. Vrednost sklada je po tem pristopu ovrednotena kot seštevek posameznih naložb sklada, vrednost posameznega investitorja pa skladno z deležem, ki ga ima v skladu, torej na enak način, kot so vrednoteni deleži v vzajemnih skladih.

5. NALOŽBE POKOJNINSKIH SKLADOV V NEJAVNI LASTNIŠKI KAPITAL V EVROPSKI UNIJI IN SLOVENIJI

5.1. Vloga nejavnega lastniškega kapitala v naložbenih politikah evropskih pokojninskih skladov

Ključna naloga pokojninskih skladov je ustrezno upravljanje sredstev in ustvarjanje optimalnega donosa. Z višjimi donosi so za izplačilo primernih pokojnin potrebni manjši prispevki zavarovancev in obratno, ob nizkih donosih morajo zavarovanci plačevati večje prispevke.

Upravljanje s sredstvi pokojninskih skladov se v Evropi med državami močno razlikuje. V nekaterih državah sta donosnost in s tem tveganje bistveno višja kot v drugih. Nemški pokojninski skladi so tako imeli v letu 2008 kar 83% sredstev naloženih v obveznicah in komaj 6% v delnicah, na drugi strani pa je Irska s kar 60% naložb v delnicah in le 34% v obveznicah, v povprečju se struktura naložb spreminja v korist bolj tveganih naložb.

Veliko večino naložb evropskih pokojninskih skladov sicer predstavljajo delnice in obveznice, vendar pa pokojninski skladi manjši delež sredstev v nekaterih državah namenjajo tudi alternativnim naložbam, med njimi tudi v sklade nejavnega lastniškega kapitala. Alternativne naložbe predstavljajo le nekaj odstotkov vseh naložb in v nobeni državi ne dosegajo 10% aktive. Do finančne krize, ki je izbruhnila sredi leta 2007, se je delež delnic, in še posebej alternativnih naložb, povečeval, potem pa se je trend obrnil, delež tveganih naložb se je začel zmanjševati na račun obveznic in instrumentov denarnega trga.

Delež naložb pokojninskih skladov v nejavnem lastniškem kapitalu se zaradi različnega nagnjenja k tveganju močno razlikuje. V državah, kjer pokojninski skladi vodijo politiko varnih, nizko donosnih naložb in je celo delež visokolikvidnih delnic javnih družb majhen, skladi nejavnega lastniškega kapitala niso primerna naložba, povpraševanje po tovrstnih naložbah pa zanemarljivo, zato je interes pokojninskih skladov po vlaganju v tovrstne naložbe predvsem v državah, kjer je nagnjenost k tveganju večja. Davis dodatno ugotavlja, da v nekaterih evropskih državah pokojninske sklade običajno upravlja banka sponzorja, v tem primeru pa so tako za banko, kot tudi sponzorja pomembni celotni odnosi s komitentom. Tako donosnost pokojninskih skladov ni edino merilo uspešnosti upravljavca (Davis, Steil, 2001, str. 169).

Evropski pokojninski skladi so v petih letih od 2002 do 2006 s pristopi k skladom nejavnega lastniškega kapitala zagotovili 59,8 mld EUR, kar predstavlja 23,9 % vseh vloženih sredstev v tovrstne sklade in pomeni velik skok v primerjavi z letom 2002, ko so te naložbe znašale le 4,3 mld EUR. Povečal pa se je tudi relativni delež vpisanega kapitala v tovrstne sklade in

sicer iz 16,3% v letu 2002 na 27, 1% v letu 2006 (Private Equity Statistics, EVCA, 2008, str. 6).

Vlaganje evropskih pokojninskih skladov v nejavni lastniški kapital v Evropski uniji je zaradi zakonodajnih in davčnih ovir razdrobljeno in različno razvito. Zato je Komisija evropskih skupnosti dala pobudo za odpravo ovir za čezmejne naložbe tveganega kapitala. V pobudi navaja ugotovitve študije, da so inovativna mala in srednja podjetja, ki prejemajo sredstva nejavnega in tveganega kapitala v obdobju 2000–2004, ustvarila 1 milijon delovnih mest. Poleg tega so inovativna in v rast usmerjena podjetja s podporo tveganega kapitala v povprečju namenila 45 % svojih celotnih izdatkov za raziskave in razvoj, kar znaša v povprečju 3,4 milijona EUR letno na podjetje ali 50.500 EUR na zaposlenega, kar je šestkrat več od 500 največjih vlagateljev v raziskave in razvoj v EU-25 (Komisija evropskih skupnosti, 2007, str. 3).

Sporočilo navaja še ugotovitve ekonometrične študije, ki so pokazale tudi pozitivni vpliv na gospodarsko rast. Na podlagi zadnje analize⁷ je ocenjeno, da povečanje naložb v fazi tveganega kapitala za 0,1 % BDP prispeva k povečanju realne gospodarske rasti do ene odstotne točke.

5.2. Razvoj in naložbena politika slovenskih pokojninskih skladov

Slovenija je kljub izrazito negativnim demografskim trendom dolgo odlašala s pokojninsko reformo in je tako do leta 2000, ko je bil uveljavljen novi Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, pokojninski sistem slonel izključno na enostebrnem pokojninskem sistemu.

Bistvena novost pokojninske reforme je bila uvedba tristebnega pokojninskega sistema, ki zmanjšuje pritisk na državno pokojninsko blagajno in prelaga odgovornost za ustrezno višino pokojnin in življenjski standard na aktivno populacijo. Poleg prvega stebra z obveznim pokojninskim in invalidskim zavarovanjem sta bila z reformo uvedena še drugi steber z obveznim in prostovoljnim dodatnim pokojninskim in invalidskim zavarovanjem ter tretji steber s pokojninskim in invalidskim zavarovanjem na podlagi individualnega varčevanja za starost.

Težišče reforme pokojninskega sistema je na drugem stebru⁸ s prostovoljnim pokojninskim in invalidskim zavarovanjem. Tovrstno prostovoljno zavarovanje je namenjeno zaposlenim, ki že vplačujejo prispevke za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, lahko pa gre za obliko kolektivnega zavarovanja, v katerega je vključen delodajalec ali pa za individualno sklenitev

⁷ „Venture Capital in Europe: Spice for European Economies“ T. Meyer, Deutsche Bank Research, oktober 2006.

⁸ Svetovna banka v drugi steber vštevja samo obvezna dodatna poklicna zavarovanja, EU pa vključuje tudi prostovoljne oblike dodatnih poklicnih pokojninskih zavarovanj.

pogodbe z izvajalcem pokojninskega načrta. Pri kolektivnem pokojninskem zavarovanju lahko premijo za zavarovanca plačuje podjetje ali pa plačujeta oba, delno podjetje in delno zavarovanec. Za uveljavljanje davčnih olajšav delodajalca mora biti vključenih najmanj 66% vseh zaposlenih.

Davčne olajšave v drugem stebru ne zagotavljajo oprostitve plačila dohodnine, temveč le odložitve, saj se dohodnina obračunava in plačuje ob prejemanju pokojnine. Zavarovanec kljub temu plača v drugem pokojninskem stebru predvidoma nižjo dohodnino zaradi običajno nižjega davčnega razreda v času prejemanja pokojnine v primerjavi z obdavčitvijo v aktivni dobi.

Znesek davčne olajšave premije je omejen in znaša 24 % obveznih prispevkov za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, kar znaša 5,8 % zavarovančeve bruto plače. Delodajalcu se za premije prostovoljnega dodatnega zavarovanja, ki jih je vplačal v korist zavarovancev, prizna davčna olajšava pri obračunu davka od dohodka pravnih oseb.

Izvajalci prostovoljnega pokojninskega zavarovanja so zavarovalnice in pokojninski skladi, ti pa so lahko organizirani kot vzajemni pokojninski skladi ali pokojninske družbe.

Slika št.17: Izvajalci pokojninskih načrtov



Vir: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju

Zakonodajalec je predvidel dve osnovni obliki varčevanja za dodatne pokojnine, in sicer v obliki vzajemnih pokojninskih skladov na eni strani in v obliki kritnih skladov pokojninskih družb in zavarovalnic na drugi strani.

Zavarovanec pri prostovoljnem pokojninskem zavarovanju prevzema naložbeno tveganje, vendar pa Zakon o invalidskem in pokojninskem zavarovanju v 298. členu predpisuje zajamčen donos na vplačano čisto premijo, ki znaša 40% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Zajamčena stopnja donosnosti, ki jo objavlja Ministrstvo za finance, ki je predpisalo tudi metodologijo izračuna (Ur.l.RS, št. 21/2001, str. 2074) ne sme biti nižja od 40% obrestne letne mere na državne vrednostne

papirje z dospelostjo nad enim letom, izvajalec pokojninskega načrta pa lahko določi tudi nižjo minimalno donosnost.

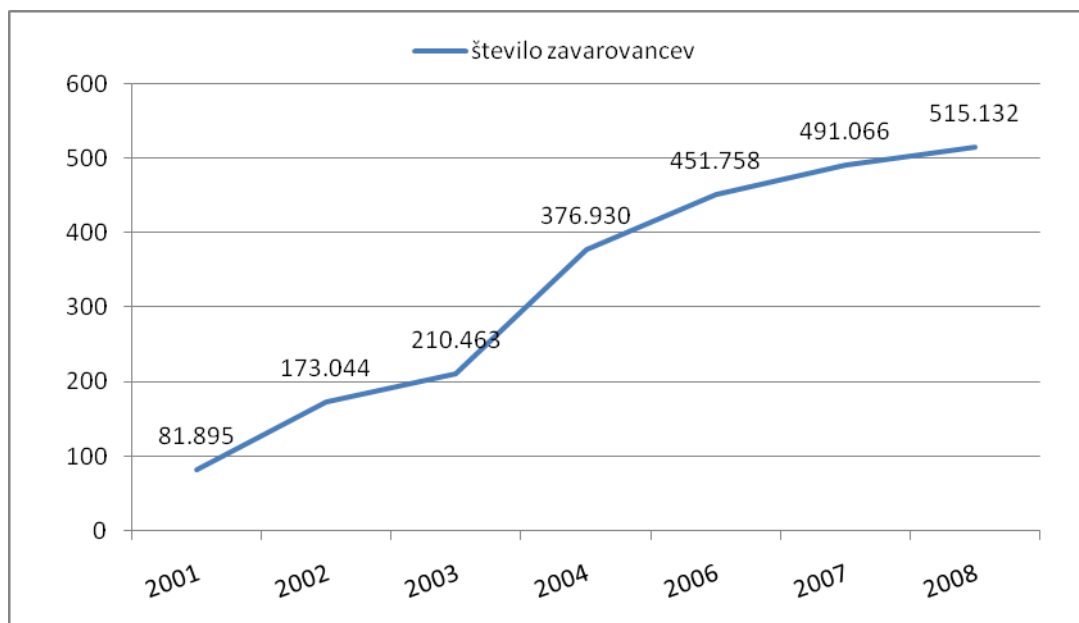
Za naložbe drugega pokojninskega stebra se uporabljajo določbe Zakona o zavarovalništvu (Ur. l. RS 109/2006) o naložbah kritnega sklada. Po Zakonu o zavarovalništvu kritno premoženje lahko predstavljajo samo v 121. členu naštetih vrste naložb, pretežno nizkotvegane naložbe v dolžniške in lastniške vrednostne papirje, depozite in druge manj tvegane vrste naložb. Po 5. odstavku navedenega člena so mogoče tudi delnice in drugi lastniški vrednostni papirji s spremenljivim donosom, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če so izdane kot vrednostni papir. Med nobeno od naštetih vrst naložb ni mogoče uvrstiti skladov nejavnega lastniškega kapitala. Po 3. odstavku navedenega člena zakona lahko Agencija za zavarovalni nadzor določi druge vrste naložb, ki so glede na varnost, donosnost in tržnost primerne za kritno premoženje, po 4. odstavku pa lahko Agencija za zavarovalni nadzor iz posebej utemeljenih razlogov na zahtevo posamezne zavarovalnice tej dovoli, da kritno premoženje naloži tudi v druge vrste naložb, kar daje možnost pokojninskim družbam, da del sredstev vložijo tudi v sklade nejavnega lastniškega kapitala.

Zakon o zavarovalništvu v 122. členu omejuje velikost posameznih naložb z največjim dovoljenim deležem od skupne višine rezervacij, kljub temu pa daje upravljavcem dovolj možnosti za diverzifikacijo naložb tudi v bolj tvegane naložbe in s tem za oblikovanje nekoliko bolj tveganih in s tem višje donosnih portfeljev.

Državni zbor je sprejel nekaj novel zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, zadnje v letu 2006, ki je v pravni red prenesla zahteve direktive 2003/41 Evropskega parlamenta in Sveta o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje. Ena glavnih novosti zakona je možnost čezmejnega izvajanja pokojninskih načrtov. Ta ukrep je usmerjen k zagotavljanju večje konkurence na trgu in k poenotenju notranjega trga EU na področju finančnih storitev. V skladu z direktivo lahko tuji izvajalci izvajajo načrt pokojninskega zavarovanja na ozemlju Republike Slovenije, slovenski izvajalci pa lahko izvajajo kolektivno dodatno pokojninsko zavarovanje na ozemlju drugih držav članic EU (Rangus, 2006, str.17).

Po podatkih Ministrstva za finance je število zavarovancev v obdobju 2001-2008 skokovito naraščalo in v letu 2008 doseglo 56,8% zavarovancev obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Kar 95% zavarovancev je imelo sklenjeno kolektivno in le 5% individualno prostovoljno dodatno zavarovanje (Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve: Število vključenih v prostovoljno pokojninsko zavarovanje, december 2008, http://www.mdds.gov.si/si/statistika/dodatno_pokojninsko_zavarovanje/).

Slika št. 18: Število zavarovancev prostovoljnega pok. zavarovanja od 1.1.2002 do 31.12.2008



Vir: Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve: Dodatno pokojninsko zavarovanje, http://www.mdds.gov.si/si/statistika/dodatno_pokojninsko_zavarovanje, 2009

Izvajalci pokojninskih načrtov so v letu 2008 upravljali z 1,20 mld EUR sredstev, od tega največ, to je 24,0% Zaprti vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbence (ZVPSJU), sledijo skladi Skupne pokojninske družbe d.d. z 19,3% in Kapitalski vzajemni pokojninski sklad (KVPS) s 13,1%. Povprečna mesečna zavarovalna premija na zavarovanca znaša slabih 40 EUR.

Tabela št. 9: Donosnost naložb in struktura naložb pokojninskih načrtov na dan 31.12.2008

	Letna donosnost	Petletna donosnost	Število zavarovancev 31.12.2008	Struktura naložb		
				Obveznice, depoziti, gotovina	Delnice	Vzajemni skladi, drugo
ZVPSJU (Kad)	-9,10%	6,70%	187.191	88%	6%	6%
Skupna	-3,40%	20,40%	73.036	81%	14%	5%
KVPS (Kad)	-12,80%	4,40%	34.083	87%	7%	6%
Pokojninska družba A	1,10%	25,30%	45.500	91%	7%	2%
Prva osebna zavarovalnica	-1,10%	18,50%	76.504	99%	1%	0%
Zavarovalnica Triglav	2,40%	20,40%	44.200	95%	5%	0%
Moja Naložba	-2,20%	24,80%	31.207	98%	2%	0%
OVPS Banka Koper	-7,40%	22,70%	5.862	n.p.	n.p.	n.p.
LEON 2 (Generali)	-3,20%	20,60%	4.654	n.p.	n.p.	n.p.
AIII (Abanka Vipa)	-5,30%	21,60%	2.871	91%	5%	4%
DELTA (Probanka)	-6,30%	23,90%	4.150	90%	3%	7%
Adriatic Slovenica	-18,00%	13,00%	2.317	92%	8%	0%

Vir: www.dnevnik.com/slovenija/poslovni_dnevnik, 2009, lastni izračuni

Struktura naložb vseh izvajalcev pokojninskih načrtov je izrazito naklonjena obveznicam, depozitom in drugim oblikam dolžniških naložb z nizko stopnjo tveganja in nizko donosnostjo.

Donosnost sredstev v upravljanju je izjemno skromna. V letu 2008 so stopnje donosnosti večinoma negativne, petletne stopnje pa med 4,4% in 25,3%. Rast cen življenjskih potrebščin v primerljivem petletnem obdobju je znašala 17%, kar pomeni, da so trije skladi s skupaj z več kot 260.000 zavarovanci dosegali negativne realne donose, realne donosnosti ostalih skladov pa so bile skromne in niso presegale 1,5%. Nizka donosnost sredstev je posledica konservativne naložbene politike pokojninskih skladov, pa tudi visokih stroškov upravljanja in visokih vstopnih provizij. Pokojninski skladi zaračunavajo vstopno provizijo

na vplačane premije, ki je zakonsko določena največ v višini 6% čistih vplačanih sredstev in največ 1,5% povprečne čiste letne vrednosti sredstev.

Izvajalci pokojninskih načrtov so sicer omejeni z zakonodajo pri vlaganju v bolj tvegane naložbene skupine, vendar struktura naložb kaže, da so deleži višje donosnih, bolj tveganih naložb še precej manjši od zakonsko določenih omejitev in torej tovrstna možnost povečanja donosnosti portfelja ni izkoriščena.

Tudi donosi v letu 2007, torej v letu pred finančno krizo, so bili nizki, povprečna letna ponderirana donosnost sredstev je znašala 4,6%, realna donosnost pa je upoštevaajoč gibanje cen življenjskih potrebščin v tem obdobju, ki je znašala 5,6%, negativna.

Podatki ne kažejo, da bi zavarovanci prestopali v donosnejše pokojninske načrte ali da bi izstopali iz pokojninskih načrtov, vendar pa dolgoročneje takšni rezultati niso spodbudni. Izvajalci bodo zato morali oblikovati strategijo, ki bo poleg varnosti zagotavljala tudi ustrezno donosnost, sicer zavarovanci ne bodo imeli interesa za nadaljevanje vplačil v pokojninske načrte oz. bodo pokojninski načrt zamenjali. Stroški, ki jih zaračunavajo upravljavci pokojninskih skladov, niso sorazmerni s pričakovano donosnostjo naložb in so previsoki. Da bi upravljavci lahko upravičili visoke upravljavske stroške, bi morali dosegati višje donosnosti skladov, kar pa je mogoče le s spremembo naložbene strategije in preoblikovanjem portfelja z večjim deležem donosnejših naložb, za pokojninske načrte z nižjim tveganjem in s tem nižjo donosnostjo pa je pomembna stroškovna učinkovitost s čim nižjimi stroški poslovanja.

Naložbena politika pokojninskih skladov in zavarovalnic je izrazito konservativna, deleži višje tveganih naložb z višjo pričakovano stopnjo donosa so majhni in zato tudi v času rasti cen lastniških vrednostnih papirjev ne prinašajo bistveno višjih donosov. Tovrstna politika sicer ščiti pred padci vrednosti premoženja v času finančnih kriz, dolgoročno pa prinaša nizke donose in s tem nižje pokojnine oz. morajo sponzorji za enako višino pokojnine prispevati več. Kljub dolgoročnemu značaju naložb v pokojninske sklade je njihova donosnost pod pričakovano, kar kljub davčnim olajšavam zmanjšuje privlačnost naložb v tovrstne sklade.

Slovenski pokojninski skladi ne kažejo premikov v smeri aktivnejšega upravljanja svojih naložb, prej nasprotno, nagnjenost k vlaganju v varne naložbe utrjuje še finančna in gospodarska kriza, zato aktivnejšega upravljanja s povečevanjem deleža bolj tveganih naložb ni pričakovati.

Glede na strukturo naložb slovenski pokojninski skladi ne stremijo k doseganju višjih donosov in aktivnejši naložbeni politiki. Zato nimajo interesa za vlaganje v višje tvegane naložbe, kot so skladi nejavnega lastniškega kapitala. Zakonodaja sicer omejuje naložbeno politiko pokojninskih skladov, vendar bi pokojninski skladi od Agencije za zavarovalni

nadzor pridobili ustrezna dovoljenja, če pa to ne bi bilo mogoče, pa bi lahko sprožili pobudo za dopolnitev zakonodaje. Spremembe naložbene politike skladov so mogoče šele ob povečanju konkurenčnosti pokojninskih skladov in povečanju ponudbe konkurenčnih storitev, pa tudi z večjo odzivnostjo tistih zavarovancev, ki bodo sklade s prenizkimi donosi zapuščali in prestopali k tistim z njim ustrežnejšo naložbeno politiko. V konkurenčnih razmerah, v katerih bo naložbena politika in posledično pričakovana donosnost vplivala na izbiro zavarovancev, lahko pričakujemo diferenciacijo naložbenih strategij pokojninskih skladov. Pokojninski skladi z zavarovanci, ki bodo dopuščali nekoliko višje tveganje, bodo temu ustrezno prilagodili svojo naložbeno strukturo, tudi z naložbami v sklade nejavnega lastniškega kapitala.

Skladi nejavnega lastniškega kapitala so torej lahko primerna naložba za tiste pokojninske sklade, ki ciljajo na višjo donosnost in zato del naložb usmerjajo tudi v naložbe z visoko stopnjo tveganja.

5.3. Skladi nejavnega lastniškega kapitala v Sloveniji

Pravno in davčno okolje, ki sta nujen pogoj za razvoj zasebnega kapitala, v Sloveniji tej dejavnosti ni naklonjeno. Trg nejavnega lastniškega kapitala je pri nas slabo razvit. Po podatkih EVCA so znašale investicije tovrstnih skladov v letu 2006 komaj 19,3 mio EUR, v letu 2007 pa 23,5 mio EUR, od tega večino predstavljajo naložbe v prevzeme podjetij. Delež investicij v BDP v Sloveniji za leto 2006 znaša 0,013% in za leto 2007 0,139% BDP, kar je daleč pod evropskim povprečjem, ki je v letu 2007 doseglo 0,57%, pa tudi pod povprečjem držav centralne Evrope, kjer so tovrstna vlaganja znašala 0,32% (EVCA: Central and Eastern Europe Statistics 2007, str. 6).

Slovenija je ena redkih evropskih držav, ki nima aktivnega združenja tveganega kapitala, kar prav tako kaže na nerazvitost tega trga. V okviru Javne agencije Republike Slovenije za podjetništvo in razvoj je bilo Slovensko združenje za nejavni in tvegani kapital (Slovenian Private Equity nad Venture Capital Association) kot projekt sicer ustanovljeno, vendar ni zaživelo in je trenutno neaktivno, kar je dodaten razlog za pomanjkanje in nezanesljivost ustreznih podatkov, ki jih v primerljivih državah sicer zbirajo združenja nejavnega lastniškega kapitala.

V Sloveniji predstavlja tvegani kapital še vedno zanemarljiv dejavnik v podjetniškem življenju. Zato tudi ne preseneča dejstvo, da se je po deležu naložb tveganega kapitala, izraženim kot odstotek od bruto domačega proizvoda, v raziskavi Global Entrepreneurship Slovenija 2004 z 0,009% uvrstila povsem na rep lestvice. V svetovnem merilu na tem področju izrazito izstopa z 0,386% Izrael, med evropskimi državami pa Finska z 0,126% (Rebernik et al., 2004, str. 35).

Pomemben razlog za majhen obseg vlaganj v tvegani oz. nejavni lastniški kapital je bilo pomanjkanje zakonodaje, ki bi vlagateljem v sklade nejavnega lastniškega kapitala zagotavljala ustrezne davčne olajšave. V Nemčiji, Angliji in ZDA zagotavlja komanditna družba, ki ni pravna oseba in zato ne plačuje davka od dobička oz. dohodka, ustrezen davčni režim, zato posebna zakonodaja za nejavni lastniški kapital ni nujno potrebna. V slovenskem pravu pa je komanditna družba pravna oseba, ki je zavezanec za plačilo davka od dobička in kot taka manj primerna za sklade nejavnega lastniškega kapitala. Tako je bilo v Sloveniji, zaradi odsotnosti ustrezne zakonodaje, večina skladov ustanovljenih kot družbe z omejeno odgovornostjo (Kraljič, 2007, str. 47), kar je prav tako manj primerna organizacijska oblika za tovrstno dejavnost.

Ugodnejša davčna obravnava naložb tveganega kapitala je bila zagotovljena z novo zakonodajo, za prevzemne sklade pa je davčna zakonodaja še vedno neustrezna.

Zakon o družbah tveganega kapitala, ki je bil pogoj za razvoj skladov tveganega kapitala, je bil sprejet v oktobru 2007. Zakon statusnopravno opredeljuje družbe tveganega kapitala s sedežem in poslovodstvom v Sloveniji kot družbe, katerih glavna dejavnost je vlaganje tveganega kapitala v perspektivna mala in srednja podjetja, ki niso sposobna pridobiti zadostnih virov financiranja na trgu. Tvegani kapital so po zakonu lastniške naložbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje in se ni trgovalo na organiziranem trgu, vlagatelji pa v družbe tveganega kapitala vlagajo po načelu aktivnega vlaganja, in sicer kot povečanje osnovnega kapitala ali ustanovitev gospodarske družbe. Tvegani kapital je namenjen zagotavljanju semenskega, zagonskega in razširitvenega kapitala.

Družba tveganega kapitala je lahko ustanovljena v obliki dvojne družbe⁹, družbe z omejeno odgovornostjo, delniške družbe in komanditne delniške družbe¹⁰.

Družbo tveganega kapitala zastopa, vodi in opravlja vse njene posle druga gospodarska družba. Če je družba tveganega kapitala dvojna družba, ki je organizirana v obliki komanditne družbe, je njen zakoniti zastopnik komplementar, če pa je to dvojna družba, organizirana v obliki družbe z neomejeno odgovornostjo, pa so njeni zakoniti zastopniki družbeniki.

Zakon določa minimalno vrednost udeležbe vlagatelja v družbe tveganega kapitala v višini 50.000 EUR, pri čemer mora biti udeležba vplačana v denarju.

⁹ Dvojna družba je po 152. členu Zakona o gospodarskih družbah komanditna družba, v kateri je edini komplementar družba, v kateri ni osebno odgovornih družbenikov ali so vsi komplementarji take družbe (Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1-UPB3), Ur.l. RS 65/2009).

¹⁰ Komanditna delniška družba je po 464. členu Zakona o gospodarskih družbah družba, pri kateri je najmanj en družbenik odgovoren za obveznosti družbe z vsem svojim premoženjem, komanditni delničarji, ki imajo delež v osnovnem kapitalu, pa za obveznosti družbe do upnikov niso odgovorni (Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1-UPB3), Ur.l. RS 65/2009).

Družba tveganega kapitala mora najmanj 50 % svojih sredstev nameniti za naložbe tveganega kapitala v mala in srednja podjetja, nadaljnjih 30% pa mora nameniti za naložbe lastniškega kapitala ali mezzanin kapitala v družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje in se ni trgovalo na organiziranem trgu, ali za posojila družbam, v katerih je udeležena s tveganim kapitalom. Z ostalimi sredstvi, ki znašajo največ 20%, lahko družba prosto gospodari.

O podelitvi statusa družbe tveganega kapitala odloča preko komisije, ki jo določi minister, Ministrstvo za gospodarstvo. Predlog za podelitev statusa vložijo ustanovitelji še pred vpisom v sodni register. Ministrstvo s spremljanjem, zbiranjem in preverjanjem poročil pregleduje in nadzira poslovanje družbe tveganega kapitala, ugotavlja kršitve in izvaja postopek odvzema statusa.

Sprejem Zakona o družbah tveganega kapitala je omogočil uveljavljanje davčnih olajšav skladno s 6. točko 25. člena Zakona o davku od dohodka pravnih oseb. Po tem zakonu dobiček iz odsvojitve lastniških deležev, pridobljenih na podlagi naložb tveganega kapitala v družbi tveganega kapitala, ki je ustanovljena v skladu z zakonom, ki ureja družbe tveganega kapitala, celoten takšen dobiček izvzame iz davčne osnove zavezanca, če je imela ta družba tveganega kapitala status družbe tveganega kapitala celotno davčno obdobje in če je imela ta družba status družbe tveganega kapitala skozi celotno obdobje imetništva takega deleža zavezanca. Skladno s 4. točko 61. člena tega zakona se davek od dejavnosti izvajanja dopustnih naložb tveganega kapitala obračunava po stopnji 0% od davčne osnove.

S sprejetjem Zakona o tveganem kapitalu so bile odpravljene ovire za naložbe v tvegani kapital, ki pa predstavlja le manjši delež naložb skladov nejavnega lastniškega kapitala, davčni status prevzemnih skladov pa je še vedno neugoden in zato nepriljubljen za vlagatelje. Za občutno povečanje vlaganj v tovrstne sklade bi bilo potrebno sprejeti zakonodajo, ki bi preprečevala možnost dvojne obdavčitve na nivoju sklada in družbenikov.

Tudi naložbena politika pokojninskih skladov vpliva negativno na razvoj zasebnega kapitala, saj je kljub dejstvu, da je velik delež njihovih zavarovancev aktiven, čas do upokojitve pa še dolg, izjemno konzervativna, upravljavci pa niso pripravljene prevzeti večjih tveganj. Očitno je, da donosi skladov zaenkrat bistveno ne vplivajo na število zavarovancev in obseg vloženih sredstev.

Finančni posredniki zbirajo sredstva po javni ali zasebni poti. Po Zakonu o investicijskih družbah in družbah za upravljanje (Ur.l. RS 110/02) lahko le investicijski skladi, ki zajemajo vzajemne sklade in investicijske družbe, javno zbirajo sredstva. Skladi nejavnega kapitala sredstev ne morejo zbirati javno niti posredovati pri zbiranju oz. kako drugače zagotavljati pogojev za zbiranje denarnih sredstev. Temeljne značilnosti investicijskih skladov so javno zbiranje denarnih sredstev, visoka stopnja regulacije poslovanja, ki omejuje fleksibilnost

naložb, javno in pogosto obveščanje vlagateljev in dosledno izvajanje nadzora pooblaščne agencije. Nejavni naložbeni skladi se ne ravnaajo po Zakonu o investicijskih družbah in družbah za upravljanje. Njihovo poslovanje je bistveno manj transparentno, razpoložljivost podatkov za zelo omejena.

6. SKLEP

Skladi nejavnega lastniškega kapitala so se v svetu uveljavili kot primerna oblika naložb pokojninskih skladov z nadpovprečnimi donosnostmi in nizko korelacijo tveganja z ostalimi naložbenimi skupinami, zato so se izkazali kot dobra naložba za diverzificiranje pokojninskega portfelja. Dejavnost skladov nejavnega lastniškega kapitala je v zadnjih letih beležila visoke stopnje rasti ne samo v ZDA in Veliki Britaniji, kjer so skladi močno uveljavljeni kot naložbena skupina, temveč tudi v Evropi, kjer so še pred kratkim institucionalni in drugi vlagatelji v nejavni kapital vlagali zgolj izjemoma. Priljubljenost tovrstnih naložb v Evropi je posledica visokih donosnosti nekaterih skladov in njihove medijske odmevnosti, pa tudi liberalizacije naložb pokojninskih skladov.

Skladi nejavnega lastniškega kapitala so specifična naložba, ki se bistveno razlikuje od drugih, bolj uveljavljenih naložbenih možnosti. Naložba je dolgoročna, nelikvidna, zahtevna z vidika planiranja likvidnosti, saj datumi vplačil in izplačil niso vnaprej znani, tveganje pri izbiri upravljavca sklada pa visoko. Sklad je običajno organiziran v obliki komanditne družbe, ki ni običajen za druge oblike naložb in zato zahteva od vlagatelja posebno pozornost, pri oblikovanju sklada pa intenzivno sodelovanje.

Skład nejavnega lastniškega kapitala, ki je običajno ustanovljen za dobo desetih let, vlaga v delnice ali deleže družb, s katerimi se ne trguje na javnih trgih kapitala. Tveganja pri tem so visoka, še posebej pri tveganem kapitalu, nekoliko manjša pa pri prevzemnih skladih. V času vlaganja upravljavci skladov običajno v prvih letih ugotovijo, da del naložb ne daje zadovoljivih rezultatov. Zato se vlaganja v te družbe prekinejo, naložbe pa odprodajo ali odpišejo, tako tudi vrednosti vložkov vlagateljev v tem času običajno padejo pod vrednost vložka. Vlagatelji se tako v prvih letih soočajo z izgubami, kar znižuje donosnost naložb in zahteva dodatna pojasnila njihovim vlagateljem.

Skladi nejavnega lastniškega kapitala so namenjeni dobro poučenim vlagateljem in so bistveno slabše regulirani od na primer vzajemnih skladov, v katere vlagajo tudi mali vlagatelji. Upravljavci skladi podatkov o poslovanju skladov niso dolžni objavljati, zato je dostopnost podatkov slaba, ocene uspešnosti naložb pa nezanesljive. Podatke sistematično zbirajo združenja skladov nejavnega lastniškega kapitala in jih periodično objavljajo, vendar le na nivoju dejavnosti in brez podatkov po posameznih skladih, zato zanesljivosti podatkov ni mogoče oceniti. Donosnosti skladov natančno ni mogoče oceniti, različni viri pa ocenjujejo, da so v povprečju rahlo višji od rasti vrednosti delnic javnih podjetij, zajetih v

borznih indeksi, kot so Dow Jones, S&P ipd., razlike med donosnostjo skladov pa so v uspešnosti med skladi zelo velike, visoko donosni so samo najboljši skladi.

Kljub številnim omejitvam in oviram obseg vlaganj v nejavni lastniški kapital narašča tudi v Evropi. Največje vloške zagotavljajo institucionalni vlagatelji, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice, ki imajo dobro tekočo likvidnost zaradi stalnih in predvidljivih prilivov. Z vključevanjem tovrstnih naložb vlagatelji povečujejo razpršenost naložb in povečujejo donosnost portfelja.

Finančna kriza in gospodarska recesija zmanjšuje obseg vlaganj v sklade nejavnega lastniškega kapitala, saj vlagatelji v nepredvidljivih razmerah na kapitalskih trgih povečujejo naložbe v nizko tvegane naložbe. V času recesije se število družb nejavnega lastniškega kapitala zmanjša, manj kakovostni upravljavci ne morejo pridobiti sredstev za nove sklade, zato prenehajo s poslovanjem, na trgu ostanejo le najboljši.

Tudi pokojninski skladi se zaradi gospodarske krize soočajo z nizkimi donosi ali izgubami, zato so pritiski za spremembe naložbene politike v prid nizko tveganih naložb velike, vendar pa se morajo tako upravljavci, kot tudi zavarovanci zavedati, da povečevanje deleža nizko tveganih naložb zmanjšuje donosnost pokojninskega sklada in s tem nižjo pokojnino mlajšim zavarovancem in zavarovancem srednjih let. Prav čas recesije je za pokojninske sklade priložnost za vlaganje v sklade nejavnega lastniškega kapitala, saj je v tem času lažje pridobiti najboljše upravljavce skladov, poleg tega pa je zaradi dolgoročnosti naložbe zelo verjetno, da bo v času dezinvestiranja recesija že mimo in bo donosnost zato nadpovprečna.

Dejavnost skladov nejavnega lastniškega kapitala v Sloveniji zaradi neugodne davčne zakonodaje, pa tudi zaradi pomanjkanja interesa investitorjev ni razvita, pokojninski skladi pa se za tovrstne investicije ne odločajo. Veliko oviro je predstavljala neugodna davčna zakonodaja, ki je bila delno dopolnjena z Zakonom o tveganem kapitalu, ki pa je zagotovila primerne rešitve samo za vlaganja v tvegani kapital, ne pa tudi za prevzemne sklade. Ti namreč predstavljajo večino naložb skladov nejavnega lastniškega kapitala in so zaradi manjšega tveganja in višjih donosov bolj zanimivi za pokojninske sklade.

Kljub dejstvu, da so pokojninski skladi v razvitih finančnih sistemih največji vlagatelji v nejavni lastniški kapital, naložbena politika slovenskih pokojninskih skladov ni naklonjena vlaganjem v bolj tvegane skupine naložb. Delež naložb z nizkim tveganjem, kot so obveznice in depoziti, je visok in presega 80% vseh naložb, delež naložb v delnice pa je minimalen in redko presega 10%. Pokojninski skladi dajejo tako prednost varnosti, donosnost naložb pa je manj pomembna, kar kaže na to, da razmere na trgu pokojninskih skladov niso konkurenčne in da uspešnost za zavarovance ni pomembna. To pomeni za zavarovance v prihodnosti nižje pokojnine in manjšo socialno varnost. Kljub dejstvu, da so donosi nizki in da upravljanje njihovih sredstev ni učinkovito, pa pokojninski skladi niso

motivirani za povečanje donosnosti in iskanje naložb z višjimi donosi. Zato so vlaganja slovenskih pokojninskih skladov v nejavni lastniški kapital kratkoročno manj verjetna.

S povečanjem konkurenčnosti in preglednosti slovenskega trga pokojninskih skladov lahko pričakujemo, da bo uspešnost njihovega upravljanja postala ključna pri zavarovančevi izbiri oz. zamenjavi sklada. Takrat pa bo tudi naložbena politika skladov pridobila na veljavi. Skladi bodo morali strukturo svojih naložb prilagoditi tako, da bodo poleg varnosti zagotovili še ustrezno donosnost, najboljše razmerje med donosnostjo in varnostjo pa bodo zagotovili z učinkovito razpršitvijo naložb, ki bo poleg večjega deleža naložb v delnice vključevala še alternativne naložbe, med njimi tudi sklade nejavnega tveganega kapitala. Do takrat je trajnejše in bolj sistematično vlaganje v tovrstne sklade manj verjetno, njihov razvoj pa zaradi pomanjkanja ustreznih investitorjev neustrezen in počasen.

LITERATURA

1. Baker P. George, Smith George David: The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value. New York: Cambridge University Press, 1998. 257 str.
2. Bance Alex: Why and How to Invest in Private Equity. Zewenteem: EVCA, 2004. 18 str.
3. Bešter Janez: Prezvemi podjetij in njihovi učinki na delničarje, managerje, zaposlene, upnike in državo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 157 str.
4. Bodie Zvi et al.: Investments. New York: McGraw-Hill, 2005. 1090 str.
5. Brealey A. Richard, Myers C. Stewart: Principles of corporate finance. New York: McGraw-Hill/Irvin, 2006. 1028 str.
6. Brigham F. Eugen, Gapenski C. Louis: Intermediate Financial Management. Orlando: The Dryden Press, 1996. 1018 str.
7. Cuny J. Charles, Talmor Eli: A Theory of Private Turnarounds. St. Louis: Olin Scholl of Bussines, Washington University in St. Louis. 2006. 34. str.
8. Davis E. Philip, Steil Benn: Institutional Investor. Cambridge: The MIT Press, 2001. 524 str.
9. Eckstaller Claudia, Huber-Jahn Ingrid: Private Equity und Venture Capital. Sternenfels: Verlag Wissenschaft&Praxis, 2006. 120 str.
10. Fidrmuc P. Jana, Roosenboom Peter, Dick van Dijk: Do private Equity Investors take Firms private for different reasons? Coventy: Warwick Bussiness School, Rotterdam: RSM Erasmus University, 2006. 29. str.
11. Glas Miroslav et al.: Is Private Capital realy the Solution. Ljubljana: Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, 2002. 19. str.
12. Greve J. Terrence: How to do Leveraged Buyout. New Yersy: Prentice Hall, 1990. 446 str.
13. Grabherr Oliver: Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital. http://www.gamma-capital.com/en/documents/GrabherrEndversionLindeverlag_10_2002_000.pdf.
14. Grabherr Oliver, Weis Gerold: Venture Capital und Private Equity in mittel- und oseuropäischen Ländern. <http://www.gamma-capital.com/en/documents/ArtikelGrabherrWeissfinal062006.pdf>.
15. Holzman Robert, Hinz Richard: Old-age income support in the 21st century : an international perspective on pension systems and reform. Washington: The World Bank, 2005. 215 str.
16. Ivanc Uroš: Optimalna struktura naložb pokojninskega sklada. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 145 str.
17. Jensen C. Michael: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. Princetown: American Economic Review, 76 (1986). 14. str.

18. Jensen C. Michael: Active Investors, LBOS, and the Privatisation of Bankruptcy. *Journal of applied Corporate Finance*, 2 (1989). Str.: 35-44
19. Kocbek Marjan et al.: Veliki komentar zakona o gospodarskih družbah, 1. knjiga. Ljubljana: GV založba, 2006, 584 str.
20. Kaplan Steve, Schoar Antoinette: Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows. Cambridge: MIT Sloan School of Management, 2003. 45. str.
21. Kaplan N. Steven, Stromberg Per: Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capitalists Analyses. Chicago: Graduate School of Business, University of Chicago, 2002. 33 str.
22. Kraljič Janez: Tvegani kapital kot naložbena možnost za zasebna sredstva. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2007. 93 str.
23. Lerner Josh, Cao Jerry: The Performance of Reverse Leveraged Buyouts. Boston: Harvard Business School, Chestnut Hill: Boston College, 2006. 8 str.
24. Lerner Josh et al: Venture capital and Private Equity: a casebook. New York: John Wiley & Sons, 2005. 570 str
25. Lerner Josh, Paul Gompers: The Venture Capital Cycle. Cambridge: The MIT Press, 2006. 569 str.
26. Lerner Josh, Schoar Antoinette: The Illiquidity Puzzle: Theory and Evidence from Private Equity. Boston: Harvard Business School, Cambridge: MIT Sloan School of Management, , 2002. 37. str.
27. Lerner Josh, Schoar Antoinette, Wong Wan: Smart Institutions, Foolish Choices?:The Limited Partner Performance Puzzle. Harvard University and National Bureau of Economic Research; Massachusetts Institute of Technology and NBER; Harvard University, 2006. 36.str.
28. Loos Nicolaus: Value Creation in Leveraged Buyouts. Doktorska disertacija. Liechtenstein: University of St. Gallen, Graduate School of Business Administration, Economics, Law, and Social Sciences, 2005. 379 str.
29. Malus Boštjan: Teoretični vidiki managerskih odkupov podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2005. 99 str.
30. Meyer Thomas, Mathonet Pierre-Yves: Beyond the J-curve. Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2005. 366 str.
31. Masulis W. Ronald, Thomas S. Randall: Does Private Equity Create Wealth? Nashville: Vanderbilt University School Law and Economics, 2009. 41 str.
32. Modigliani Franco in Muralidhar Arun: Rethinking Pension Reform. New York: Cambridge University Press, 2005. 247 str.
33. Mueller Kay: Investing in Private Equity Partnerships. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, 2008. 316 str.
34. Nielsen Kasper Meisner: The Return to Pension Funds' Private Equity Investments: New Evidence on the Private Equity Premium Puzzle. Hong Kong: Chinese University of Hong Kong and CEBR, 2008. 35. str.

35. Phalippou Ludovic, Gottschalk Oliver: Performance of Private Equity Funds. Amsterdam: University of Amsterdam - Faculty of Economics and Business, 2005. 49 str.
36. Rangus Andraž: Spremembe ZPIZ in razvoj dodatnega pokojninskega zavarovanja v EU. Ljubljana: Pravna praksa, 32 (2006). Str. 17-20
37. Rangus Andraž: Reforme dodatnega pokojninskega zavarovanja. Ljubljana: Pravna praksa, 21 (2007). Str.11-13
38. Rebernik Miroslav et al.: Global Entrepreneurship Monitor Slovenija 2004. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, Inštitut za podjetništvo malih in srednjih podjetij, 2005. 72. str.
39. Reed, Stanley Foster: The Art of M&A. Illinois:Dow Jones-Irwin, 1989. 960 str.
40. Schefczyk Michael: Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity. Stuttgart: Schaffer-Poeschel Verlag, 2006. 288. str.
41. Stanovnik Tine: Javne finance.Ljubljana. Ekonomska fakulteta, 2008. 284 str.
42. Vertot Nelka: 1. oktober - mednarodni dan starejših. Statistični urad Republike Slovenije, 2007. 3 str.
43. Weston John Fred et al.: Takeovers, restructuring, and corporate governance. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 2001. 689 str.
44. Weidig in Pierre-Yves Mathonet: The Risk Profiles of Private Equity. Esch-Alzette: QuantExperts, Luxembourg: European Investment Fund, 2004. 32. str.
45. Weir Charlie, Laing David, Wright David: Public to Private Takeovers and the Market for Corporate Control. Aberdeen: Aberdeen Business School, Nottingham University Business School and Robert Gordon University, 2004. 58 str.

VIRI

1. Bela knjiga o izboljšanju okvira enotnega trga za investicijske sklade. Bruselj: Komisija evropskih skupnosti, 2006. 16 str.
2. Call for Evidence regarding Private placement regimes in the EU. Bruselj: European commission, 2007. 17. str.
3. Central and Eastern Europe Statistics 2007. Zewenteem: EVCA, 2008. 16 str.
4. Current Trends in the European Asset Management Industry Mannheim: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), 2006. 21 str.
5. Direktiva evropskega parlamenta in Sveta Evrope z dne 3. junija 2003 o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0041:SL:NOT>, Luksemburg: Evropski parlament. 2003.
6. Dodatno pokojninsko zavarovanje. Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve, http://www.mddsz.gov.si/si/statistika/dodatno_pokojninsko_zavarovanje/, 1.8.2009.
7. International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines. Zewenteem: EVCA, 2006. 49 str.

8. Donosi slovenskih pokojninskih družb. Dnevnik, www.dnevnik/poslovni_dnevnik, 27. 7. 2009
9. Financial Services Action Plan: Progress and Prospects, Asset management Expert Group. Bruselj, 2004, 30. str.
10. Hedge Funds City Business Series. London: International Financial Services, 2007. 8 str.
11. International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines. AFIC, BVCA, EVCA, 2007
12. Live longer work longer. Pariz: OECD, 2005. 150 str.
13. Odprava ovir za čezmejne naložbe skladov tveganega kapitala. Bruselj: Komisija evropskih skupnosti, 2007. 10 str.
14. Pension Markets in Focus. Pariz: OECD, (4)2007. 14. str.
15. Priročnik o financiranju z rizičnim kapitalom v regionalni politiki, Evropska komisija. Bruselj, 2004. 85 str.
16. Private Equity Statistics. Zewenteem: EVCA, 2008. 12 str.
17. PriceWaterhouseCoopers: Global Private Equity Report 2006. [http://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/moneytree/filesource/exhibits/Global PE_2006.pdf](http://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/moneytree/filesource/exhibits/Global_PE_2006.pdf)
18. Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement, The Financial Services Authority. London, 2006, 94 str.
19. Supplementary Pensions in the Single Market. Brussels: Commission of the European Communities:– A Green Paper, 1997. 19. str.
20. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije, št. 65/2009, str. 9189 .
21. Zakon o družbah tveganega kapitala (ZDTK). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije, št. 29/2007, str. 12245.
22. Zakon o družbah tveganega kapitala – prva obravnava. Ljubljana: Ministrstvo za gospodarstvo, 2006. 27 str.
23. Zakonu o investicijskih družbah in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije, št. 110/2002, str. 13173
24. Zakon o zavarovalništvu (ZZavar). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije, št. 109/2006, str. 11154.