

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV ZAKONSKIH OMEJITEV NA STRUKTURO NALOŽB
POKOJNINSKIH SKLADOV**

Ljubljana, junij 2005

VESNA PENKO

IZJAVA

Študentka ***Vesna Penko*** izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom ***doc. dr. Silve Deželan*** in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne

Podpis:

KAZALO

1	UVOD	1
1.1	Namen, cilji in hipoteze magistrskega dela.....	2
1.2	Uporabljene metode in vsebinska zasnova magistrskega dela.....	3
2	OPREDELITEV POKOJNINSKIH SKLADOV KOT INSTITUCIONALNIH INVESTITORJEV	4
2.1	Institucionalni investitorji	4
2.2	Pokojninski skladi	8
2.2.1	<i>Pokojninski načrti z vnaprej določenimi pravicami</i>	<i>10</i>
2.2.2	<i>Pokojninski načrti z vnaprej določenimi prispevki.....</i>	<i>11</i>
2.2.3	<i>Hibridni pokojninski načrti.....</i>	<i>11</i>
2.3	Vpliv pokojninskih skladov na trg kapitala	12
3	STRATEGIJE UPRAVLJANJA NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	13
3.1	Splošne usmeritve pri oblikovanju premoženja institucionalnih investitorjev	13
3.1.1	<i>Določitev ciljev naložbene politike</i>	<i>14</i>
3.1.2	<i>Omejitve pri naložbeni politiki</i>	<i>15</i>
3.1.3	<i>Oblikovanje naložbene politike.....</i>	<i>16</i>
3.2	Izvajanje naložbene politike.....	19
3.3	Strategije upravljanja naložb pokojninskih skladov	21
3.3.1	<i>Temeljna delitev naložbenih strategij.....</i>	<i>21</i>
3.3.2	<i>Druge klasifikacije naložbenih strategij.....</i>	<i>26</i>
4	OMEJITVE PRI OBLIKOVANJU PREMOŽENJA POKOJNINSKIH SKLADOV	32
4.1	Razlogi za omejevanje naložb institucionalnih investitorjev	32
4.2	Vrste omejitev	34
4.2.1	<i>Količinske omejitve naložb</i>	<i>34</i>
4.2.2	<i>Omejitve, povezane z načelom preudarnega gospodarjenja</i>	<i>35</i>
4.3	Učinki količinskih omejitev na strukturo naložb	37
4.3.1	<i>Vpliv količinskih omejitev naložb na poslovanje pokojninskih skladov</i>	<i>37</i>
4.3.2	<i>Škodljivi učinki količinskih omejitev naložb</i>	<i>38</i>
4.3.3	<i>Količinske omejitve naložb v razvijajočih se tržnih gospodarstvih</i>	<i>39</i>
4.4	Učinki načela preudarnega gospodarjenja	40
4.4.1	<i>Vpliv na upravljanje naložb</i>	<i>40</i>
4.4.2	<i>Dejavniki uspešnega izvajanja načela preudarnosti</i>	<i>42</i>
4.5	Zakonodaja na področju strukture naložb pokojninskih skladov	43
4.5.1	<i>Usmeritve OECD glede poslovanja zasebnih pokojninskih načrtov</i>	<i>43</i>
4.5.2	<i>Usmeritve/predpisi Evropske unije (EU) glede poklicnih pokojninskih zavarovanj.....</i>	<i>46</i>
4.5.3	<i>Države Vzhodne Evrope (CEE)</i>	<i>48</i>
4.5.4	<i>Slovenija.....</i>	<i>50</i>
4.6	Omejitve naložb pokojninskih skladov po posameznih državah.....	53
4.6.1	<i>Primerjava predpisanih omejitev naložb med državami OECD</i>	<i>53</i>
4.6.2	<i>Primerjava predpisanih omejitev naložb med državami Vzhodne Evrope (CEE).....</i>	<i>56</i>

5	STRUKTURA NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	64
5.1	Opredelitev proučevanih vrst naložb	64
5.1.1	<i>Delnice</i>	65
5.1.2	<i>Obveznice</i>	65
5.1.3	<i>Gotovina, depoziti in potrdila o vezanih vlogah</i>	66
5.1.4	<i>Nepremičnine</i>	66
5.1.5	<i>Vrednostni papirji tujih izdajateljev</i>	67
5.1.6	<i>Izvedeni finančni instrumenti</i>	67
5.1.7	<i>Hipotekarna in druga posojila</i>	68
5.2	Primerjava struktur naložb pokojninskih skladov med državami OECD.....	68
5.3	Primerjava strukture naložb pokojninskih skladov med državami Vzhodne Evrope (CEE)	71
5.4	Primerjava struktur naložb med pokojninskimi skladi v Sloveniji	75
6	VPLIV OMEJITEV PRI OBLIKOVANJU PREMOŽENJA NA DONOSNOST NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	82
6.1	Države OECD	83
6.2	Slovenija	85
7	SKLEP	88
	LITERATURA	92
	VIRI	94
	PRILOGA	

1 UVOD

Podaljševanje življenjske dobe vpliva na naraščajočo vlogo vseh institucij, ki ponujajo storitve zavarovanja življenjskega standarda posameznikov za čas po upokojitvi. Med institucionalnimi investitorji na kapitalskih trgih razvitih držav so po obsegu sredstev v upravljanju najpomembnejši pokojninski skladi. Naraščajoči obseg sredstev pokojninskih skladov v svetu vpliva na večjo varnost zavarovancev sklada. Navzočnost pokojninskih skladov na kapitalskih trgih po drugi strani vpliva na večjo ponudbo dolgoročnih sredstev na kapitalskih trgih, kar omogoča večjo razpršitev naložb in posledično vpliva na zmanjšanje tveganja.

Organi EU so 3. junija 2003 v Luksemburgu sprejeli Direktivo 2003/41/ES o dodatnem (poklicnem) pokojninskem zavarovanju, katere cilj je zaščita prihodnjih upokojencev. Priporočilo direktive pravi, da je potrebna stroga ločitev upravljavca pokojninskega načrta od sponzorja, tako pravna kot vsaka druga, preko katere bi sponzor lahko vplival na naložbeno politiko upravljavca. Neodvisnost upravljavca je osnovni pogoj za učinkovito upravljanje sredstev zavarovancev in se odraža v sprejemanju odločitev na osnovi strokovnih naložbenih meril in interesov zavarovancev. Interes zavarovancev je prav gotovo doseganje čim višjih donosov. Naložbe pokojninskih načrtov morajo zadostovati tudi načelom varnosti in donosnosti, saj so od uspešnosti upravljanja pokojninskih skladov odvisne prihodnje dodatne pokojnine in življenjski standard prihodnjih upokojencev.

Način investiranja sredstev zasebnih pokojninskih načrtov in njihova regulacija sta bistvenega pomena za uspešno poslovanje zasebnih pokojninskih načrtov (Galer, 2002). Zakonski predpisi o naložbah in nadzoru nad premoženjem pokojninskih skladov so usmerjeni k dvema ciljema, k zagotavljanju varnosti premoženja zasebnih pokojninskih načrtov in oblikovanju okolja, v katerem bodo upravljavci zasebnih pokojninskih načrtov ustvarili najboljše donose - ob sprejemljivi stopnji tveganja.

Razprava o tem, kako doseči zgoraj opredeljene cilje, je še posebej aktualna v državah, kjer poteka proces oblikovanja zasebnih pokojninskih načrtov, in tam, kjer premoženje upravljajo zasebne institucije. Ključni vidik te razprave predstavlja odgovor na vprašanje, ali naj bo upravljanje premoženja urejeno z zakonskimi predpisi o količinskih omejitvah naložb za posamezne vrste vrednostnih papirjev ali z načeli preudarnega gospodarjenja. Odločitev je pomembna, ker določa, kdo bo odgovoren (država ali pokojninski sklad) za oblikovanje strateške razporeditve premoženja pokojninskih načrtov (Galer, 2002). Razprava je bila še posebej aktualna na področju držav članic Evropske unije (EU) pred sprejetjem Direktive 2003/41/ES o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje. Države članice Evropske unije (EU) morajo uskladiti državno zakonodajo s sprejeto Direktivo 2003/41/ES najpozneje do 23. septembra 2005.

Stroge količinske omejitve naložb pokojninskih skladov v posamezne vrste naložb, zlasti v delnice in tuje vrednostne papirje, so dopustne le v začetnih letih reforme pokojninskega sistema, če je sprejetje konzervativne politike naložb povezano z izvajanjem reforme in odobritvijo zasebnih pokojninskih načrtov (Vittas, 2002). V posameznih državah vzporedno potekata proces naraščajočega pomena zasebnih pokojninskih načrtov in proces prehoda k pokojninskim načrtom z določenimi prispevki. Procesata predstavljata prenos investicijskega tveganja z ramen upravljavcev na člane posameznega pokojninskega načrta in njihovo izpostavljenost spremenljivosti finančnih donosov naložb.

Da bi ublažili vplive visoke spremenljivosti letnih donosnosti naložb, se upravljavci lahko odločijo za različne naložbene strategije (Alier, 2001). Te so lahko preproste in se lahko izvajajo v kateremkoli tržnem gospodarstvu, lahko pa so tudi kompleksnejše in za izvajanje potrebujejo dobro razvite trge izvedenih finančnih instrumentov, uporabo izvedenih produktov in razvite tehnika investiranja.

Predmet raziskave magistrskega dela sta dve vrsti omejitev, in sicer omejitve zaradi načela preudarnosti in količinske omejitve ter njihov vpliv na strukturo premoženja pokojninskih skladov. Zakonski predpisi o dovoljenih naložbah in razpršenosti naložb pokojninskih skladov se razlikujejo med posameznimi državami. V posameznih državah upravljavci pokojninskih skladov upoštevajo načela preudarnega gospodarjenja, v drugih morajo upoštevati predpisane količinske omejitve naložb, v tretjih upoštevajo načela preudarnosti, skupaj z določenimi količinskimi omejitvami naložb.

V magistrskem delu bomo na podlagi analize učinkov različnih omejitev na oblikovanje premoženja opozorili na potrebe po liberalizaciji količinskih omejitev naložb na področju dodatnega pokojninskega zavarovanja. Uresničitev potrebe na območju držav članic Evropske unije (EU) ponazarja sprejetje evropske direktive o dodatnem (poklicnem) pokojninskem zavarovanju, ki kot temeljno načelo naložb pokojninskih skladov predstavi načelo preudarnega gospodarjenja. Pri tem je potrebno poudariti, da so vsi pokojninski skladi v državah Vzhodne Evrope predmet zakonskih določil na področju količinskih omejitev naložb in nedovoljenih naložb z elementi preudarnega gospodarjenja. Na podlagi proučevanja različnih struktur naložb pokojninskih skladov po svetu bomo poskušali v magistrskem delu analizirati vpliv različnih struktur premoženja na donosnost in varnost naložb pokojninskih skladov.

1.1 Namen, cilji in hipoteze magistrskega dela

Namen naše raziskave je analizirati in kritično oceniti strukture naložb pokojninskih skladov na ravni posameznih držav OECD, posameznih držav Vzhodne Evrope in na ravni posameznih pokojninskih skladov (vzajemnih pokojninskih skladov in pokojninskih družb) kot izvajalcev pokojninskih načrtov v Sloveniji. Magistrsko delo na podlagi ocene škodljivih učinkov količinskih omejitev naložb ter pozitivnih učinkov načela preudarnega gospodarjenja

analizira dejanske razlike v donosnosti premoženja pokojninskih skladov na ravni posameznih držav OECD. Analiza dejanske strukture naložb posameznih pokojninskih skladov, ki uresničujejo pokojninske načrte v Sloveniji glede na vrste njihovih naložb, ter primerjava med zajamčeno in realizirano donosnostjo premoženja posameznih pokojninskih skladov naj bi pokazala, ali se premoženja ter zajamčene in realizirane donosnosti naložb posameznih pokojninskih skladov med seboj bistveno razlikujejo.

Dosedanji razvoj zasebnih pokojninskih zavarovanj in kratko obdobje poslovanja pokojninskih skladov ter zakonski okviri naložbenih omejitev v državah Vzhodne Evrope kažejo, da so strukture naložb pokojninskih skladov teh držav odsev njihovega interesa, da se izognejo tveganjem v največji možni meri. Organi Evropske unije (EU) so s sprejetjem Direktive 2003/41/ES o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje naredili prvi korak k oblikovanju notranjega trga finančnih storitev v Evropski uniji (EU). S sprejetjem načela preudarnega gospodarjenja na področju naložb kot temeljnega načela kapitalskih vlaganj je oblikovana spodbuda za preusmeritev prihrankov v sektor dodatnega (poklicnega) pokojninskega zavarovanja.

Temeljna hipoteza magistrskega dela je, da je struktura naložb pokojninskih skladov v posameznih državah odsev stopnje razvitosti njihovih trgov kapitala, tradicije zasebnih pokojninskih zavarovanj, zakonskih predpisov, izkušenosti upravljavcev pokojninskih skladov ter uspešnosti in učinkovitosti nadzornih institucij.

1.2 Uporabljene metode in vsebinska zasnova magistrskega dela

Po uvodnem poglavju drugo poglavje predstavlja pokojninske sklade kot institucionalne investitorje in njihov vpliv na trg kapitala. Metoda analize v tem poglavju je deskriptivna. V tretjem poglavju predstavljamo teoretično izhodišče za proučevanje različnih naložbenih strategij pokojninskih skladov in strategije upravljanja naložb pokojninskih skladov. Metoda raziskovanja v tem poglavju temelji na proučevanju teoretične podlage in teoretičnih spoznanj s področja različnih naložbenih strategij.

V prvih štirih točkah četrtega poglavja je predstavljena kritična analiza različnih omejitev naložb pokojninskih skladov. Peta točka vsebuje pregled zakonodajnega okvira omejitev naložb za pokojninske sklade po posameznih geografskih področjih. Metoda analize v tej točki je deskriptivna. V šesti točki četrtega poglavja so na osnovi primerjave podatkov o predpisanih omejitvah naložb prikazane razlike med posameznimi državami OECD in Vzhodne Evrope (CEE).

Peto poglavje na podlagi teoretične opredelitve različnih omejitev naložb in podatkov o predpisanih omejitvah naložb omogoča prikaz in empirično analizo dejanske strukture naložb pokojninskih skladov na ravni posamezne države. V šestem poglavju je na osnovi podatkov pripravljena empirična analiza vpliva različnih omejitev naložb na realizirano donosnost pokojninskih skladov po posameznih državah. Vpliv količinskih omejitev naložb in

zajamčene donosnosti naložb pokojninskih skladov je analiziran na podlagi podatkov o dejanski strukturi naložb ter podatkov o zajamčeni in realizirani donosnosti naložb posameznih izvajalcev pokojninskih načrtov v Sloveniji. Sedmo poglavje je deskriptivno in povzema vsebino magistrskega dela.

2 OPREDELITEV POKOJNINSKIH SKLADOV KOT INSTITUCIONALNIH INVESTITORJEV

Institucionalni investitorji so specializirane finančne institucije, ki zbirajo prihranke in jih upravljajo v korist posameznikov v skladu s specifičnimi cilji sprejemljive stopnje tveganja in doseganja maksimalne stopnje donosa ob upoštevanju dospelosti terjatev. Velikost zbranih denarnih sredstev institucij preko izvajanja naložbene politike vpliva na ekonomijo obsega, katere posledica so nižji povprečni stroški za investitorje (nižji transakcijski, skrbniški in administrativni stroški) in možnosti investicij v nedeljive vrste naložb (nepremičnine).

To poglavje je namenjeno opisu institucionalnih investitorjev, predstavitvi pokojninskih skladov in vplivu pokojninskih skladov na trg kapitala. Tako si bomo pogledali, kaj so institucionalni investitorji, katere funkcije opravljajo, kakšno vlogo imajo pokojninski skladi kot institucionalni investitorji, vrste pokojninskih skladov in njihov vpliv na trg kapitala. Cilj tega poglavja je predstaviti pomembne lastnosti institucionalnih investitorjev in pokojninskih skladov kot enega izmed najpomembnejših predstavnikov institucionalnih investitorjev ter opredeliti vpliv pokojninskih skladov na učinkovitost in stabilnost kapitalskih trgov.

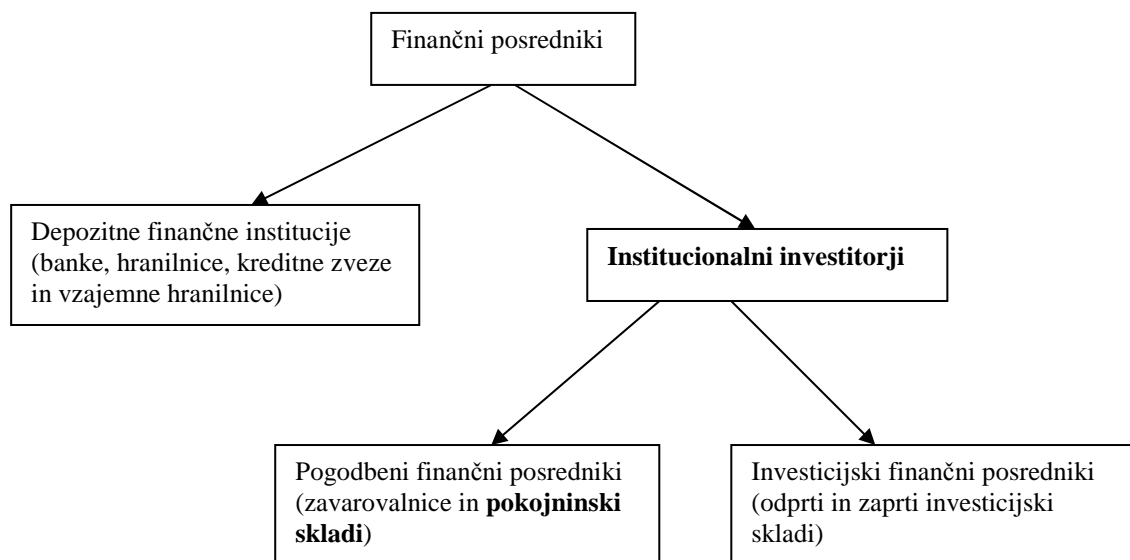
2.1 Institucionalni investitorji

V zadnjih treh desetletjih se je močno povečal pomen institucionalnih investitorjev v smislu oblikovanja in ohranjanja likvidnosti finančnih trgov¹. Povečana vloga institucionalnih investitorjev v finančnem sistemu se odraža v širitvi obsega (deleža) premoženja posameznih skupin institucionalnih investitorjev v BDP-jih posameznih držav in z deležem, ki ga imajo institucionalni investitorji v celotnih posredniških terjatvah posameznih držav.

Finančne institucije delimo na finančne posrednike in na agentske finančne institucije, kot so posredniki pri trgovanju z vrednostnimi papirji in investicijski bankirji (Ribnikar, 1999, str. 44). Kot je razvidno iz Slike 1, finančne posrednike po institucionalnem kriteriju razdelimo v skupino depozitnih finančnih institucij in skupino institucionalnih investitorjev, ki se nadalje deli na pogodbene finančne institucije in investicijske sklade. Med pogodbene finančne posrednike uvrščamo zavarovalnice in pokojninske sklade. Investicijske finančne posrednike delimo na odprte (vzajemni skladi) in zaprte investicijske sklade (investicijske družbe). V magistrskem delu se bomo posvetili izključno pokojninskim skladom.

¹ Vidno iz podatkov, prikazanih na Sliki 2 in v Tabeli 1.

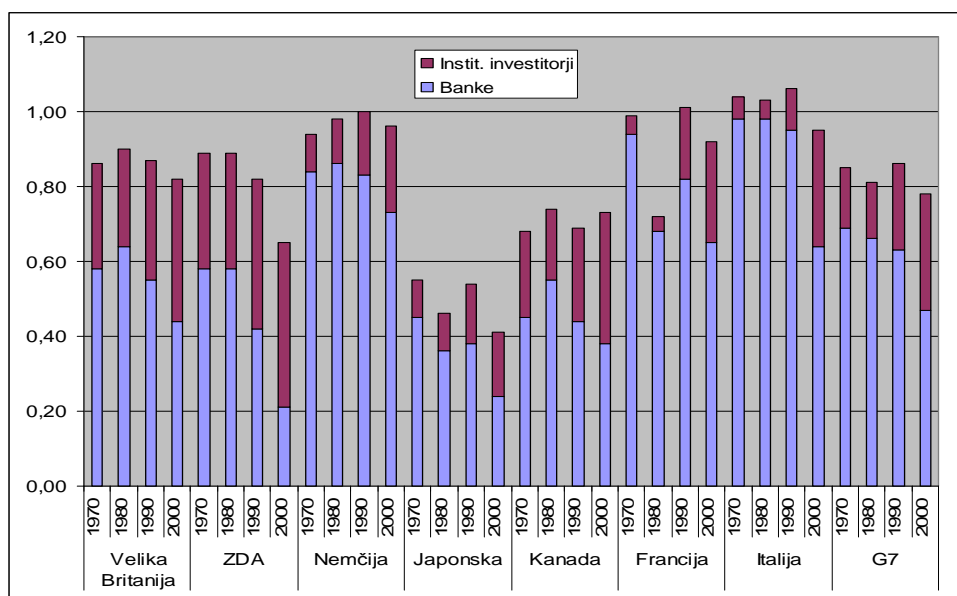
Slika 1: Klasifikacija finančnih posrednikov



Vir: Ribnikar, 1999, str. 44.

Institucionalni investitorji so najbolj dinamičen del panoge mednarodnih finančnih storitev. Iz Slike 2 je razvidno povečevanje deleža institucionalnih investitorjev v primerjavi z bančnim sektorjem. Vloga tradicionalnega bančnega posredovanja se postopno zmanjšuje, v nekaterih državah hitreje, v drugih zelo počasi. Kljub temu ohranjajo banke prevladujočo vlogo v primerjavi z institucionalnimi investitorji v vseh državah, razen v ZDA.

Slika 2: Deleži bank in institucionalnih investitorjev v finančnem posredništvu (terjatve bank in institucionalnih investitorjev v % od celotnih posredniških terjatev)



Vir: Davis, 2003a, str. 13.

Davis in Steil (2001, str. 2) sta opredelila naslednje dejavnike ponudbe, ki vplivajo na rast obsega premoženja institucionalnih investitorjev:

- učinkovitost storitev institucionalnih investitorjev, ki je v primerjavi s storitvami bančnega sektorja in neposrednega lastništva vrednostnih papirjev večja, kar posledično vpliva na učinkovito delovanje finančnega sistema;
- razpršenost premoženja;
- visoka stopnja likvidnosti premoženja;
- izboljšana kontrola nad poslovanjem podjetij;
- liberalizacija zakonskih predpisov;
- izkoriščanje tehnološkega razvoja;
- visoka stopnja konkurence med ponudniki finančnih storitev;
- davčne spodbude;
- težave javnih sistemov socialnega zavarovanja².

Najpomembnejši dejavniki na strani povpraševanja naj bi bili (Davis, Steil, 2001, str. 2):

- spremenjene demografske razmere (staranje prebivalstva in težave z načinom sprotnega financiranja javnih pokojninskih sistemov);
- naraščanje obsega premoženja posameznikov;
- potreba posameznikov po različnih vrstah finančnih storitev institucionalnih investitorjev;
- povečana ozaveščenost posameznikov glede različnih možnosti investiranja prihrankov.

Institucionalni investitorji omogočajo posameznikom, da se jim pridružijo in investirajo svoje prihranke v finančne instrumente brez neposrednega sodelovanja na kapitalskih trgih. Glavna značilnost institucionalnih investitorjev je, da v primerjavi z neposrednim lastništvom vrednostnih papirjev pomenijo obliko zbiranja tveganja posameznikov in omogočajo doseganje boljšega razmerja med tveganjem in donosom. V zasledovanju boljšega razmerja med tveganjem in donosom se osredotočijo na razpršitev premoženja med vrste naložb na domačih in tujih trgih vrednostnih papirjev. Institucionalni investitorji poudarjajo pomen likvidnosti premoženja, kar se kaže v njihovi navzočnosti na razvitih, visoko likvidnih trgih kapitala in uporabi standardiziranih finančnih instrumentov. Pri pridobivanju in posredovanju informacij o posameznih naložbah so veliko uspešnejši kot individualni investitorji. Pri pridobivanju informacij se zanašajo na javne informacije. Večina institucionalnih investitorjev uporablja metodo usklajevanja vrednosti premoženja z vrednostjo obveznosti (angl. Asset Liability Management, ALM). Dolgoročna narava njihovih obveznosti jim omogoča prevzemanje višjih stopenj tveganja in uporabe instrumentov z višjimi pričakovanimi stopnjami donosnosti. Institucionalni investitorji predstavljajo pomemben vir povpraševanja po dolgoročnih vrednostnih papirjih, denominiranih v domači in tujih valutah.

² Vlogo posameznih dejavnikov ponudbe in povpraševanja bomo opisali v naslednjih poglavjih magistrskega dela.

Institucionalni investitorji opravljajo vrsto pomembnih funkcij, ki vplivajo na rast in razvoj finančnih sistemov (Davis, 2003b, str. 5):

- omogočajo denarne in materialne poravnave pri trgovanju z blagom, storitvami in premoženjem;
- omogočajo razpršitev in deljivost naložb. Zbiranje denarnih sredstev posameznikov in porazdelitev zbranih sredstev med podjetja. Institucionalni investitorji na finančnih trgih nastopajo kot veliki vlagatelji, medtem ko posamezniki tega ne zmorejo in ne smejo³;
- omogočajo različne načine prenosov ekonomskih dobrin v času, med geografskimi področji in panogami;
- omogočajo različne načine upravljanja in nadzorovanja tveganja, s čimer preko finančnih posrednikov in vrednostnih papirjev zbirajo in porazdeljujejo tveganje med posamezniki in gospodarskimi družbami;
- ponujajo transparentne informacije o cenah.

Institucionalni investitorji niso homogena skupina. Temeljna razlika med skupinami institucionalnih investitorjev izhaja iz njihovih pogodbenih obveznosti, ki pomembno vplivajo na oblikovanje in izvajanje naložbene politike. Izvajanje procesa upravljanja premoženja je pomembna funkcija institucionalnih investitorjev. V tem procesu pa lahko nastanejo težave v pogodbenih odnosih med upravljavci in investitorji. Ti odnosi na eni strani pomenijo trden, dolgoročni partnerski odnos med upravljavci in individualnimi investitorji, ki temelji na skrbno izbrani strategiji naložbene politike in omejevanju tveganja. Na drugi strani lahko v odnosu med upravljavci in individualnimi investitorji nastanejo problemi, ki izhajajo iz nasprotujočih si interesov pogodbenih strani, zlasti kadar upravljavci v procesu upravljanja sledijo lastnim interesom in zanemarjajo interese investitorjev. Velikost sredstev, ki jih upravljajo posamezne skupine institucionalnih investitorjev, ilustriramo v Tabeli 1.

Iz Tabele 1 (na strani 8) vidimo, da premoženje pokojninskih skladov presega vrednost BDP-a na Nizozemskem. Visok delež imajo tudi pokojninski skladi v Veliki Britaniji. To sta dve državi, kjer so pokojninski skladi navzoči že vrsto let. Nizek delež pokojninskih skladov v BDP je v državah, katerih pokojninski sistem zavarovanja je temeljil predvsem na javnem sistemu financiranja in je pomen zasebnih pokojninskih skladov pričel naraščati s težavami v javnem sistemu financiranja.

³ Določeni finančni instrumenti so na voljo samo velikim institucionalnim vlagateljem ali pravnim osebam in ne posameznikom.

Tabela 1: Delež, ki ga premoženje posameznih skupin institucionalnih investitorjev predstavlja v bruto družbenem proizvodu posameznih držav EU v letu 2000 (v %)

Delež v BDP	Pokojninski skladi	Investicijski skladi	Zavarovalnice
Belgija	6	30	42
Danska	24	20	78
Nemčija	16	12	43
Grčija	4	25	1
Španija	7	30	13
Francija	7	55	61
Irska	51	144	45
Italija	3	39	21
Luksemburg	1	3867	117
Nizozemska	111	25	65
Avstrija	12	40	24
Portugalska	12	16	20
Finska	9	10	57
Švedska	57	34	90
Velika Britanija	81	27	107

Vir: Davis, 2003a, str. 13.

Strokovnjaki ugotavljajo, da se je zaradi večje vloge institucionalnih investitorjev na finančnih trgih povečala učinkovitost teh trgov. Institucionalni investitorji se v primerjavi z individualnimi investitorji hitreje odzivajo na spremembe relativne donosnosti naložb (Davis, 2003, str. 16). Na področju razvoja in uvajanja finančnih instrumentov so institucionalni investitorji gonilna sila. Na razvitih trgih kapitala je opazen trend institucionalizacije lastništva vrednostnih papirjev, ki ima pomembne posledice za upravljanje podjetij. Institucionalne investitorje običajno bolj kot nadzor nad podjetji zanima donosnost posameznih naložb (rezultati poslovanja podjetij).

2.2 Pokojninski skladi

Pokojninski skladi so temeljna oblika zasebnih pokojninskih zavarovanj, ki je nastala z razvojem pokojninskih sistemov. Pomen in obseg pokojninskih skladov je odvisen od obsega in velikodušnosti javnega sistema; visoke in prelahko dosegljive socialne pravice preprečujejo razvoj zasebnih pokojninskih sistemov (Bešter, 1996, str. 22).

Pokojninski sklad je finančna institucija, ki zbira prispevke delodajalcev in/ali delojemalcev ter z njimi upravlja, da zagotovi bodoče pokojnine. Pokojninski načrti, ki so organizirani v zasebnih pokojninskih skladih, posameznikom omogočajo, da med svojo aktivno življenjsko dobo akumulirajo prihranke (t. i. obdobje varčevanja) za financiranje svojih potrošniških potreb med upokojitvijo (t. i. obdobje črpanja pravic).

Pokojninski skladi zbirajo denarna sredstva zavarovancev oziroma članov sklada in z ustrežno razpršitvijo naložb lahko dosežejo ugodnejše razmerje med tveganjem in donosnostjo. Zaradi specializiranosti in profesionalnega upravljanja ter izkoriščanja ekonomij obsega so njihovi

transakcijski stroški manjši. Odlikuje jih boljši in razmeroma cenejši dostop do informacij, kot ga imajo zavarovanci. Z združevanjem prispevkov zavarovancev oziroma članov sklada so sposobni deficitnim gospodarskim celicam zagotavljati ogromne količine dolgoročnih finančnih sredstev. Na finančnih trgih nastopajo kot protiutež ostalim finančnim institucijam, ki ponujajo kratkoročna finančna sredstva.

V zadnjih desetletjih se demografska struktura prebivalstva močno spreminja. Podaljševanje življenjske dobe in zmanjševanje števila rojstev ob nespremenjenih pokojninskih in socialnih sistemih vplivata na naraščanje razmerja odvisnosti (angl. Dependency Ratio) v večini držav⁴. Vse manj aktivnega prebivalstva bo moralo preživljati vse več pasivnega. Obremenitve bodo prevelike, gospodarstvo ne bo več konkurenčno, podjetja se bodo zapirala, s tem pa bosta povezana odpuščanje in zmanjševanje števila zaposlenih. Ena od možnosti za preprečevanje negativnih učinkov obremenitev je pospešeno uvajanje dodatnega pokojninskega zavarovanja. Pomemben del finančnega bremena se tako prenese z ramen javnih financ na delodajalce in upravljavce pokojninskih načrtov.

Strokovnjaki napovedujejo, da naj bi do leta 2030 v večini držav EU (Belgija, Finska, Francija, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska) delež pokojnin iz državnih pokojninskih blagajn, brez dodatnih pokojnin iz pokojninskih skladov, narasel s sedanjih povprečnih 10% na 15 do 20% BDP⁵. V anglosaksonskih državah bodo pritiski na javne finance zaradi visoke stopnje razvitosti pokojninskih skladov bistveno manjši. Vsota pokojninskih stroškov državne blagajne in pokojninskih skladov naj bi leta 2030 znašala v Veliki Britaniji 5,5% BDP, v ZDA 6,6% BDP in v Kanadi 9,0% BDP (Davis, Steil, 2001, str. 46).

Obseg premoženja pokojninskih skladov držav Evropske Unije (EU) je leta 2002 znašal 30% BDP EU. Velikost sektorja pokojninskih skladov se močno razlikuje med posameznimi državami članicami EU (glej Tabelo 1, na str. 8).

Neugodni demografsko-fiskalni trendi pritiskajo na reforme pokojninskih sistemov in pospeševanje naložbenega načina financiranja pokojnin iz pokojninskih skladov, da bi omilili težave staranja prebivalstva in razbremenili javne finance. V večini držav imajo poleg javnega sistema pokojninskega zavarovanja, ki deluje na načelu sprotnega financiranja (s prispevki in/ali davki), razvit zasebni sistem pokojninskih zavarovanj. V zasebnem sistemu pokojninskih zavarovanj, ki deluje na načelu naložbenega financiranja dodatnih pokojnin, prevzemajo posamezniki del bremena nase. Naložbeni sistem je neodvisen od demografskih gibanj, saj se premije posameznika zbirajo na njegovem računu. Zbrana sredstva s pripadajočimi donosi predstavljajo vir za izplačilo dodatnih pokojnin v prihodnosti. Uspešnost delovanja celotnega sistema pokojninskega zavarovanja je odvisna od pravega razmerja med javnimi in zasebnimi pokojninskimi načrti, ki je usklajeno s stopnjo ekonomskega razvoja in možnostmi gospodarstva (Bešter, 1996, str. 24). Za uspešno

⁴ Razmerje odvisnosti je razmerje med zaposlenimi (v starostni dobi 20-59 let) in upokojenci oziroma starejšimi od 60 let.

⁵ Supplementary Pensions in the Single Market, 1997, str. 1.

poslovanje pokojninskih skladov je pomembno vzdrževati nizko stopnjo inflacije in stabilno makroekonomsko okolje.

Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov ter dolgoročen značaj obveznosti sklada usmerjajo nalaganje sklada v dolgoročne finančne instrumente. Prevladuje nalaganje v instrumente kapitalskega trga z najdaljšim rokom dospelja, kot so dolgoročne obveznice in delnice. S svojim obsežnim povpraševanjem po dolgoročnih finančnih instrumentih vplivajo na zniževanje dolgoročnih obrestnih mer, kar spodbuja investicijsko dejavnost podjetij in vpliva na hitrejšo gospodarsko rast. Potrebe po likvidnosti so ob ustanovitvi pokojninskega sklada majhne. S povečevanjem stopnje zrelosti sklada se povečujejo tudi potrebe po likvidnih sredstvih.

Glede na način porazdelitve investicijskega tveganja med člani pokojninskega načrta in njegovim ustanoviteljem oziroma sponzorjem ločimo pokojninske načrte z vnaprej določenimi pravicami in pokojninske načrte z vnaprej določenimi prispevki. Poglejmo si jih podrobneje.

2.2.1 Pokojninski načrti z vnaprej določenimi pravicami

To so pokojninski načrti, pri katerih se višina pokojnine določi v razmerju do plače ob upokojitvi ali do povprečne plače v letih pred upokojitvijo. To pomeni, da je višina pokojnine usklajena z indeksom drobno prodajnih cen ali povprečno rastjo plač.

V nekaterih primerih je obveznost sponzorja omejena na zajamčeno stopnjo donosa in izplačila akumuliranega premoženja v enkratnem znesku ob upokojitvi. Večina poklicnih pokojninskih načrtov je organizirana kot načrt z vnaprej določenimi pravicami. Ustanovitelj (sponzor) pokojninskega načrta je ne glede na uspešnost investiranja zbranih sredstev dolžan priskrbeti sredstva za pokritje bodočih obveznosti pokojninskega sklada, kot jih izkazuje aktuarski izračun. To pomeni, da ustanovitelji (sponzorji) pokojninskega načrta popolnoma prevzemajo investicijsko tveganje. Sponzorji tvegajo, da donos na investirano premoženje ne bo zadoščal za pokritje obveznosti pokojninskega sklada. Sponzor lahko minimizira tveganje z izbiro finančnega premoženja, ki uskladi (ročnost in obrestne mere) vrednost premoženja z vrednostjo obveznosti pokojninskega načrta (Davis, Steil, 2001, str. 30).

Pri pokojninskem načrtu lahko nastanejo razlike med višino obveznosti pokojninskega načrta (pogodbeno določene pravice članov) in višino sredstev (ki ga sestavljajo sredstva, zbrana z namenom zagotavljanja pogodbeno določenih pravic). Pokojninski sklad je lahko poln, delno poln in prepoln. Pokojninski sklad je poln, kadar višina sredstev sklada (prispevki in investicijski prihodki, zmanjšani za stroške) zadošča za celotno pokritje sedanje vrednosti bodočih obveznosti. Pokojninski sklad je delno poln, kadar je sedanja vrednost bodočih obveznosti večja od sredstev pokojninskega sklada. Prepoln pokojninski sklad je sklad, ki s svojimi sredstvi presega sedanjo vrednost bodočih obveznosti. Obveznosti pokojninskih

načrtov z vnaprej določenimi pravicami so izpostavljene tveganju zmanjšanja vrednosti sredstev.

2.2.2 Pokojninski načrti z vnaprej določenimi prispevki

To so pokojninski načrti, pri katerih je višina pokojnine odvisna od vplačanih prispevkov in dosežene donosnosti sredstev na finančnem trgu. Člani sklada v celoti prevzamejo naložbeno tveganje zbranih sredstev. Tveganjem zloma finančnih trgov se lahko izognemo z naložbami v manj tvegana sredstva, kot so obveznice. Pokojninski načrti z vnaprej določenimi prispevki so že po definiciji polni. Pokojninski sklad, organiziran po načelu vnaprej določenih prispevkov, ne more nikoli izkazovati niti dobička niti izgube. Značilni so za osebne pokojninske sheme.

Čistih pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi prispevki je v Evropi malo. Ponavadi vsebujejo obveznost doseganja minimalne donosnosti, obsegajo pa tudi pravice, povezane z invalidnostjo in s smrtjo. Obveznosti pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi prispevki bolj spominjajo na vzajemni sklad, ki nima elementa garancije. Pokojninski načrti z vnaprej določenimi prispevki so se razvili v zadnjih letih, ko so delodajalci spoznali, da lahko tveganje obveznosti delno (pokojninski načrti z zajamčeno stopnjo donosnosti) ali popolnoma prenesejo na člane pokojninskih načrtov. Člani imajo pravico prenašati zbrana sredstva med delodajalci ob menjavi delodajalcev.

Na vrednost zbranih prihrankov članov pokojninskih načrtov z določenimi prispevki vplivajo vsaj trije dejavniki (Bešter, 1996, str. 25):

- dolžina zbiranja oziroma vplačevanja prihrankov,
- stopnja prispevkov, odvisna od višine plače, in
- donosnost naložb pokojninskih načrtov.

Člani pokojninskega načrta lahko vplivajo na prva dva dejavnika, medtem ko nimajo vpliva na donosnost zbranega premoženja ali višino obrestnih mer.

2.2.3 Hibridni pokojninski načrti

To so pokojninski načrti, ki so mešanica pokojninskih načrtov določenih pravic in določenih prispevkov. Pri hibridnem pokojninskem načrtu delodajalec prispeva dogovorjeno mesečno premijo, enako kot pri pokojninskem načrtu z vnaprej določenimi premijami. Delodajalec zaposlenim zagotavlja minimalno pokojnino, katere višina je odvisna od dolžine trajanja zaposlitve in višine plače. V primerih, ko sredstva pokojninskega načrta niso enaka sedanji vrednosti obveznosti, morajo razliko doplačati zavarovanci (Herič, 2002, str. 6).

Zaradi velikosti sektorja pokojninskih skladov in zato, ker je od uspešnosti poslovanja pokojninskih skladov odvisna usoda več sto milijonov dodatnih zavarovancev, postaja

upravljanje pokojninskih skladov vse bolj pomembno. Velikost denarnih sredstev, s katerimi razpolagajo pokojninski skladi, zahteva učinkovitost in transparentnost njihovega poslovanja. Čeprav se oblike delovanja pokojninskih skladov od države do države razlikujejo, so vsem skupna temeljna načela, ki jih morajo upravljavci pokojninskih skladov strogo spoštovati: varnost, odgovornost, transparentnost ter naložbena in cenovna učinkovitost. Za zagotovitev izpolnjevanja naštetih načel so potrebni ustrezni zakonski predpisi in primeren nadzor nad poslovanjem pokojninskih skladov. Preveč strogi predpisi zavirajo razvoj in zmanjšujejo pozitivne učinke dodatnega zavarovanja, kar bomo spoznali v naslednjih poglavjih.

2.3 Vpliv pokojninskih skladov na trg kapitala

Zaradi svoje finančne moči in velikosti sredstev, ki jih upravljajo, veljajo pokojninski skladi na nekaterih trgih, predvsem anglosaksonskih, za najpomembnejše finančne investitorje. V preteklosti so pomembno vplivali na razvoj teh trgov kapitala.

Vpliv staranja prebivalstva v državah OECD in z njim povezana rast premoženja pokojninskih skladov in drugih institucionalnih investitorjev se kaže v povečanem povpraševanju po storitvah profesionalnega upravljanja premoženja (Blommestein, 2001, str. 12). Upravljavci premoženja pokojninskih skladov imajo pomemben vpliv na finančne trge preko izvajanja naložbenih strategij. Pokojninski skladi so veliki, dobro informirani investitorji, katerih naložbene odločitve temeljijo na relativni donosnosti premoženja. Hitro lahko prilagajajo strukturo premoženja spremembam v relativni donosnosti, kar pripomore k cenovni učinkovitosti in prispeva k učinkovitejši razporeditvi denarnih sredstev in tveganj. To je mogoče le, če je infrastruktura kapitalskega trga učinkovita.

Modernizacija trga kapitala obsega liberalizacijo pretoka kapitala preko meja, odstranitev nepotrebnih predpisov in predstavitev specifičnih instrumentov. Razvoj zasebnih pokojninskih skladov se je v nekaterih državah OECD začel ravno v času bikovskega trenda na mednarodnih kapitalskih trgih (Thompson, 2002, str. 2).

Svetovalna hiša Pragma Consulting⁶ je za Evropsko komisijo pripravila študijo z naslovom *Rebuilding Pensions*, v kateri je (Rebuilding Pensions, 1999, str. 2) napovedala, da naj bi se premoženje pokojninskih skladov držav EU do konca leta 2020 povečalo na 11,811 milijarde ECU⁷. Zaradi naraščajočega obsega sredstev pokojninskih skladov naj bi ti imeli številne pozitivne posledice za skupen evropski trg kapitala (Rebuilding Pensions, 1999, str. 3):

- ponudba dolgoročnih sredstev na kapitalskih trgih se bo povečala;

⁶ Svetovalna hiša Pragma Consulting je v študiji podala priporočila za delovanje evropskih pokojninskih skladov drugega stebra oziroma izboljšanje njihovega delovanja in izhodišča za oblikovanje evropske direktive s tega področja.

⁷ V napovedi do konca leta 2020 so upoštevali 9 % povprečno letno nominalno rast sredstev evropskih pokojninskih skladov.

- izboljšale se bodo možnosti mednarodne razpršitve premoženja in s tem povezano zmanjšanje tveganja;
- pokojninski skladi bodo prispevali k poglobitvi in večji likvidnosti kapitalskih trgov in s tem k dolgoročnim naložbam, gospodarski rasti in oblikovanju novih delovnih mest;
- večja konkurenca med upravljavci skladov bo vodila k večji učinkovitosti in višjim profesionalnim standardom ter prispevala k večji učinkovitosti in transparentnosti evropskih gospodarskih družb;
- pokojninski skladi bodo pospešili razvoj in uvajanje finančnih inovacij ter nalaganje v nove vrste naložb kot se je zgodilo v ZDA.

Rezultat velikih prilivov pokojninskih sredstev na kapitalski trg naj bi bili nižji stroški delniškega kapitala, višje povpraševanje po tveganem kapitalu, postopno padanje splošne ravni obrestnih mer, višja likvidnost kapitalskega trga in navsezadnje učinkovitejše vladanje podjetjem (Albin, Bräuninger, 1999, str. 4). Pokojninski skladi imajo tako neposreden in odločilen vpliv na trg kapitala in njegov razvoj, posredno pa vplivajo na sestavo varčevanja, ki postane dolgoročno (Davis, 1995, str. 12).

Iz zgoraj povedanega lahko sklepamo, da imajo države z velikim obsegom zasebnih pokojninskih načrtov visoko razvite trge kapitala, medtem ko so trgi kapitala v državah z majhnim obsegom zasebnih pokojninskih načrtov razmeroma slabo razviti.

3 STRATEGIJE UPRAVLJANJA NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

V tem poglavju predstavljamo teoretična izhodišča za proučevanje različnih naložbenih strategij pokojninskih skladov. V prvi točki poglavja opredelimo cilje, omejitve in postopek oblikovanja naložbene politike institucionalnih investitorjev. Proces izvajanja oblikovane naložbene politike institucionalnih investitorjev predstavimo v drugi točki. V tretji točki predstavimo različne strategije upravljanja premoženja in se osredotočimo na strategije upravljanja premoženja pokojninskih skladov.

3.1 Splošne usmeritve pri oblikovanju premoženja institucionalnih investitorjev

Za institucionalne investitorje se proces oblikovanja naložbene politike začne z opredelitvijo poslanstva, obsegom zbranih denarnih sredstev in konča z natančno oblikovano strukturo naložb premoženja (Bodie, 1996, str. 858). V prvem koraku oblikovanja naložbene politike se določijo cilji glede na preference investitorjev. V drugem koraku se identificirajo vse omejitve, to so omejitve in zahteve, ki se nanašajo na posamezne vrste naložb. V zadnjem

koraku se cilji in potrebe izrazijo v oblikovanju naložbene politike. V procesu oblikovanja in izvajanja naložbene politike so potrebni vsi trije koraki.

Naložbena politika institucionalnih investitorjev je običajno povezana z zakonskimi omejitvami in predpisi, zato institucionalnim investitorjem ni enostavno oblikovati učinkovito naložbeno politiko.

Temeljni cilj naložbene politike je doseči optimalno razmerje med tveganjem in donosom z razporeditvijo premoženja med ustrezne vrste naložb (Davis, 2001, str. 3). Temeljni pogoj za doseg optimalnega razmerja je sposobnost investitorjev, da dosežejo mejo učinkovitosti, kjer ni več mogoče povečevati donosnosti premoženja brez povečevanja stopnje tveganja ali zmanjševati stopnje tveganja brez zniževanja donosnosti. Premoženje, ki še lahko poveča stopnjo donosnosti brez povečanja stopnje tveganja, je neučinkovito in je pod mejo učinkovitosti, t.j. pod premoženjem z višjo stopnjo donosnosti ob nespremenjeni stopnji tveganja. Izbira ustreznega razmerja med tveganjem in donosnostjo je odvisna od ciljev, preferenc in omejitev investitorjev.

3.1.1 Določitev ciljev naložbene politike

Cilji naložbene politike se osredotočijo na razmerje med tveganjem in donosnostjo, torej med pričakovano stopnjo donosnosti, ki jo investitor želi doseči, in tveganjem, ki ga je pripravljen prevzeti (Bodie, 1996, str. 859). Upravljavci naložb morajo poznati sprejemljivo stopnjo tveganja, ki jo lahko prevzamejo v zasledovanju višje pričakovane stopnje donosnosti.

Pri pokojninskih skladih je stopnja naklonjenosti tveganju odvisna od stopnje zrelosti pokojninskega sklada, torej od neposredne bližine izplačil. Upravljavci pokojninskih skladov, katerih člani so večinoma mlajši posamezniki, so pripravljene prevzeti višje stopnje tveganja glede na oddaljenost zahtev po izplačilih privarčevanih zneskov. Starejši kot so člani pokojninskih skladov, nižja je toleranca stopnje tveganja takšnih pokojninskih skladov.

Cilje naložbene politike opredelimo s seznamom kvantitativno določenih rezultatov, za katere investitorji pričakujejo, da jih bo upravljavec dosegel v postavljenih časovnih obdobjih.

Izpolnjevati morajo naslednje zahteve (Bailey, 1990, str. 21-22):

- jasnost in merljivost: učinkovitost upravljanja institucionalnih investitorjev se bo merila z doseganjem ciljev, zato morajo biti jasno opredeljeni in merljivi;
- izražanje poslanstva institucionalnega investitorja: izpolnjevanje ciljev naložbene politike mora voditi k izpolnitvi poslanstva institucionalnega investitorja;
- izražanje odnosa upravljavca do tveganja: tveganju naklonjen upravljavec bo cilje naložbene politike določil bolj agresivno kot tveganju nenaklonjen upravljavec.

3.1.2 Omejitve pri naložbeni politiki

Institucionalni investitorji se pri izbiri vrste in količine naložb v premoženju srečujejo z različnimi vrstami omejitev. Identifikacija teh omejitev vpliva na oblikovanje naložbene politike. Različni avtorji navajajo različno število splošnih vrst omejitev. Predstavljamo sedem splošnih vrst omejitev, od katerih jih pet omenjata tako Bodie (1996, str. 864) kot Davis (2001, str. 3). Slednji dodaja še dve splošni vrsti omejitev, in sicer občutljivost na stopnjo inflacije in vpliv računovodskih predpisov. Vse omejitve so povezane z vrsto pogodbenih obveznosti institucionalnih investitorjev, kar je še posebno pomembno pri pokojninskih skladih in življenjskih zavarovalnicah. Z obveznostjo institucionalnih investitorjev mislimo na višino in čas denarnega odliva, ki je potreben za izpolnitev pogodbene obveznosti. Poglejmo si najpomembnejše omejitve podrobneje.

- **Likvidnost** pomeni sposobnost zagotavljanja potrebnih likvidnih sredstev za pravočasno poravnavo obveznosti ob njihovem dospelju. Institucionalni investitorji morajo v skladu z načrtovanimi obveznostmi upoštevati verjetnost prodaje premoženja na kratek rok. Verjetnost prodaje premoženja vpliva na oblikovanje minimalne stopnje likvidnega premoženja, ki ga želijo imeti v strukturi naložb celotnega premoženja. Narava obveznosti institucionalnih investitorjev določa njihove potrebe po likvidnosti premoženja. Življenjske zavarovalnice in pokojninski skladi se lahko v skladu z dolgoročno naravo svojih obveznosti osredotočijo na dolgoročne vrste naložb, ki praviloma prinašajo višje stopnje donosnosti. Likvidnost posamezne naložbe je odvisna od njene relativne velikosti v primerjavi z velikostjo finančnega trga.
- **Naložbeni horizont** je načrtovan datum unovčitve naložbe ali dela naložbe. Časovne potrebe po denarnih sredstvih je treba upoštevati zlasti, ko investitorji izbirajo med vrednostnimi papirji različnih zapadlosti, kot so obveznice, ki zapadejo v izplačilo na določene datume v prihodnosti. Naložbeni horizont se meri s konceptom učinkovite zapadlosti (povprečen čas trajanja diskontiranih denarnih tokov premoženja).
- **Zakonski predpisi** o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb so namenjeni le profesionalnim in institucionalnim investitorjem. Prva in glavna zakonska omejitev je načelo preudarnega gospodarjenja. Institucionalni investitorji, ki upravljajo s premoženjem posameznikov, so resnično odgovorni za kakovost naložb, odobrenih z načelom preudarnosti. Načelo je namenoma nespecifično. Vsak institucionalni investitor mora biti pripravljen zagovarjati izbrano naložbeno politiko. Posamezni institucionalni investitorji morajo upoštevati tudi specifične zakonske omejitve in določila.
- **Davčni predpisi** so osrednjega pomena pri naložbenih odločitvah. Uspešnost izvajanja naložbene strategije se meri s stopnjo donosnosti po davkih. Ključni dejavnik v naložbeni strategiji institucionalnih investitorjev so davčne stopnje, davčna zaščita in način odplačevanja davčnih obveznosti. Različno obdavčenje tekočih donosov in kapitalskih dobičkov, še zlasti pa davčno upoštevanje nerealiziranih kapitalskih dobičkov tudi vpliva na naložbeno obnašanje pokojninskih skladov.

- **Specifične okoliščine:** vsak institucionalni investitor se pri svojem poslovanju srečuje s specifičnimi okoliščinami, kot so razmere v domačem in svetovnem gospodarstvu ter na kapitalnih trgih.
- **Inflacijska občutljivost:** institucionalni investitorji povprašujejo po tistih vrstah naložb, ki omogočajo zavarovanje pred inflacijo. Med tovrstne naložbe uvrščamo obveznice, vezane na indeks drobnoprodajnih cen. Če tovrstne obveznice niso na voljo, so po mnenju nekaterih avtorjev za zavarovanje pred inflacijo primerne tudi naložbe v delnice ali realno premoženje⁸.
- **Računovodski predpisi:** vplivajo na oblikovanje različnih optimalnih portfeljev, čeprav je tržno vrednotenje potrebno za opredelitev premoženja v ekonomskem pomenu. Poiskati tržno vrednost premoženja je lahko problematično za nelikvidno premoženje, kot so posojila, umetniška dela in realno premoženje. Računovodski standardi so pomembni pri učinkovitem upravljanju s tveganjem, ker je razkritje finančnih informacij o družbi učinkovito le, če temelji na zanesljivih računovodskih predpisih in praksah.

Vse našteje omejitve poleg zakonskih predpisov pomembno vplivajo na oblikovanje strukture premoženja institucionalnih investitorjev (Davis, 2001, str. 4).

3.1.3 Oblikovanje naložbene politike

Naložbena politika pokojninskega sklada je oblika dolgoročnega strateškega planiranja. Opredeljuje cilje, ki jih je treba doseči, in način realizacije teh ciljev. V tem smislu obsega nabor smernic in postopkov, ki usmerjajo upravljanje premoženja na dolgi rok. Bailey (1990, str. 13) opredeljuje naslednje elemente naložbene politike: poslanstvo, odnos do tveganja, cilji naložbene politike, politika oblikovanja premoženja, upravljavci naložb in ocenjevanje uspešnosti upravljanja naložb.

3.1.3.1 Poslanstvo

Poslanstvo izraža temeljne cilje pokojninskega sklada. Je okvir, na podlagi katerega se oblikujejo preostali elementi naložbene politike.

Pri določitvi poslanstva so lahko v veliko pomoč jasni odgovori na naslednja tri vprašanja (Ambachtsheer, Ezra, 1998, str. 82-83):

1. Kakšen je namen pokojninskega sklada?
2. Na koga vplivajo naložbeni donosi in v kolikšni meri?
3. Ali je cilj pokojninskega sklada minimiziranje tveganja in stroškov (angl. Risk Controlling) ali maksimizacija stopnje donosov (angl. Return Maksimization)?

⁸ Ustrezne vrste naložb in instrumentov, ki omogočajo zavarovanje pred tveganjem izgube kupne moči, so podrobneje predstavljene v poglavju 3.3.

3.1.3.2 Odnos do tveganja

Visoko konkurenčno okolje s stalno spreminjajočimi se pogoji finančnega poslovanja je glavni razlog **izpostavljenosti** institucionalnih investitorjev **različnim vrstam tveganja**. V splošnem lahko tveganje, navzoče v aktivnostih institucionalnih investitorjev, opredelimo kot grožnjo, da bo poslovni dogodek ali aktivnost dejavnika notranjega ali/in zunanjega okolja negativno vplivala na sposobnost finančne institucije za uspešno doseganje postavljenih ciljev in izvajanje poslovne strategije.

Z vidika finančnih naložb pojem gotovosti pomeni, da je pričakovani prihodnji donos naložbe vedno enak dejanskemu. Vendar v praksi obstaja zelo malo naložb, za katere bi to resnično veljalo. Tveganje, da prihodnji donosi ne bodo enaki pričakovanim, se v finančnem svetu ne nanaša le na potencialne negativne donose na finančnem trgu, ampak na vsa, tudi pozitivna odstopanja od pričakovanj. Spremembe finančnih spremenljivk, kot so na primer obrestna mera, devizni tečaj, tečaj vrednostnih papirjev, običajno vplivajo na izpostavljenost finančne institucije.

V literaturi o upravljanju s tveganji institucionalnih investitorjev lahko najdemo širok spekter klasifikacij različnih vrst tveganj. Omejili se bomo na pregled tveganj, ki spremljajo poslovanje pokojninskih skladov. Pokojninski skladi se v splošnem tako srečujejo s tremi glavnimi vrstami tveganj (Bešter, 2000, str. 49):

- s tveganjem, ki izhaja iz prevzetih obveznosti (angl. Liability Risk),
- z naložbenim tveganjem (angl. Investment Risk),
- s tveganjem upravljanja (angl. Management Risk).

S tveganjem, ki izhaja iz prevzetih obveznosti, je povezana nevarnost, da sredstva pokojninskega sklada ne zadoščajo za pokritje njegovih obveznosti. Med tveganja, povezana s prevzetimi obveznostmi, uvrščamo tveganje nesolventnosti, tveganje nezadostnih rezervacij, negativno neto vrednost, inflacijsko tveganje, tveganje povprečne realne rasti plač, tveganje napačnih predpostavk o strukturi in smrtnosti članov sklada. Obvladovanje tveganja iz prevzetih obveznosti omogoča metoda usklajevanja vrednosti sredstev z vrednostjo obveznosti (angl. Asset Liability Management, ALM).

Naložbeno tveganje vsebuje vrsto podtveganj, kot so tveganje slabe razporeditve in slabe varnostne izbire vloženih sredstev, tveganje spremenljivosti cen, tveganje spremembe obrestne mere, reinvestiranja, itd. (Bešter, 2000, str. 50). Naložbeno tveganje je mogoče meriti in nadzorovati z diverzifikacijo premoženja, uporabo pravil preudarnega gospodarjenja in rednim poročanjem nadzornim institucijam.

Tveganje upravljanja je povezano z izgubami, ki so posledica lahkomišelnega prevzemanja tveganja, malomarnosti in kriminala. To tveganje obsega neučinkovite poslovne procese in pogosto menjavanje strokovnih kadrov.

Z vidika oblikovanja naložbene politike tveganje obravnavamo kot verjetnost, da poslanstvo ne bo izpolnjeno. Odnos do tveganja izraža pripravljenost nositi negativne posledice, če poslanstvo pokojninskega sklada ne bo realizirano. Upravljavec pokojninskega sklada, ki ni naklonjen tveganju, bo za enako strukturo naložb premoženja zahteval višjo pričakovano stopnjo donosnosti kot upravljavec, ki je tveganju bolj naklonjen.

3.1.3.3 Cilji naložbene politike

Cilji so zapisani v seznamu kvantitativno določenih rezultatov, za katere investitorji pričakujejo, da jih bo upravljavec dosegel v postavljenih časovnih obdobjih. Cilji naj bi zadostili načelom diverzifikacije, razpršitve, zapadlosti in valutne usklajenosti ter vplivali na določitev strateške razporeditve premoženja, poslovne cilje in načine nadziranja (Occupational Pensions Core Principles and Methodology, 2003, str. 23).

3.1.3.4 Politika oblikovanja premoženja

Pri oblikovanju naložbene politike upravljavci uporabljajo različne pristope, in sicer:

- kvantitativne metode oblikovanja premoženja naložb, ki temeljijo na preteklih podatkih,
- tehnike optimizacije premoženja, ki oblikujejo mejo učinkovitosti različnih vrst naložb in vodijo do premoženja naložb z najvišjo pričakovano koristnostjo.

Pomemben element odločitve o primarni politiki oblikovanja premoženja naložb je določitev nabora možnih naložb v okviru posamezne vrste naložb. Tak nabor naložb najpogosteje določa sestava različnih indeksov.

Politika izbora naložbenih vrst (angl. Policy Asset Mix) neposredno vpliva na rezultate naložbene politike. Rezultati naložbene politike so najbolj odvisni od razporeditve sredstev po posameznih vrstah v skladu z naložbeno politiko. Uporabljajo se različni načini izbora naložb. Številni se osredotočijo na izbor ciljnih naložb, pri tem pa pozabijo najprej izbrati ciljne naložbene vrste. Ciljna naložbena vrsta je opredeljena kot razpršen nabor vrednostnih papirjev, ki zaradi skladnosti naložbene vrste s politiko izbora naložb predstavljajo naložbene možnosti (Fabozzi, 1997, str. 23).

3.1.3.5 Upravljavci naložb

Institucionalni investitorji lahko sami upravljajo premoženje ali zaupajo premoženje v upravljanje posameznim upravljavcem - specialistom za posamezne vrste naložb⁹. Vprašanje razporeditve zbranih sredstev med pasivno in aktivno upravljanje je zelo pomembno pri določitvi celovite naložbene politike. Odločitev o številu upravljavcev se izvede v dveh

⁹ V Sloveniji delodajalci (sponzorji) pokojninskega načrta ne morejo zaupati sredstev v upravljanje različnim upravljavcem. Izvajalci pokojninskega načrta (vzajemni pokojninski skladi in pokojninske družbe) pa imajo možnost, da del premoženja prenesejo v upravljanje posamezniku specialistu (upravljavcu).

korakih. Najprej upravljavec premoženja razdeli sredstva, ki jih je namenil investirati v posamezne vrste naložb, na del, ki bo upravljan pasivno, in preostali del, ki bo upravljan aktivno¹⁰. V naslednjem koraku se odloči o razporeditvi aktivno upravljanjih sredstev na druge, specializirane upravljavce premoženja.

3.1.3.6 Ocenjevanje uspešnosti upravljanja naložb

Je proces merjenja in ocenjevanja uspešnosti upravljanja. Merjenje uspešnosti je tehnična operacija, s katero izračunavamo donosnost premoženja ali posameznih vrst naložb. Namen ocenjevanja uspešnosti upravljanja naložb je ohranjanje izvajanja naložbene politike v skladu z opredeljenim poslanstvom.

Naložbena politika mora biti pisno oblikovana. Le pisno oblikovana naložbena politika omogoča notranje in zunanje komuniciranje o naložbeni politiki, zagotavlja kontinuiteto izvajanja naložbene politike ob kadrovskih spremembah in je osnova za analizo predlaganih sprememb naložbene politike.

Upravljavec mora pripraviti in vzdrževati pisno oblikovano naložbeno politiko (Galer, 2002, str. 51), kar z drugimi besedami pomeni, da mora določiti vrste naložb, ki bodo sestavljale premoženje, in razmerje med posameznimi vrstami naložb, opredeliti vrsto in obseg sprejemljive stopnje tveganja, določiti pričakovane stopnje donosnosti na naložbe in kontrolirati skladnost izvajanja naložbene politike s pisno oblikovano naložbeno politiko.

3.2 Izvajanje naložbene politike

Naložbena politika je koncept ravnotežja, ki ni odvisen od trenutnih relativnih razmerij med cenami pri določenih vrstah naložb, gospodarskih panogah ali posameznih vrednostnih papirjih. Dosledno in razumno izvajanje oblikovane naložbene politike prinaša uspeh zaradi osredotočenosti na poslanstvo oziroma glavne cilje pokojninskega sklada in zaradi kontinuitete izbranih naložbenih strategij (Bailey, 1990, str. 19).

Koristnost naložbene politike se pokaže zlasti v neugodnih gospodarskih razmerah. Izvajanje oblikovane naložbene politike v neugodnih razmerah deluje stabilizacijsko. Preprečuje hitre in nepremišljene spremembe naložbene strukture in spodbuja dolgoročno poslovanje. Naložbena politika deluje stabilizacijsko tudi v izrazito ugodnih tržnih razmerah, ko sponzorji in upravljavci razmišljajo o bolj agresivnih naložbenih strategijah.

¹⁰ Razlike med zagovorniki aktivnega in pasivnega upravljanja se kažejo v njihovem pogledu o veljavnosti hipoteze o učinkovitosti kapitalskega trga. Aktivni upravljavci verjamejo, da trg ni učinkovit, kar omogoča odkrivanje podcenjenih vrednostnih papirjev in realizacijo nadpovprečnih donosov. Pasivni upravljavci verjamejo v učinkovitost kapitalskega trga in menijo, da z aktivnim upravljanjem ni mogoče doseči nadpovprečnih donosov, kajti cene vrednostnih papirjev naj bi odsevale vse trenutno razpoložljive informacije.

Proces izvajanja naložbene politike razdelimo na strateško razporeditev premoženja, taktično razporeditev premoženja in izbor posameznega vrednostnega papirja. Podrobneje si pogledjmo posamezne dele procesa.

Strateška razporeditev premoženja pomeni izvajanje oblikovane naložbene politike. Odločitev upravljavca o strateški razporeditvi premoženja temelji na pričakovanjih upravljavca glede dolgoročnih donosnosti naložb na trgu kapitala, njihovih tveganj in medsebojne odvisnosti. Strateška razporeditev premoženja se ukvarja z iskanjem naložb na trgih, ki med seboj niso povezani, in tako oblikuje množico sprejemljivih portfeljev.

Pri oblikovanju strateške razporeditve morajo upravljavci analizirati predvsem soodvisnost med sredstvi in obveznostmi pokojninskega sklada, pričakovano donosnost posameznih vrst naložb in vse ostale ustrezne informacije na finančnem trgu, ki lahko vplivajo na sprejemanje odločitev. Strateška razporeditev premoženja je tista struktura naložb, ki je po mnenju upravljavca najprimernejša na dolgi rok.

Taktična razporeditev premoženja pomeni kratkoročne popravke strateške (glavne) izbire vrst naložb v luči kratkoročnih dobičkonosnih priložnosti, ki izvirajo iz sprememb smeri gibanja cen na trgu vrednostnih papirjev (odzive na nenadne in pomembne spremembe cen navzgor ali navzdol na trgu).

Izbor posameznega vrednostnega papirja znotraj posamezne vrste naložb je lahko tako strateški kot taktičen. Upravljavec mora pri izbiri naložb upoštevati (Galer, 2002, str. 51):

- potrebo po razpršenosti naložb v skladu s pokojninskim načrtom,
- ustreznost vrste naložb za pokojninski načrt,
- ustreznost posamezne naložbe,
- pridobiti natančne informacije o naložbah,
- poslovati v skladu s pisno oblikovano naložbeno politiko pokojninskega načrta.

Postopek **razporeditve premoženja** poteka v naslednjih korakih (Bodie, 1996, str. 866):

- strateška razporeditev premoženja je dolgoročna odločitev o razporeditvi celotnega premoženja med posamezne vrste naložb. Običajno so izbrane vrste naložb naslednje: instrumenti denarnega trga, delnice, obveznice, nepremičnine, posojila, vrednostni papirji tujih izdajateljev in izvedeni finančni instrumenti;
- opredelitev pričakovanj na trgih kapitala. V tem koraku se uporabijo **zgodovinski podatki in ekonomske analize za določitev pričakovanih prihodnjih stopenj donosa** v določenem obdobju posedovanja premoženja;
- zasledovanje meje učinkovitih portfeljev. Ta korak sestavlja iskanje portfeljev, ki dosežejo maksimalni pričakovani donos za izbrano stopnjo tveganja;
- poiskati optimalni portfelj. Izbor učinkovitega portfelja, ki najbolje zadovolji investitorjeve zahteve po sprejemljivi stopnji tveganja in pričakovanem donosu ter zadosti

omejitvam. Zakonske omejitve naložb se nanašajo na razporeditev premoženja v posamezne vrste naložb in tudi na izbor posameznega vrednostnega papirja (vezano na omejitve izdajatelja ali samoinvestiranja).

Strukture premoženja ne določajo le cilji/preference investitorja in njegov odnos do tveganja, temveč tudi dolžina njegovega naložbenega horizonta. Dodatni dejavnik, ki vpliva na razporeditev premoženja pokojninskih skladov med različne vrste naložb, je stopnja zrelosti pokojninskega sklada, ki opredeljuje delež aktivnih članov v primerjavi z upokojenci. Trajanje obveznosti (povprečni čas do zahtev po diskontiranih izplačilih pokojnin) je veliko krajši za nezrele sklade, ki imajo malo obveznosti za izplačila pokojnin, v primerjavi s trajanjem obveznosti zrelih skladov, ki imajo večji obseg obveznosti za izplačilo pokojnin.

Pomembnost upoštevanja obveznosti pri odločitvah glede razporeditve premoženja je različna med pokojninskimi načrti vnaprej določenih pravic in pokojninskimi načrti vnaprej določenih prispevkov. Pri pokojninskih načrtih vnaprej določenih pravic, kjer tveganje prevzema sponzor pokojninskega načrta, se upravljavci lahko izogonejo tveganju z izbiro finančnega premoženja, ki je po ročnosti usklajeno z ročnostjo obveznosti pokojninskega načrta, medtem ko so pravice upravičencev pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi prispevki vezane na donosnost poslovanja pokojninskih načrtov. Nekateri avtorji trdijo, da pokojninski načrti z določenimi prispevki v želji po zasledovanju višje stopnje donosnosti več sredstev namenijo naložbam v delnice in tuje premoženje (Blake, 2001, str. 40).

3.3 Strategije upravljanja naložb pokojninskih skladov

V tej točki najprej predstavljamo temeljno delitev naložbenih strategij na aktivne in pasivne strategije upravljanja premoženja, do katere pridemo z odločitvijo o izbiri načina upravljanja premoženja. Nadalje predstavljamo teoretična spoznanja različnih avtorjev s področja strategij upravljanja naložb pokojninskih skladov. Upravljavci pokojninskih skladov lahko izvajajo različne naložbene strategije z namenom zmanjšanja vpliva visoke spremenljivosti letnih donosnosti premoženja.

3.3.1 Temeljna delitev naložbenih strategij

Izbira strategije upravljanja premoženja je odvisna predvsem od tega, kako sponzor in upravljavci gledajo na učinkovitost trga, na katerem poslujejo. Med zagovorniki aktivnega in pasivnega načina upravljanja premoženja že desetletja poteka živahna polemika. Bistveno za razumevanje spora je poznavanje hipoteze o učinkovitosti trga (angl. Efficient Market Hypothesis). Temeljna predpostavka hipoteze je, da tržne cene vrednostnih papirjev in posameznih vrst naložb v vsakem trenutku izražajo vse razpoložljive informacije (ločimo tri različne hipoteze o učinkovitosti kapitalskega trga (glej stran 19, opombe 10)). Nove informacije prihajajo naključno, zato jih ne moremo predvidevati. Velja tudi, da se ob pojavu novih informacij cene v trenutku prilagodijo, tako da ni priložnosti za dodatne zasluge. Na

učinkovitem trgu kapitala so torej vrednostni papirji pravilno ocenjeni in ustvarjajo donosnost, ki je v skladu z njihovim tveganjem.

Pri predstavitvi elementov naložbene politike v točki 3.1.3. smo poudarili, da morajo oblikovalci naložbene politike (sponzorji ali upravljavci pokojninskega sklada) skrbno pretehtati svoje mnenje o učinkovitosti trgov in se odločiti, kolikšen del premoženja bodo namenili aktivnemu in kolikšen pasivnemu načinu upravljanja premoženja. Po avtorjih Bodie (1996) in Elton, Gruber (1995) v nadaljevanju tudi povzemamo temeljno delitev naložbenih strategij na aktivne in pasivne strategije upravljanja premoženja.

3.3.1.1 Strategije aktivnega upravljanja premoženja

Zagovorniki aktivnega upravljanja premoženja zavračajo hipotezo o učinkovitosti kapitalskega trga in predpostavljajo, da so trgi dovolj neučinkoviti, da omogočajo doseganje nadpovprečne donosnosti premoženja z iskanjem napačno ovrednotenih vrednostnih papirjev, sektorjev ali trgov. Uspešnost upravljanja poskušajo izboljšati s povečevanjem deležev vrst naložb, ki so v določenem trenutku podcenjene, in z zmanjševanjem precenjenih vrst naložb. Pri aktivnem upravljanju premoženja upravljavci z uporabo napovedi gibanja obrestnih mer, gibanja tečajev vrednostnih papirjev, tečajev valut in drugega predvidijo gibanja na trgu za tisto vrsto naložb, ki je predmet aktivnega upravljanja premoženja. Obseg transakcij je pri aktivnem načinu upravljanja premoženja velik in posledično so veliki transakcijski stroški. Aktivno upravljanje premoženja zahteva poglobljeno analizo trga kapitala, kar vpliva na povečanje stroškov upravljanja. Višji transakcijski stroški in stroški upravljanja zmanjšujejo uspešnost aktivno upravljanega premoženja glede na pasivno, saj investitorje zanima le neto donosnost premoženja (Kleindienst, 1996, str. 32). Med strategije aktivnega upravljanja premoženja uvrščamo strategije taktične razporeditve premoženja in strategije tempiranja trga. To so dinamične in kratkoročne strategije.

(i) Strategije taktične razporeditve premoženja

Tudi pri strategijah taktične razporeditve premoženja je strateška razporeditev premoženja okvir za oblikovanje posameznih vrst naložb na dolgi rok. Upravljavec lahko znotraj tega okvira spremeni dejansko razporeditev premoženja, da bi izkoristil tržne priložnosti, ki se po njegovem mnenju izkazujejo kot podcenjene posamične naložbe, podcenjene vrste naložb ali podcenjeni sektorji (Sharpe, 1990, str. 24).

Taktična razporeditev naložb poskuša izkoristiti investicijske priložnosti, ki izvirajo iz sprememb smeri gibanja cen na trgu vrednostnih papirjev (to so odzivi na nenadne in pomembne spremembe cen navzgor ali navzdol na trgu). Temelj strategije je teorija relativnega vrednotenja naložb. V osnovi je enaka pasivni strategiji konstantne strukture premoženja¹¹, saj vodi k nakupom, ko cene padajo, in k prodajam v obdobju rasti cen. Razlika je le v motivu, ki sproži reakcijo.

¹¹ Strategija predstavljena na strani 24-25.

Učinkovitost strategije je podobna učinkovitosti strategije konstantne strukture premoženja. Pri pogostejših obratih bo strategija taktične razporeditve naložb učinkovitejša od strategije »kupi in drži«¹². Slednja je učinkovitejša v primerih, ko se cene na trgu odmikajo od notranjih vrednosti naložb. Večja fleksibilnost strategije taktične razporeditve lahko vodi k doseganju višjih donosnosti v primerjavi s strategijo konstantnega portfelja. Večji so lahko tudi oportunistni stroški.

Če se sponzor in upravljaivec odločita za uporabo strategije taktične razporeditve naložb, morata opredeliti naslednje:

- dovoljene odmike pri izpostavljenosti do posamezne naložbe oziroma vrste naložb od strateško oblikovanih vrednosti,
- model odločanja za sprejemanje odločitev o nakupih oziroma prodajah naložb, ki temelji na relativnem vrednotenju naložb,
- jasno opredelitev, da bo upravljaivec sledil modelu,
- prednost vsake aktivne strategije trgovanja je, da združuje tehnične modele z intuicijo upravljavca.

Cilj taktične razporeditve je maksimizacija donosnosti premoženja, omejena s tveganjem, ki je še sprejemljivo za investitorja. Uspešnost se meri na podlagi primerjave stopnje donosa investiranega premoženja s stopnjo donosa normalnega premoženja (Kleindienst, 1996, str. 21). Normalno premoženje je premoženje opredeljeno s strateško razporeditvijo premoženja.

(ii) Strategija tempiranja trga (angl. Market Timing) je kratkoročna strategija, pri kateri se upravljaivec ne odloča med aktivnim vlaganjem v posamezne vrednostne papirje, temveč samo o tem, v katere vrste naložb bo v določenem obdobju investiral premoženje. Strategija poskuša na podlagi analize tržnih trendov napovedati obrate trga in jih izkoristiti. Pri upravljanju premoženja s strategijo tempiranja trga je cilj maksimizacija donosnosti premoženja, pri čemer tveganje ni pomembno. Število oziroma pogostost transakcij je pri strategiji tempiranja trga večja od števila transakcij pri strategiji taktične razporeditve premoženja. Uspešnost tempiranja trga se meri na podlagi primerjave med stopnjo donosnosti upravljanega premoženja in stopnjo donosnosti trga delnic v določenem (kratkoročnem) obdobju.

3.3.1.2 Strategije pasivnega upravljanja premoženja

Zagovorniki pasivnega načina upravljanja podpirajo hipotezo o učinkovitosti kapitalskega trga. Njihovo mnenje je, da je dolgoročno nemogoče dosegati nadpovprečne donose, zlasti zato, ker pogosto trgovanje z vrednostnimi papirji povzroča višje transakcijske stroške in negativne davčne učinke (Kleindienst, 2001, str. 77). Cilj pasivnega upravljanja premoženja je sestaviti in vzdrževati strukturo premoženja, ki ustreza načrtovanemu razmerju med stopnjo

¹² Strategija predstavljena na strani 24.

tveganja in pričakovano stopnjo donosnosti. Ko upravljavec strateško razporedi premoženje v skladu z naložbeno politiko, opravi malo transakcij z njim. Posledica majhnega obsega transakcij in enostavnega načina upravljanja so nizki transakcijski stroški in provizije (Kleindienst, 2001, str. 455).

Pasivni način upravljanja premoženja se v najbolj čisti obliki odraža z indeksno strategijo. To pomeni, da upravljavec določen del premoženja razporedi v delnice ali obveznice v povsem enaki ali vsaj zelo podobni sestavi kot jo ima določeni borzni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo. Cilj tovrstnega investiranja je, da se doseže enaka donosnost, kot jo bo dosegel borzni indeks. Najenostavnejši način uporabe indeksne strategije je razporeditev premoženja v indeksne investicijske sklade. Ti svoje premoženje oblikujejo v skoraj natančno enaki sestavi, kot jo ima določen borzni indeks, kar zagotavlja visoko stopnjo razpršitve premoženja. Donosnost teh skladov pred stroški je skoraj popolnoma enaka donosnosti izbranega borznega indeksa.

Pasivno upravljanje indeksnega sklada posamezne vrste naložb je lahko eksplicitno ali implicitno. Eksplicitno pasivno upravljanje pomeni zavestno odločitev upravljavca. Implicitno pasivno upravljanje nastane, kadar je sestava naložb večinoma nespremenjena dlje časa.

Znotraj množice strategij pasivnega upravljanja premoženja lahko identificiramo strategije ohranjanja strateške razporeditve premoženja, pasivnega upravljanja lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Poglejmo si jih podrobneje.

(i) Strategije strateškega upravljanja premoženja

Izvajanje oblikovane naložbene politike premoženja se začne s strateško razporeditvijo premoženja med različne vrste in lokacije (trge) naložb, ki med seboj niso popolno povezane. Oblikovano strateško razporeditev premoženja vzdržujemo z dvema pasivnima strategijama, katerih namen je ohraniti vnaprej določene deleže posameznih vrst naložb (Logue, 1997, str. 118):

- ***strategija »kupi in drži« (angl. Buy-and-Hold)*** je strategija, pri kateri se transakcije izvajajo samo z namenom zadovoljitve likvidnostnih potreb pokojninskega sklada, kadar gre za redna izplačila pokojninskih rent varčevalcem ali izredna izplačila zaradi izstopov. Upravljavci se ne odzivajo na spremembe tržnih cen, čeprav so posledice teh sprememb vidne v odmiku dejanske strukture naložb od strateške razporeditve naložb. Strategija predpostavlja, da so odstopanja dejanskih od strateških deležev sprejemljiva, saj bo v povprečju skozi daljše časovno obdobje dejanska struktura naložb dosegla opredeljene strateške deleže s spremembo tržnih cen posameznih vrst naložb in z investiranjem sredstev z naslova tekočih vplačil članov;
- ***strategija konstantne strukture premoženja*** je dinamična strategija, ki od upravljavca zahteva ukrepanje vedno, kadar se pojavljajo odstopanja med dejansko in strateško razporeditvijo naložb. Transakcije se izvajajo z namenom usklajevanja deležev

posameznih vrst naložb s strateško razporeditvijo. Večje število transakcij vodi do višjih transakcijskih stroškov v primerjavi s prvo strategijo. Transakcijski stroški se lahko zmanjšajo z uporabo izvedenih finančnih instrumentov. Prednost te strategije je, da so dejanski deleži posameznih vrst naložb in razmerje med pričakovano donosnostjo in tveganjem bližje naložbenim ciljem kot pri strategiji »kupi in drži«.

Učinkovitost izvajanja obravnavanih strategij je odvisna od načina gibanja cen na trgu kapitala.

(ii) Strategije lastniških vrednostnih papirjev

V okviru pasivnega upravljanja lastniških vrednostnih papirjev uporabljamo indeksno strategijo. Pasivno upravljanje lastniških vrednostnih papirjev avtorji označujejo kot »tiranijo povprečnosti«. Indeksni sklad delnic je premoženje vrednostnih papirjev, ki natančno posnema donosnost in tveganje izbranega delniškega indeksa. Upravljavci, ki se odločijo za pasivno upravljanje delniškega premoženja, se ne posvečajo niti temeljni niti tehnični analizi vrednostnih papirjev.

Premoženje indeksnega sklada lastniških vrednostnih papirjev, ki posnema izbrani indeksni sklad, lahko oblikujemo na tri načine (Elton, Gruber, 1995, str. 689):

- z vključitvijo vsake posamezne delnice, ki sestavlja izbrani indeksni sklad,
- z vključitvijo določenega števila delnic, ki so v preteklosti najbolj predstavljale gibanje izbranega indeksnega sklada,
- z vključitvijo manjšega števila delnic kot deleža od določenega izbora značilnosti – panoga, industrija, kvaliteta in velikost tržne kapitalizacije.

Naložbe v delnice so pogosto zaščitene s tehnikami zavarovanja naložb¹³. Ni pomembno, da imajo indeksni skladi v lasti vse delnice, ki sestavljajo izbrani indeks, pomembno je le, da se delnice pasivnega premoženja na trgu obnašajo kot izbrani delniški indeks. Za sodobnejši način upravljanja premoženja je pomembno ohranjati konstanten delež naložb v posamezne sektorje, medtem ko se sestava delnic posameznih podjetij znotraj sektorjev lahko spreminja. Prednost takšnega upravljanja premoženja so nižji stroški (Davis, 1995, str. 69).

(iii) Strategije dolžniških vrednostnih papirjev

V okviru dolžniških vrednostnih papirjev ločimo dve vrsti strategij pasivnega upravljanja (Bodie, 1996, str. 458):

- ***indeksne strategije***, ki poskušajo posnemati delovanje izbranega indeksa dolžniških vrednostnih papirjev. Strukturo naložb obveznic je težko uskladiti s strukturo izbranega indeksnega sklada obveznic, ker se ta neprestano spreminja, bodisi z izključitvijo obveznic iz indeksa, ko je njihova zapadlost krajša od enega leta, bodisi z dodajanjem

¹³ Za zavarovanje vrednosti naložb v glavnem uporabljamo izvedene vrednostne papirje, npr. zavarovanje premoženja lahko dosežemo z nakupom put opcije na indeks.

novo izdanih obveznic. Vrednostni papirji, ki se uporabljajo za izračun indeksa obveznic, se nenehno spreminjajo. Naloga upravljavca je zagotoviti tesno usklajenost med strukturo premoženja pokojninskega sklada in obveznicami, vključenimi v indeks;

- **imunizacijske strategije**, ki jih uporabljajo zavarovalnice in pokojninski skladi. Namen imunizacijskih strategij je zaščititi premoženje teh finančnih institucij pred spremembami obrestnih mer.

Čeprav sta si obe vrsti pasivnega upravljanja podobni v tem, da sprejemata tržne cene kot pravilno oblikovane, se razlikujeta glede izpostavljenosti tveganju. Premoženje, vezano na indeks obveznic, bo imelo enako razmerje med tveganjem in donosom kot tržni indeks obveznic, na katerega je vezano, medtem ko je namen imunizacijskih strategij oblikovanje dejanske ničelne stopnje tveganja, pri kateri gibanja obrestnih mer ne vplivajo na vrednost premoženja.

3.3.2 Druge klasifikacije naložbenih strategij

Na osnovi proučevanja prispevkov avtorjev Elton, Gruber (1995), Bodie (1996), Davis (2001) in Alier (2001), ki govorijo o naložbenih strategijah pokojninskih skladov, pridemo do spoznanja, da na ustreznost izbire naložbene strategije vpliva narava obveznosti pokojninskih načrtov. Hkrati na izbor ustreznih strategij vplivajo zakonski predpisi o strukturi naložb in zjamčena stopnja donosnosti pokojninskih načrtov (Davis, 2002, str. 8).

Naložbene strategije pokojninskih skladov lahko razvrstimo v dve skupini: v prvo skupino uvrstimo naložbene strategije, ki jih v svojih prispevkih omenjajo Elton/Gruber, Bodie in Davis, v drugo skupino uvrstimo klasifikacijo naložbenih strategij po Alier (2001).

3.3.2.1 Delitev naložbenih strategij po Elton/Gruber, Bodie in Davis

Tako Elton in Gruber (1995, str. 697) kot Bodie (1996) in Davis (2001) naložbene strategije pokojninskih skladov ločijo na strategije upravljanja znanega, fiksnega denarnega toka obveznosti in strategije upravljanja spremenljivega denarnega toka obveznosti. Med prve uvrščajo strategije usklajevanja denarnega toka (ali »dedication« strategijo) kot nizko tvegane strategije in imunizacijske strategije kot bolj tvegane oblike strategij. Med druge uvrščajo strategije tempiranja trga¹⁴ in strategije, ki obsegajo ustrezne instrumente za zavarovanje vrednosti premoženja¹⁵ in zagotavljanje uspešnosti upravljanja pokojninskega sklada.

¹⁴ Strategijo tempiranja trga predstavljamo na strani 23.

¹⁵ Instrumente za zavarovanje vrednosti premoženja predstavljamo na strani 28 in 29.

Najprej si pogledjmo naložbene **strategije upravljanja fiksnega denarnega toka obveznosti**, med katere zgoraj omenjeni avtorji uvrščajo:

- ***Imunizacijske strategije (angl. Immunization)***

Pogodbene obveznosti pokojninskih skladov predstavljajo izplačila privarčevanih sredstev članom po preteku določenega števila let. Upravljavce pokojninskih skladov torej skrbi zavarovanje prihodnjih vrednosti premoženja pred tveganjem sprememb obrestnih mer. Z ustreznim prilagajanjem strukture zapadlosti premoženja se upravljavci pokojninskih skladov zaščitijo pred tveganjem spremembe obrestne mere (Davis, 2001, str. 5).

- ***Imunizacija ciljnega dne (angl. Target Date Immunization)***

Pokojninski skladi so osredotočeni na prihodnjo vrednost premoženja, kajti članom morajo zagotavljati tok dohodka v času po njihovi upokojitvi in morajo zato imeti zadostna razpoložljiva denarna sredstva za zadovoljitev teh obveznosti. S spreminjanjem obrestnih mer se spreminja vrednost premoženja sklada kot stopnja, po kateri to premoženje generira dohodek. Upravljavec pokojninskega sklada želi zaščititi ali imunizirati prihodnjo akumulirano vrednost sklada na neki ciljni datum proti gibanjem sprememb obrestnih mer (Bodie, 1996, str. 462). S takšnim problemom se ne soočajo le pokojninski skladi, temveč tudi zavarovalnice, ki imajo prihodnje fiksne obveznosti in tako štejejo imunizacijo za sprejemljivo politiko upravljanja s tveganjem.

Investitorji v dolžniške vrednostne papirje se soočajo z dvema vrstama tveganj spremembe obrestne mere, ki se med seboj izravnavata: tveganje spremembe cene in tveganje stopnje reinvesticije. Če je trajanje (angl. Duration) premoženja pokojninskega sklada enako trajanju zapadlosti investicije investitorja, akumulirana vrednost naložbenega sklada na datum zapadlosti ni pod vplivom sprememb obrestnih mer. Če je vzpostavljeno ravnotežje, se tveganje spremembe cene in tveganje reinvesticije popolnoma izničita. Ko se obrestne mere in trajanje premoženja spreminjajo, mora upravljavec neprestano usklajevati trajanje premoženja dolžniških vrednostnih papirjev s trajanjem obveznosti. Ponovno usklajevanje premoženja z nakupi in prodajami vrednostnih papirjev vključuje transakcijske stroške, zato ga ni mogoče nenehno usklajevati.

- ***Usklajevanje denarnega toka (angl. Cash Flow Matching and Dedication)***

Z izvajanjem strategije usklajevanja denarnega toka avtomatično imuniziramo premoženje pred spremembami obrestnih mer, ker denarni tok iz naložbe (obveznice) in denarni tok iz obveznosti natančno izravnavata drug drugega (Bodie, 1996, str. 468).

Usklajevanje denarnega toka v daljšem časovnem obdobju se nanaša na dedication strategijo. Upravljavec izbere bodisi brezkuponske obveznice ali kuponske obveznice, ki v celem obdobju omogočajo denarni tok, usklajen z vrstami obveznosti. Prednost dedication strategije je, da je to pristop, ki enkrat in za vselej izloči tveganje spremembe obrestne mere. Ko so enkrat denarni tokovi usklajeni, ni potrebe po vnovičnem

usklajevanju ravnotežja. Takšno premoženje zagotavlja potreben denar za poravnavo obveznosti pokojninskega sklada ne glede na gibanje obrestnih mer.

Za uskladitev denarnega toka pokojninskega sklada, ki je dolžan izplačevati stalen tok dohodka sedanjim in prihodnjim upokojencem, bi moral upravljavec pokojninskega sklada kupiti dolžniške vrednostne papirje z zapadlostjo do 100 let. Ker takšni vrednostni papirji ne obstajajo, natančna dedication strategija ni uresničljiva.

- ***Pogojna imunizacija (angl. Contingent Immunization)***

Strategija pogojne imunizacije je mešanica aktivne in pasivne strategije upravljanja premoženja, ki sta jo oblikovala Liebowitz in Weinberger. Predpostavimo, da želi upravljavec aktivno upravljati premoženje, toda pripravljen je tvegati izgube samo do višine, ko končna vrednost premoženja ne bi bila nižja od npr. 11 milijonov \$. Upravljavec si lahko privošči tvegati nekaj izgube na začetku in zasleduje aktivno strategijo, raje kot da bi imuniziral premoženje že na začetku. Če vrednost premoženja pade do 11 milijonov \$ (točka odziva), se opusti aktivno upravljanje premoženja. Na osnovi pogoja doseganja točke odziva se začne zasledovati imunizacijska strategija, ki jamči realizacijo minimalno sprejemljive stopnje donosnosti.

V nadaljevanju predstavljamo instrumente za zavarovanje vrednosti premoženja pokojninskih skladov, ki so sestavni del *strategij upravljanja spremenljivega denarnega toka obveznosti* (Bodie, 1996, str. 874)¹⁶:

- ***Finančni instrumenti, vezani na indeks (angl. Index Linked Financial Instruments)***

Renta, denominirana s košarico potrošniških dobrin, pomeni **popolno zavarovanje pred inflacijskim tveganjem**. Izplačila rent so vezana na usklajevanje z indeksom drobnoprodajnih cen. Povsod po svetu javni pokojninski načrti sledijo spremembam indeksa drobnoprodajnih cen in z njim (enkrat ali večkrat letno) usklajujejo izplačila rent (mesečna izplačila pokojninskih dohodkov).

Značilnost indeksnih finančnih instrumentov je, da so vezani na indeks drobnoprodajnih cen posamezne države in izplačljivi v valuti te države. Zato so primerni za rezidente države, v kateri so izdani. Rezidenti drugih držav jih lahko uporabljajo kot zavarovanje pred inflacijo le, če devizni tečaj vključenih držav (države, ki izdaja vrednostni papir in države investitorja) zagotavljajo pariteto kupne moči.

Upravljavci lahko uporabijo tudi **terminske pogodbe in futures na indeks drobnoprodajnih cen**. S kombinacijo terminske pogodbe na indeks drobnoprodajnih cen in državnim vrednostnim papirjem upravljavec lahko oblikuje **sintetično obveznico, vezano na indeks drobnoprodajnih cen**. Zajamčena realna obrestna mera na sintetično,

¹⁶ Ugotovitve se nanašajo na ameriški in angleški trg kapitala, vendar se večina ugotovitev enako obravnava v ostalih delih sveta.

na indeks vezano obveznico je razlika med obrestno mero na državno obveznico in stopnjo inflacije vključeno v terminsko ceno.

- ***Obveznice s spremenljivo obrestno mero (angl. Floating-Rate Bonds)***

V primeru, da nimamo na razpolago obveznic vezanih na indeks ali futures pogodb vezanih na indeks, uporabljamo alternative, ki ne predstavljajo popolnega zavarovanja pred inflacijo. Obveznice s spremenljivo obrestno mero imajo izplačilo obresti vezano na tekočo obrestno mero, ki predstavlja referenčno obrestno mero. Referenčna obrestna mera je lahko Libor ali drug indikator tekoče obrestne mere. V primeru, da se referenčna obrestna mera spremeni le zaradi sprememb v stopnji inflacije, predstavlja obveznica s spremenljivo obrestno mero popolno zavarovanje.

- ***Delnice kot vrsta premoženja za zavarovanje pred inflacijo (angl. Common Stocks as an Inflation Hedge)***

Nekateri avtorji omenjajo, da so navadne delnice dobro zavarovanje pred inflacijo. Na to jih napeljuje njihovo mnenje, da realna stopnja donosa na navadne delnice ni izpostavljena vplivom inflacijske stopnje. Razlog za takšno mnenje je njihovo videnje, da delnice predstavljajo terjatev nad realnim kapitalom. Empirične ugotovitve pokažejo, da so bili donosi delnic v ZDA v preteklosti v negativni korelaciji z inflacijo.

Drugi avtorji menijo, da predstavljajo delnice dobro dolgoročno zavarovanje pred inflacijo. Trdijo, da delnice na dolgi rok (npr. 20 let) prinašajo višje stopnje donosa kot dolžniški vrednostni papirji in so zato še posebej primerne kot naložbe za pokojninske sklade. Na podlagi analize je ugotovljeno, da se trditev nanaša le na zgoraj zapisano. V oblikovanju ustreznega portfelja naložb je potrebno upoštevati tako tveganja kot pričakovane stopnje donosov. Na žalost nekateri od teh zagovornikov premalo poudarijo dolgoročno tveganje delnic. Ne glede na to, kako privlačne so v smislu pričakovanih donosov, tudi delnice niso popolnoma varna vrsta naložb na dolgi rok.

3.3.3.2 *Delitev naložbenih strategij po Alier (2001)*

Alier (2001, str. 6) pravi, da se z namenom ublažitve vplivov visoke spremenljivosti letnih donosnosti naložb upravljavci pokojninskih skladov lahko odločijo za različne naložbene strategije. V nasprotju z naložbenimi strategijami, ki jih omenjajo preostali trije avtorji, Alier deli strategije upravljanja premoženja pokojninskih skladov na preproste in kompleksne. Preproste strategije se lahko izvajajo v katerem koli tržnem gospodarstvu. Kompleksne strategije za izvajanje potrebujejo dobro razvite trge izvedenih finančnih instrumentov, uporabo izvedenih produktov in razvite tehnike investiranja.

Med **preproste naložbene strategije** Alier (2001) uvršča:

- ***Strategijo uravnoveženega premoženja*** kot najpomembnejšo strategijo. Naložbe v uravnoveženo premoženje različnih vrst naložb (delnic, obveznic in instrumentov

denarnega trga...), bistveno zmanjšajo spremenljivost donosov v obdobju zbiranja prihrankov. To je splošna praksa večine poklicnih zasebnih pokojninskih skladov, še posebej v ZDA, kjer so zakonske omejitve povezane z garancijo pokojninskih pravic, in izpostavljajo zahteve po minimalni stopnji financiranja ter silijo sponzorska podjetja v sprejemanje konservativnih naložbenih politik ali k oblikovanju rezerv za primer izgub, ki bi bile rezultat velikih sprememb v ceni premoženja. V večini kontinentalnih evropskih držav, vključujoč Nemčijo, Nizozemsko in Švico, zakonske omejitve naložb predpisujejo najvišje dovoljene deleže posameznih vrst naložb s ciljem zmanjšati spremenljivost donosnosti premoženja (čeprav večina delodajalcev oblikuje sklade z vnaprej določenimi pravicami in prevzema naložbeno tveganje). V Latinski Ameriki je večina držav sledila Čilu in oblikovala najvišje dovoljene deleže za različne vrste naložb.

Stroški zniževanja spremenljivosti premoženja so lahko bistveni, če je premija na delnice visoka. Spremenljivost se lahko zmanjša z naložbami v tuje premoženje in diverzifikacijo deželnega tveganja.

Poglejmo si koristi, ki jih pokojninskim skladom prinaša mednarodna diverzifikacija premoženja. Za pokojninske načrte določenih prispevkov predstavlja mednarodna diverzifikacija premoženja razširitev meje učinkovitih portfeljev. Pri pokojninskih načrtih določenih pravic mednarodna diverzifikacija lahko poveča zaščito pred inflacijo v primeru, ko se zniža vrednost domače valute v obdobju inflacije in v primeru, ko je donosnost domačega premoženja nizka. Zmanjšanje vrednosti premoženja je lahko posledica neugodnih razmer na domačem ali tujih trgih kapitala. Vendar je tveganje pri naložbah le v domače premoženje razmeroma večje, zlasti v razvijajočih se gospodarstvih, ki so izpostavljena visoki in spremenljivi stopnji inflacije.

Naložbam v tuje premoženje se je treba izogniti, kadar se imunizira ali usklajuje premoženje z obveznostmi. Domače obveznosti so ustrezno usklajene z domačim premoženjem. Kljub temu je ustrezno dopustiti določen delež naložb v mednarodno premoženje, zlasti v majhnih državah, kjer obseg premoženja pokojninskih skladov presega celoten domač trg delnic (Davis, 2002, str. 12).

Učinkovitost katere koli strategije diverzifikacije je odvisna od korelacije ali kovariance med donosi posameznih vrst naložb (Global Financial Stability Report, 2004, str. 113). Upravljavci dosežejo znižanje tveganja z dodajanjem novih vrednostnih papirjev v premoženje, ki zagotavljajo donos nepopolne pozitivne korelacije z donosi obstoječih vrednostnih papirjev v premoženju. Naraščajoča globalizacija finančnih trgov je prispevala k razširitvi možnosti naložb in seveda k raznovrstnosti naložb mednarodnih vlagateljev.

- **Strategijo postopnega spreminjanja strukture premoženja (angl. *Gradual Late Shift to Bonds*)**, ki vključuje postopno, stopnjujoče spreminjanje strukture premoženja iz celotnega delniškega v obvezniški nekaj let pred upokojitvijo. Stroški nižje

spremenljivosti, izmerjeni glede na nižjo povprečno življenjsko dobo donosov, so lahko minimizirani glede na prvo strategijo. Strategija se izogne izpostavljenosti večjim obratom navzdol na delniških trgih ob koncu aktivne življenjske dobe, ko je večina pokojninskega sklada akumulirana in delavci nimajo več veliko časa za popravljanje kakršnih koli izgub. Ta rešitev je primerna za pokojninske načrte, oblikovane na osnovi starostne strukture članov.

- **Strategijo postopnih nakupov fiksnih rent (angl. Gradual Purchase of Fixed (Nominal or Real) Annuities)**, ki vključuje postopne nakupe več fiksnih (nominalnih ali realnih) rent v nekaj zadnjih letih pred upokojitvijo (npr. v petih letih). Rente se začnejo izplačevati z dnem upokojitve. Če se uporabi pet nakupov rent, so štiri rentne pogodbe odložene rente, ki ne začnejo z izplačili takoj po nakupu, vendar nekoliko kasneje. Strategija postopnih nakupov fiksnih rent je dovoljena v Veliki Britaniji.
- **Strategijo postopnih dvigov ali nakupa variabilnih rent (angl. Use of Phased Withdrawals or Purchase of Variable Annuities)**. Večina držav članom pokojninskih načrtov dovoljuje dvig privarčevanega premoženja v enkratnem znesku. V javnih pokojninskih sistemih Čila, Argentine in drugih držav Latinske Amerike člani nimajo možnosti dviga denarnih sredstev v enkratnem znesku (razen če premoženje presega ciljne pokojninske stopnje). V teh državah lahko upokojenci bodisi kupijo fiksno rento (realno v primeru Čila in nominalno v Argentini) pri zavarovalnici ali začnejo s postopnimi dvigi s svojih osebnih računov pri pokojninskih skladih. Postopni dvigi (angl. Phased Withdrawals) upoštevajo življenjsko dobo upokojencev, toda ne ponujajo zavarovanja za dolgo življenje. Pri postopnih dvigih člani dobijo tržne donose ustrezno zmanjševanega premoženja. Zavarovani so pred nizkimi vrednostmi premoženja in nizkimi donosi, ki bi lahko prevladovali v času njihove upokojitve, in izkoristijo višje donose, ki jim jih ponujajo upravljavci pokojninskih skladov v primerjavi s ponudniki fiksnih rent. Spremenljive rente (angl. Variable Annuities) delujejo kot postopni dvigi, le da nudijo zavarovanje za dolgo življenje. Obe možnosti izpostavljata člane pokojninskih načrtov spremenljivosti naložbenih donosov v obdobju upokojitve. Kombiniranje katere koli od teh dveh možnosti z nakupom fiksnih rent ali naložbami v manj tvegano premoženje bi ublažilo tveganje.

Med kompleksne strategije Alier (2001) uvršča **strategije z uporabo izvedenih finančnih instrumentov in sintetičnih produktov (angl. Use of Derivatives and Synthetic Products)**. Med temi je zanimiva strategija zavarovanja premoženja z nakupom evropskih put opcij za zavarovanje vrednosti premoženja vseh članov, ki se bodo upokojili v naslednjih nekaj letih, npr. petih letih. Izvršilna cena teh opcij bi bila lahko enaka tekoči stopnji cen na trgu vrednostnih papirjev ali stopnji, nižji za 5 ali celo 10% od sedanje stopnje. Ta najnižja dopustna cena bi bila postavljena zaradi vpliva kakršnega koli premika trga vrednostnih papirjev navzdol.

Nasprotne pogodbenne stranke pri put opcijah so lahko isti upravljavci različnih pokojninskih načrtov, ki delujejo v korist članov posameznega pokojninskega načrta. Put opcijske pogodbe se izvršujejo na trgih izvedenih instrumentov.

Nerealno je predlagati uporabo put opcij in sintetičnih produktov v državah, kjer so trgi kapitala plitvi in nerazviti. Rast pokojninskih skladov ima pozitiven vpliv na razvoj trgov kapitala. Potreba pokojninskih skladov po nakupu put opcije kot instrumenta zavarovanja vrednosti premoženja se pojavi z zrelostjo pokojninskega sklada. Kapitalski trgi morajo biti dovolj veliki in globoki (visoka tržna kapitalizacija), da omogočajo ponudbo takšnih dovršenih produktov.

Če povzamemo zgornje opise naložbenih strategij, je njihov namen zavarovanje premoženja pokojninskih skladov in povečanje pokojninskih prejemkov članov uspešno upravljanih pokojninskih skladov.

4 OMEJITVE PRI OBLIKOVANJU PREMOŽENJA POKOJNINSKIH SKLADOV

V predhodnem poglavju smo predstavili splošne vrste omejitev, ki vplivajo na oblikovanje naložbene politike institucionalnih investitorjev. Zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb kot ena izmed splošnih vrst omejitev so predmet raziskovanja tega poglavja. V prvih štirih točkah tega poglavja predstavljamo kritično analizo različnih omejitev naložb pokojninskih skladov. Pregled zakonodajnega okvira omejitev naložb za pokojninske sklade po posameznih geografskih področjih predstavljamo v peti točki. V šesti točki na podlagi primerjave podatkov o predpisanih omejitvah naložb prikažemo razlike med posameznimi državami OECD in državami Vzhodne Evrope (CEE).

4.1 Razlogi za omejevanje naložb institucionalnih investitorjev

Tako kot vsi drugi proizvodi in storitve imajo tudi finančne storitve svoj lasten trg. Da bi ta trg uspešno deloval, je na njem treba zagotoviti določeno stopnjo liberalizacije, prav tako je potrebno ta trg regulirati in nadzorovati. Ravno pri procesu liberalizacije in regulacije trga se izvajalci teh procesov srečujejo s tremi glavnimi tržnimi pomanjkljivostmi, in sicer: internalijami ali asimetričnimi informacijami, tržno močjo oziroma nepopolno konkurenco ter eksternalijami oziroma negativnimi učinki, ki nastanejo zaradi določenega (ekonomskega) procesa oziroma dejanja (Pelkmans, 2001, str. 121). Vendar vse te tri pomanjkljivosti na trgu finančnih storitev ne igrajo enako velike vloge, saj je tu potrebno v zakup vzeti tudi specifične lastnosti posameznih storitev.

Pri storitvah se največkrat pojavljajo tržne pomanjkljivosti v obliki **asimetričnih informacij**. Za kupce finančnih storitev je težko in drago pridobivanje zadostnih informacij o kvaliteti

storitev, zato so lahko ranljiva skupina potrošnikov. Izpostavljeni so sleparskim, nepazljivim in nepoštenim postopkom delovanja institucij, prav tako tudi propadu teh institucij (npr. pokojninskih skladov, življenjskih zavarovalnic in investicijskih skladov). Malo je verjetno, da so drobni uporabniki finančnih storitev sposobni oceniti vsa tveganja, ki so jim zlasti življenjske zavarovalnice in pokojninski skladi izpostavljeni, vključujoč solventnost življenjske zavarovalnice in solventnost sponzorja poklicnega pokojninskega načrta (Davis, 2001, str. 19). Ta argument opravičuje zakonske predpise glede solventnosti institucij in v pogojih usklajevanja premoženja z obveznostmi ali zagotavljanju minimalne kapitalске ustreznosti. Zakonsko omejevanje naložb institucionalnih investitorjev je lahko upravičeno, če je njihov namen preprečiti neustrezno diverzifikacijo premoženja in zagotoviti likvidnost investiranega premoženja institucionalnih investitorjev.

Nepopolna konkurenca je po pomembnosti druga tržna pomanjkljivost pri finančnih storitvah in je vezana na stopnjo tržne moči. Ta ima poseben pomen za poklicne pokojninske načrte, še posebej za obvezne poklicne pokojninske načrte. Zato je pozornost zakonskih predpisov glede obveznosti do članov pokojninskih načrtov še kako pomembna. Kot je opredelil Altman (Davis, 2001, str. 16), bodo sponzorji, ki upravljajo pokojninski sklad v nereguliranem okolju na monopolni osnovi, oblikovali pokojninske načrte, ki bodo poskrbeli za njihove lastne interese. Sponzorji si torej želijo svobodo pri financiranju premoženja pokojninskih načrtov ne glede na tveganje stečaja .

Eksternalije ali negativni učinki se pri finančnih storitvah pojavljajo zelo redko, in sicer kadar imajo dejanja določenih podjetij ali posameznikov koristne ali škodljive posledice za druge in niso razvidne iz mehanizma tržnih cen. Mogoče gre tu omeniti problem, ko se eden od ponudnikov bančnih, zavarovalniških oziroma pokojninskih storitev znajde v težavah zaradi kreditne sposobnosti. To lahko sproži nekakšno verižno reakcijo, ki vodi do zmanjšanja zaupanja v druge finančne institucije. Ta pojav strokovnjaki imenujejo »Contagion« in gre v bistvu za simetrične informacije oziroma posploševanje. Pojav ni problematičen samo za finančne ponudnike, ampak lahko zamaje likvidnost celotne regije ali cele države. Zato so zakonski predpisi o zagotavljanju solventnosti institucij opravičeni. Z uporabo metode usklajevanja dolgoročnih obveznosti z dolgoročnimi sredstvi (angl. Asset-Liability Management, ALM), so eksternalije malo verjetne za življenjske zavarovalnice in še manj verjetne za pokojninske sklade.

Zakonski predpisi o oblikovanju naložb institucionalnih investitorjev morajo biti osnovani na želji po ekonomski učinkovitosti. Nekatere države skušajo sprejeti predpise o usmerjanju toka naložbenih sredstev v zelene smeri kot so nakupi državnih vrednostnih papirjev in naložbe v domače gospodarstvo, in preprečiti institucionalnim investitorjem izvajanje nadaljnega vpliva vladanja podjetjem v nefinančnem sektorju (Davis, 2001, str.21).

Glavni razlogi za zakonske predpise o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb pokojninskih skladov so **tržne pomanjkljivosti** in **potreba po zagotavljanju varnosti pokojnin**. Zakonski predpisi o naložbah vplivajo na ustrezno diverzifikacijo premoženja pokojninskih skladov.

Vrste zakonskih omejitev naložb za pokojninske sklade podrobno predstavljamo v naslednji točki.

4.2 Vrste omejitev

Predmet raziskave magistrskega dela sta dve vrsti omejitev, in sicer omejitve zaradi načela preudarnosti in količinske omejitve naložb ter njihov vpliv na strukturo premoženja pokojninskih skladov. Zakonski predpisi o dovoljenih naložbah in razpršenosti naložb pokojninskih skladov se razlikujejo med posameznimi državami. V posameznih državah upravljavci pokojninskih skladov upoštevajo načela preudarnega gospodarjenja, v drugih morajo upoštevati predpisane količinske omejitve naložb in v tretjih državah upoštevajo načela preudarnosti, skupaj z določenimi količinskimi omejitvami naložb.

Način investiranja sredstev zasebnih pokojninskih načrtov in njihova regulacija sta bistvenega pomena za uspešno poslovanje zasebnih pokojninskih načrtov. Zakonski predpisi o naložbah in nadzoru nad premoženjem pokojninskih skladov so usmerjeni k dvema ciljema (Galer, 2002, str. 43):

- zagotavljanju varnosti premoženja zasebnih pokojninskih načrtov,
- oblikovanju okolja, v katerem bodo upravljavci zasebnih pokojninskih načrtov ustvarili najboljše donose ob sprejemljivi stopnji tveganja.

Razprava o tem, kako doseči zgoraj opredeljene cilje, je še posebej pomembna v državah, kjer je aktualen proces oblikovanja zasebnih pokojninskih načrtov, in tam, kjer premoženje upravljajo zasebne institucije. Ključni vidik te razprave predstavlja odgovor na vprašanje, ali naj bo upravljanje premoženja urejeno z zakonskimi predpisi o količinskih omejitvah naložb za posamezne vrste vrednostnih papirjev ali naj bo urejeno z načeli preudarnega gospodarjenja. Odločitev je pomembna, ker določa, kdo bo odgovoren za oblikovanje strateške razporeditve premoženja pokojninskih načrtov: država ali pokojninski sklad (Galer, 2002, str. 44). Razprava je bila še posebej aktualna na področju držav članic Evropske unije (EU) pred sprejetjem Direktive 2003/41/ES o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje.

4.2.1 Količinske omejitve naložb

Zakonsko predpisane **količinske omejitve naložb** so kvantitativna omejitve lastništva posamezne vrste naložb (Davis, 2001, str. 18). Instrumenti, katerih lastništvo je omejeno, so tisti z visoko spremenljivostjo cen in/ali nizko likvidnostjo. Pokojninski skladi so zaradi finančne varnosti omejeni na področju investiranja v premoženje sponzorskega podjetja z namenom neposredne zaščite proti tveganju nesolventnosti sponzorja in pojavu konfliktov interesov. Te omejitve se ne nanašajo na rezerve polnih pokojninskih skladov, kakršni so na Japonskem, v Nemčiji, Luksemburgu in Švedskem, kjer je 100% premoženja naloženega v

podjetje sponzorja (Bešter, 1996, str. 38). Nadalje so navadno še omejitve na delež premoženja investitorja, izpostavljenega posameznemu posojilojemalcu ali posameznemu delu realnega premoženja.

Količinske omejitve naložb se nanašajo na celotno premoženje. Pokojninski skladi se soočajo s tveganjem naraščajočih nominalnih obveznosti in premoženja, zato je potrebno uskladiti razmerje med tveganjem in donosom (Davis, 2001, str. 25). Ustrezna diverzifikacija premoženja lahko izključi kakršno koli posebno tveganje lastništva posameznega vrednostnega papirja ali vrste premoženja. Gospodarski cikli in trgi posameznih držav so nepopolno povezani, zato mednarodna diverzifikacija vpliva na znižanje drugače nediverzificiranega ali sistematičnega tveganja (Davis, 1995, str. 24). Pri količinskih omejitvah naložb so pokojninski skladi eksplicitno ali implicitno zavezani nalagati premoženje v državne obveznice, ki se poplačajo iz naslova davčnih prihodkov. To pomeni, da ni nobene koristi od kapitalskega načina financiranja in so zasebni pokojninski načrti dejansko enaki javnim, ki temeljijo na sistemu sprotnega financiranja.

Količinske omejitve naložb so posebej neprimerne za pokojninske načrte z vnaprej določenimi pravicami in tako dodajajo dodatni odbijač za upravičence ter delitev tveganja med mlajšimi in starejšimi delavci in če je treba pravice uskladiti z inflacijo. V takšnih primerih omejitve vplivajo na stroške podjetij, ki zagotavljajo pokojnine, če omejujejo upravljavce pri izbiri med tveganjem in donosom, jih prisilijo k lastništvu nizko donosnega premoženja ter verjetno povečajo njihova tveganja in stroške z omejevanjem njihovih možnosti razpršitve premoženja. Količinske omejitve preprečujejo upravljavcem doseganje meje učinkovitih portfeljev, ki omogoča doseganje maksimalnih donosov ob danem tveganju.

4.2.2 Omejitve, povezane z načelom preudarnega gospodarjenja

Načelo preudarnega gospodarjenja je koncept, pri katerem se naložbe oblikujejo preudarno. Cilj načela je zagotoviti ustrezno stopnjo diverzifikacije premoženja, torej zavarovati upravičence pred nesolventnostjo (plačilno nesposobnostjo) sponzorja in naložbenim tveganjem. Dolgoročni investitorji (pokojninski skladi in življenjske zavarovalnice) bodo pravilo preudarnega gospodarjenja izvajali z metodo primerjanja vrednosti sredstev z vrednostjo prevzetih obveznosti.

Logika količinskih omejitev ali načela preudarnega gospodarjenja je, da je preudarnost enaka varnosti. Celotno tveganje premoženja pokojninskega sklada ne sme preseči določene stopnje, upoštevajoč željo sponzorjev pokojninskih skladov, da so kolikor je mogoče konkurenčni ali imajo nizke stroške. To vodi h količinskemu vidiku preudarnosti, ki je osredotočen na idejo, da je mogoče preverjati, ali je bila odločitev za naložbo preudarna ob danem času ali ne. Model učinkovito testira naložbene vrste, vrste premoženja in rezultat naložbe. Takšne količinske omejitve glede razporeditve premoženja vključujejo omejitve na lastništvo premoženja z relativno spremenljivimi nominalnimi donosi, nizko likvidnostjo ali visokim kreditnim tveganjem, kot so delnice, tvegani kapital, nekotirajoče delnice in nepremičnine,

prav tako naložbe v tuje premoženje, celo če je njihov povprečni donos razmeroma visok (Davis, 2001, str. 18). Cilj je zavarovati upravičence pred nesolventnostjo delodajalcev, naložbenim tveganjem, z zagotavljanjem ustrezne diverzifikacije premoženja.

Načelo preudarnega gospodarjenja je osredotočeno na obnašanje upravljavcev. Proces oblikovanja naložb je ključen test preudarnosti. Bolj specifično: v takem primeru je to test obnašanja upravljavca, institucionalnega investitorja in proces odločanja o razporeditvi sredstev. Pričakuje se, da ima institucija jasno oblikovano pisno izjavo o naložbeni politiki.

Treba je omeniti, da sta ti dve skrajni vrsti omejitev naložb redko sprejeti, pogosto se uporablja stopnja mešanice obeh. Načelo preudarnega gospodarjenja navadno spremljajo količinske omejitve naložb na področju samoinvestiranja, medtem ko nekatere druge države s količinskimi omejitvami naložb lahko predstavijo koncepte maksimizacije varnosti in dobičkonosnosti v skladu z njihovimi naložbenimi zakoni. Količinske omejitve so redko povečane do zahteve uporabe specifičnih metod in ciljev za usklajevanje zapadlosti.

Zakonski predpisi o naložbah pokojninskih skladov so namenjeni zaščiti članov posameznih pokojninskih načrtov. Namen uporabe zakonskih predpisov o naložbah ima širši makroekonomski pomen, in sicer upošteva vpliv pokojninskih skladov na trg kapitala in trg dela. Včasih se državam zdi, da morajo vplivati tudi na strukturo naložb pokojninskih skladov na trgu kapitala. Usmeritve toka naložb so lahko naslednje (Dickinson, 2001, str. 2):

- spodbujajo določen segment domačega trga kapitala, kot so naložbe v mala podjetja, ki niso uvrščena na trg vrednostnih papirjev ali ovirajo preveliko spodbudo za naložbe na trg nepremičnin;
- spodbujajo tok sredstev v državne vrednostne papirje in v projekte, ki jih financira država;
- poskušajo zagotoviti, da domači prihranki ostanejo v domačem finančnem prostoru in se ne naložijo v tuje premoženje.

Doseganje kriterijev naložbene in stroškovne učinkovitosti pokojninskih skladov zahteva liberalne zakonske predpise v naložbeni strategiji (Bešter, 2000, str. 49). To pomeni, da morajo biti pokojninski skladi svobodni pri oblikovanju naložbene politike, tako da sledijo načelu preudarnosti in upoštevajo omejitve oziroma prepovedi vlaganja v podjetje, ki je ustanovitelj sklada oziroma plačuje prispevke v korist zaposlenih.

V naslednji točki predstavljamo negativne učinke količinskih omejitev naložb na poslovanje pokojninskih skladov, na upravljanje premoženja in na gospodarstvo kot celoto ter ustreznost količinskih omejitev v razvijajočih se tržnih gospodarstvih.

4.3 Učinki količinskih omejitev na strukturo naložb

Količinske omejitve naložb imajo negativen vpliv na proces optimalne razporeditve premoženja in izbire posameznega vrednostnega papirja. Posledica tega vpliva je izbira neoptimalnega razmerja med pričakovanim donosom in sprejemljivo stopnjo tveganja (Davis, 2001, str. 19).

Negativni učinki količinskih omejitev naložb segajo na področje poslovanja pokojninskih skladov, profesionalnega upravljanja premoženja pokojninskih skladov in na gospodarstvo kot celoto. Poglejmo si jih podrobneje.

4.3.1 Vpliv količinskih omejitev naložb na poslovanje pokojninskih skladov

Negativni učinki količinskih omejitev naložb na poslovanje pokojninskih skladov (Davis, 2001, str. 19, Davis, 2002, str. 23, Yermo, 2000, str. 2) so predvsem naslednji:

- količinske omejitve naložb ovirajo usklajevanje naložbene politike pokojninskega sklada z obveznostmi. Zrel pokojninski sklad¹⁷ bo imel več obveznosti s krajšim časovnim horizontom in bo bolj nenaklonjen tveganju kot sklad, ki še ni dosegel zrelosti (mlad);
- omejitve otežujejo ali celo onemogočajo uporabo imunizacije in metod uravnavanja naložb z obveznostmi za usklajevanje dospelosti/zapadlosti (angl. Maturity Matching). To bi lahko zahtevalo precejšnje odmike premoženja med delnicami in obveznicami kot tudi uporabo izvedenih finančnih instrumentov;
- zahteve po visokih deležih obveznic in po visokih deležih premoženja v domače naložbe spodbujajo lastništvo premoženja, ki je pod mejo učinkovitosti (pod optimalnim razmerjem med sprejemljivo stopnjo tveganja in donosnostjo);
- količinske omejitve naložb so pretirano osredotočene na tveganje in likvidnost posameznih naložb in ob tem pozabljajo na dejstvo, da se na ravni celotnega premoženja z ustrezno diverzifikacijo premoženja zmanjša tveganje neizpolnitve obveznosti (kreditno tveganje) in cenovne občutljivosti. Likvidnostno tveganje je odvisno od celotnega likvidnostnega položaja investitorja in ne od lastništva posameznih instrumentov;
- količinske omejitve naložb omejujejo uporabo izvedenih finančnih instrumentov in silijo pokojninske sklade bodisi k lastništvu nizko donosnih naložb (v škodo lastnikov polic, točk vzajemnih skladov) bodisi k izpostavljenosti nepotrebnim tveganjem;
- količinske omejitve naložb se težko prilagajajo strukturnim spremembam na finančnih trgih, kot so zmanjšanje izdaj državnih obveznic in razvoj trgov podjetniških obveznic v območju evra;
- dosledno izvajanje predpisanih omejitev daje spodbudo upravljavcem premoženja, da deleži tveganega premoženja ne dosegajo zgornjih dovoljenih vrednosti posameznih

¹⁷ Pokojninski sklad je zrel, ko je znesek vplačanih prispevkov približno enak znesku izplačanih pokojnin (Igličar, 1992, str. 33). Z leti delovanja pokojninskega sklada število upravičencev do pokojnin narašča, s tem pa tudi znesek izplačanih pokojnin.

omejitev, z namenom izogniti se preseganju omejitev, kadar cene vrednostnih papirjev naraščajo;

- omejitve spodbujajo nizke stopnje presežnih sredstev nad obveznostmi pri pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi pravicami, kar daje nizke stopnje donosnosti na kapital, ki ga imajo;
- količinske omejitve naložb vzpodbujajo takšne strategije naložb, ki so v skladu z zakonskimi omejitvami, namesto da bi upravljavci skušali doseči visoke stopnje donosa ob hkratnem obvladovanju tveganja in druge cilje, ki pripomorejo k uspešnosti sklada;
- s količinskimi omejitvami vlade silijo pokojninske sklade v financiranje proračunskih potreb;
- količinske omejitve tujih naložb vplivajo na znižanje učinkovitosti diverzifikacije na temelju mednarodnih naložb. Dovoljenje za naložbe v tujino je še posebej pomembno za države z majhnim in nerazvitim trgom kapitala. Koncentracija naložb pokojninskih skladov na domačih trgih vodi do nepotrebnega tveganja nerazpršenosti, kar povečuje izpostavljenost makroekonomskim tveganjem, ki izhajajo iz asimetričnih šokov domačega gospodarstva. Pred valutnim tveganjem se lahko zavarujejo, če je dovoljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov;
- količinske omejitve naložb so manj pomembne glede zavarovanja solventnosti pri pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki. Izvajalec pokojninskega načrta ne prevzema tveganja solventnosti, tveganje je preneseno na člane pokojninskega načrta.

Zakonsko predpisane količinske omejitve so nefleksibilne, zato ne omogočajo hitrega prilagajanja spremenjenim gospodarskim okoliščinam, spremembam na trgih kapitala, valutnih trgih in nepremičninskih trgih (Davis, 2002, str. 23). Na osnovi zgoraj zapisanih učinkov ugotovimo, da količinske omejitve naložb ne znižujejo naložbenega tveganja, pač pa ga lahko celo povečujejo, zlasti še t.i. valutno in deželno tveganje¹⁸ (Bešter, 2000, str. 49).

4.3.2 Škodljivi učinki količinskih omejitev naložb

Količinske omejitve naložb zavirajo konkurenco med upravljavci premoženja, kajti njihova glavna naloga je oblikovanje take strukture premoženja, ki je v skladu z zakonsko predpisanimi omejitvami naložb. To pomeni, da tovrstni zakonski predpisi ne spodbujajo pokojninskih skladov k izbiri uspešnih upravljavcev naložb, ki so sposobni dosegati višje donose ob hkratnem obvladovanju tveganj z razpršitvijo premoženja v različne vrste domačih in tujih naložb. Škodljiv vpliv zakonskih predpisov na razvoj profesionalnega upravljanja premoženja se kaže tudi s prepovedjo vstopa tujih upravljavcev na trg pokojninskih skladov posameznih držav (Davis, 2001, str. 21, Yermo, 2000, str. 2).

¹⁸ Valutno tveganje označuje tveganje spremembe deviznega tečaja. Deželno tveganje označuje tveganje, da dolžniki zaradi političnih ali ekonomskih razmer v določeni državi niso pripravljeni ali niso sposobni poravnati svojih dolgov (Ribnikar 1999, str. 44). Pri tem dolžnik ni v isti državi kot upnik.

Učinki količinski omejitve naložb so škodljivi tudi **za gospodarstvo kot celoto**. Zakonski predpisi o količinskih omejitvah naložb vodijo do neučinkovite razporeditve kapitala, ki vpliva na upočasnitev gospodarske rasti in zaposlenosti (Davis, 2001, str. 21). Omejitve deležev naložb v nekotirajoče delnice in tvegani kapital¹⁹ ovirajo dinamiko razvoja sektorja malega gospodarstva, ki generira večino novih zaposlitev. Količinske omejitve naložb ovirajo ustvarjanje novih delovnih mest, saj povzročajo višje stroške dela. Delodajalci morajo plačevati višje prispevke, da bi zagotovili primerno raven pokojninskih prejemkov za svoje zaposlene (Yermo, 2003a, str. 2).

4.3.3 Količinske omejitve naložb v razvijajočih se tržnih gospodarstvih

Učinki količinskih omejitev naložb niso vedno negativni in škodljivi. Okoliščine, v katerih so količinske omejitve naložb lahko primerne ali celo nujne, so naslednje:

- stroge količinske omejitve naložb pokojninskih skladov v posamezne vrste naložb, zlasti v delnice in tuje vrednostne papirje, so dopustne le v začetnih letih reforme pokojninskega sistema, če je sprejetje konservativne politike naložb povezano z izvajanjem reforme in odobritvijo zasebnih pokojninskih načrtov (Vittas, 2002, str. 20);
- količinske omejitve naložb so primerne, kadar so upravljavci pokojninskih skladov in nadzorni organi zelo neizkušeni, trgi vrednostnih papirjev zelo nestanovitni in dovzetni za različne manipulacije insajderjev. Omejitve naj bi bile le začasne narave. Sprostitev količinskih omejitev naložb je primerna, ko si strokovnjaki pridobijo ustrezna znanja in izkušnje;
- omejitve naložb v domače premoženje so smiselne pri majhnem domačem trgu kapitala, da se zagotoviti primerna razpršitev in likvidnost premoženja. S širjenjem in poglobljanjem kapitalskih trgov potrebe po omejitvah niso več potrebne. Tako bi ob oblikovanju EMU pričakovali odpravo strogih zakonskih omejitev naložb, vendar se jim številne pomembne države evro območja še vedno niso odpovedale;
- države se skušajo z uporabo količinskih omejitev naložb izogniti kritju izgub, ki so posledica nepreudarnega investiranja;
- količinske omejitve naložb so potrebne za razcvet domačega trga kapitala, ki se doseže z odprtostjo trga za tuje naložbe. Medtem ko mednarodne naložbe pokojninskih skladov zmanjšajo njihovo izpostavljenost tveganju;
- količinske omejitve za samoinvestiranje so ustrezne v pomenu preprečevanja koncentracije tveganja;
- kadar se upravljavci ne zavedajo dovolj svojih odgovornosti in se odločijo za strategije, ki niso v skladu z interesi pokojninskega sklada;

¹⁹ Tvegani kapital je alternativna oblika financiranja začetka poslovanja, zgodnjega razvoja, razširitve ali celo preobrazbe, pa tudi akvizicije drugih podjetij, nove proizvodnje linije, razširitve obratnega kapitala ali samo zmanjšanja dolgov podjetja (Vahčić, 1995, str. 18).

- kadar nadzorni organi dvomijo o učinkovitosti notranjih kontrol v pokojninskih skladih, prav tako o sposobnosti panoge po samoregulaciji in s tem povezanimi strukturami upravljanja. Tudi ta argument v prid omejitev je začasen.

Upravljavcem premoženja manjka potrebnega znanja in izkušenj pri oblikovanju in izvajanju strategij diverzifikacije premoženja. Količinske omejitve naložb služijo upravljavcem kot vodilo, dokler ne postanejo dovolj izkušeni. Vplivajo na zmanjšanje nesolventnosti pokojninskih načrtov in zmanjšanje potreb po zavarovanih pokojninskih načrtih. Upravičenost količinskih omejitev se zmanjša s pridobitvijo izkušenj upravljavcev.

Uporaba količinskih omejitev za naložbe v domače premoženje je ustrezna, kadar želimo vzpostaviti tržno ravnovesje, vplivati na zmanjšanje državnega dolga in na oviranje delničarskega aktivizma pokojninskih skladov (Yermo, 2000, str. 2). S predpisanimi omejitvami naložb v tuje premoženje ima država kontrolo nad odlivom kapitala.

Količinske omejitve naložb omogočajo enostavno preverjanje in nadzorovanje izpolnjevanja predpisanih omejitev. Uporabljajo se kot zaščita pred nepreudarnim ravnanjem pokojninskih skladov. Na podlagi zgornjih trditev bi se morale količinske omejitve naložb sprostiti, ko finančni trgi dosežejo ustrezno stopnjo zrelosti in razvitosti.

4.4 Učinki načela preudarnega gospodarjenja

Načelo preudarnosti kot temeljno načelo kapitalskih vlaganj premoženja pokojninskih skladov je kompleksna in pomembna zakonska usmeritev, ki jo sestavlja več osnovnih dolžnosti in načel. Vključuje dolžnost preudarnega ravnanja pri upravljanju pokojninskega sklada in njegovega premoženja, dolžnost zanesljivosti (poštenosti) do pokojninskega sklada in njegovih članov, načelo diverzifikacije, ki zahteva, da so naložbe premoženja pokojninskega sklada ustrezno diverzificirane in da se z njimi izognemo nezajamčenemu tveganju (Galer, 2002, str. 3). Načelo se lahko razlikuje glede na okoliščine razvoja dogodkov, zato igrajo zakonodajalci, nadzorniki in sodstvo pomembno vlogo pri oblikovanju uporabe načela glede na različne načine upravljanja premoženja pokojninskih skladov. Načelo preudarnega gospodarjenja je uporabno tudi ob novih teorijah in praksah upravljanja naložb ter novih finančnih instrumentih.

4.4.1 Vpliv na upravljanje naložb

Načelo preudarnosti obsega dolžnosti in obveznosti, ki jih morajo pri opravljanju svoje dejavnosti upoštevati upravljavci premoženja pokojninskih načrtov ali skladov. Poudarja pomen preudarnega odločanja in učinkovitega procesa upravljanja pokojninskih skladov. Upravljanje premoženja mora biti pravno ločeno od sponzorjev (delodajalcev) pokojninskega načrta in drugih finančnih institucij, povezanih s pokojninskim načrtom.

Z zahtevo po lojalnosti se izpostavi dolžnost izvajalcev pokojninskega načrta, da ga vodijo v skladu z interesi članov in upravičencev pokojninskega načrta, in sicer v skladu z njihovimi »najboljšimi«, »edinimi« ali »izključnimi interesi« (Galer, 2002, str. 48). Pri tem je pomembno, da imajo upravljavci premoženja ustrezno strokovno znanje, bogate izkušnje s področja upravljanja premoženja in pridobljen ugled.

Načelo izpostavi zahtevo po ustrezni razpršenosti sredstev posameznega pokojninskega načrta. Sredstva morajo biti razpršena med ustrezne vrste naložb in med posamezne naložbe znotraj posamezne vrste, da se pokojninski načrti izognejo neupravičeni koncentraciji naložb in akumulaciji tveganja premoženja.

V skladu z zgornjimi opredelitvami lahko povzamemo, da je v okviru načela preudarnosti izjemnega pomena obvezna pravna ločitev upravljavca od sponzorja pokojninskega načrta, dolžnost preudarnega ravnanja v procesu upravljanja, lojalnost in zahteva po razpršenosti sredstev. Načelo preudarnosti je bilo v preteklosti osredotočeno na ohranitev kapitala pokojninskih skladov in je izražalo izrazito nenaklonjenost tveganju s prepovedmi investiranja v številne vrste naložb (Galer, 2002, str. 54). Ob sodnih sporih ali kršitvah obveznosti so sodišča naložbene odločitve upravljavcev pregledovale na podlagi posameznih naložb. Z razvojem načela preudarnosti in uvedbo načela v zakonske predpise pokojninskih zavarovanj posameznih držav so se tudi sodišča osredotočila na analizo, ali posamezne naložbe ustrezajo načelu preudarnosti. Načelo preudarnosti uporabljajo tako pokojninski načrti z določenimi pravicami kot pokojninski načrti z določenimi prispevki. Pri pokojninskih načrtih z določenimi prispevki morajo upravljavci zagotoviti ustrezen seznam naložbenih možnosti članom, upoštevati starostno strukturo članov in njihove potrebe ter stroške povezane z razpoložljivimi naložbenimi možnostmi. Upravljavci oblikujejo naložbeno politiko in primerjajo uspešnost upravljanja premoženja z izbranimi primerjalnimi vrednostmi košaric vrednostnih papirjev (benchmarki), ki so uporabne za merjenje in nadzorovanje naložb pokojninskega sklada.

Benchmarking je stalen proces primerjanja ustvarjene donosnosti premoženja z donosnostjo izbranega indeksa. Pomaga zadostiti osnovnemu vidiku načela preudarnosti. Poznamo dve vrsti benchmarkinga (Galer, 2002, str. 59):

- uporaba ustreznega tržnega indeksa ali enakega povprečja, ki ga skrbniki uporabijo kot podlago za primerjavo uspešnosti upravljanja upravljavcev²⁰,
- upravljavci sami uporabijo tržni indeks, na podlagi katerega zgradijo strukturo celotnega premoženja ali strukturo posamezne vrste naložb.

²⁰ Upravljavci so potencialno zakonsko odgovorni glede obveznosti, če je uspešnost njihovega upravljanja konsistentno pod povprečjem.

Primerjanje uspešnosti upravljanja premoženja z uporabo tržnih indeksov lahko pripelje do črednega učinka (Galer, 2002, str. 60). Čredni učinek lahko predstavimo kot pretirano naklonjenost upravljavcev povprečju in ima lahko potencialno neželene nasprotne učinke. Če se pokojninski skladi poslužujejo enakih indeksov in orodij primerjanja ustvarjenih vrednosti, bodo imeli podobne, če že ne enake strukture naložb premoženja. Še več, če so upravljavci izpostavljeni prevelikim spodbudam za upravljanje premoženja v skladu s povprečji, lahko vpliva na inovacije novih finančnih instrumentov in ustreznega prevzemanja tveganja.

Načela preudarnega gospodarjenja zahtevajo visoko stopnjo transparentnosti pokojninskih skladov in strog nadzor nad malomarnim delovanjem ali zlorabo položaja upravljavcev skladov ter nad kvaliteto opravljanja poklicne dolžnosti upravljavcev.

4.4.2 Dejavniki uspešnega izvajanja načela preudarnosti

Za uspešno izvajanje načela preudarnosti v procesu upravljanja premoženja pokojninskih skladov je ključnih kar nekaj dejavnikov. Naj izpostavimo nekatere.²¹

Zakonodajne in nadzorne oblasti z načelom preudarnega gospodarjenja oblikujejo pravila, ki upravljavcem pokojninskih skladov omogočajo sprejemanje ustreznih odločitev v procesu upravljanja. Pismo oblikovana naložbena politika služi kot usmeritev upravljavcem v procesu odločanja. Pri oblikovanju ustreznih predpisov s področja upravljanja morajo zakonodajalci upoštevati vlogo različnih nadzornih organov, skrbnikov in drugih, z določenimi odgovornostmi nadzora. Neodvisni strokovnjaki in upravljavci imajo pomembno vlogo pri procesu upravljanja.

Zakonski predpisi vplivajo na način uporabe načela s strani skrbnikov in na omejevanje posameznih aktivnosti. Učinkovitost zakonodajalca se neposredno kaže v obliki sankcij ali kazni ob neupoštevanju predpisov. Zakonodajalci lahko pozitivno ali negativno vplivajo na uporabo različnih naložbenih strategij. Posebej pomembna funkcija zakonodaje se kaže v upočasnitvi ali spodbuditvi uvedbe novih naložbenih instrumentov in tehnik upravljanja s tveganjem. Z opredelitvijo uporabe izvedenih finančnih instrumentov v procesu izvajanja naložbene politike pokojninskih skladov zakonodajne oblasti vplivajo na natančen razvoj dogodkov.

Ključni dejavnik za uspešno izvajanje načela je sposobnost nadzornih organov in članov pokojninskih načrtov nadzorovati upravljanje in druge dejavnosti upravljavcev. Člani pokojninskih načrtov in nadzorni organi pridobijo ustrezne razpoložljive informacije le, če je vzpostavljen režim učinkovitega načina poročanja in razkritja rezultatov poslovanja. Nadzorni organi in člani morajo imeti pravico začeti pravne postopke, če so ugotovljene nepravilnosti.

²¹ Povzeto po Galer (2002, str. 61-64).

Sodne oblasti so in bodo igrale pomembno vlogo v razvoju, interpretaciji, uporabi in spodbujanju načela preudarnosti tam, kjer je to predpisano. V primerjavi s količinskimi omejitvami, ki so preproste za uporabo, se načelo preudarnosti nanaša predvsem na strokovno mnenje o ustreznosti postopkov in procesa upravljanja ter racionalnosti investicijskih odločitev.

Velikost dovoljenih odmikov od načela preudarnosti ob kršitvah in ob finančnih izgubah pokojninskih skladov bo neposredno vplivala na obseg sporov ali številnih upravnih postopkov, ki jih lahko sprožijo člani pokojninskih načrtov. Porušeno ustrezno ravnotežje, grožnja spora, nadzor, dolžnost in sankcije imajo varovalne učinke na neustrezno upravljanje.

4.5 Zakonodaja na področju strukture naložb pokojninskih skladov

V tej točki predstavljamo pregled zakonodajnega okvira omejitev naložb za pokojninske sklade po posameznih geografskih področjih. Vsebina te točke predstavlja podlago za podrobno analizo zakonsko predpisanih omejitev naložb pokojninskih skladov po proučevanih državah posameznih geografskih področij.

Zakonski predpisi s področja delovanja in nadzora zasebnih pokojninskih skladov morajo biti učinkoviti in omogočati razvoj ustrezne infrastrukture, ki pokojninskim skladom omogoča učinkovito razporeditev privarčevanih sredstev in razpršitev tveganj (Blommestein, 2001, str. 19).

4.5.1 Usmeritve OECD glede poslovanja zasebnih pokojninskih načrtov

OECD je mednarodna organizacija, katere namen je pospeševati sodelovanje med 30 državami članicami in razvijati sodelovanje z drugimi državami. To je organizacija, ki daje prostor za izmenjavo mnenj posameznih držav, diskusijo o splošnih zadevah in razvoju usmeritev za široko področje problemov.

OECD zbira obilico primerljivih podatkov in pospešuje mednarodne standarde primerne za svetovno ekonomijo. Raziskave in analize s področja zasebnih pokojninskih načrtov OECD vodi prek delovne skupine za zasebne pokojninske načrte (angl. Working Party on Private Pensions)²². Predlogi OECD se objavijo v obliki nezavezujočih priporočil, načel in usmeritev.

Poslanstvo OECD je pomagati državam pri razvoju ustreznega zakonodajnega in nadzornega okvira, ki ščiti pravice članov, upravičencev in zagotavlja finančno varnost pokojninskih načrtov in pokojninskih skladov. V skladu s poslanstvom oblikuje predloge, ki jih objavi v obliki nezavezujočih priporočil, načel in usmeritev.

²² Delovno skupino sestavljajo pomembni predstavniki zakonodajnih in nadzornih oblasti posameznih držav, akademiki, predstavniki zasebnega sektorja. Delovno skupino lahko opredelimo kot mednarodni forum z visokim strokovnim znanjem na svojem področju.

Junija 1999 je zavarovalni odbor OECD potrdil izbrana načela o zakonskih usmeritvah naložb zavarovalnic in pokojninskih skladov (Selected Principles for Regulation of Investments by Insurance Companies and Pension Funds, 2004, str. 3). Načela vsebujejo temeljna priporočila s področja naložb premoženja zavarovalnic in pokojninskih skladov, ki temeljijo na potrebi zagotavljanja varnosti in donosnosti sredstev zavarovalnic in pokojninskih skladov. Zakonski predpisi o naložbah morajo zasledovati dva cilja: cilj varnosti in dobičkonosnosti investiranih sredstev. Predpisi o naložbah so usmerjeni k finančni trdnosti institucij in osredotočenju na usklajevanje sredstev z obveznostmi.

Načela opredeljujejo, da je ne glede na vrsto zakonskih predpisov o naložbah (načelo preudarnosti ali količinske omejitve) pomembno strogo upoštevanje temeljnih predpisov:

- diverzifikacija in razpršitev premoženja,
- usklajevanje zapadlosti (vključujoč princip likvidnosti),
- valutna usklajenost kot osnovno naložbeno načelo.

V okviru količinskih omejitev naložb ni primerno predpisovanje minimalnih deležev za posamezno vrsto naložb, razen v izjemnih primerih, iz preudarnih razlogov. Načela dopuščajo institucijam, da presežejo zgornje vrednosti predpisanih omejitev naložb pod določenimi pogoji in da so presežne naložbe predhodno potrjene s strani nadzornih institucij. Treba je upoštevati način vrednotenja naložb in dejanski vpliv vrednotenja na količinske omejitve. Naložbe v posamezno vrsto premoženja so omejene kot delež celotnega zavarovalniškega ali pokojninskega premoženja. Naložbe v samoinvesticije morajo biti strogo omejene. Načelo priporoča najvišje dovoljene vrednosti med 5 in 10%. Določene vrste naložb so strogo omejene (npr. posojila brez ustrezne garancije, nekotirajoče delnice, delnice podjetij, ki nosijo glavna tveganja konflikta interesov). Dovoljena je uporaba izvedenih finančnih instrumentov kot instrumenta upravljanja. Zapadlost pokojninskih skladov je treba upoštevati pri oblikovanju in izvajanju naložbenih strategij. V okviru načela preudarnosti se poudarja pomen strokovne usposobljenosti in znanja upravljavcev.

Delovna skupina za zasebne pokojninske načrte v okviru OECD (angl. Working Party on Private Pensions) je oblikovala 15 osnovnih načel v povezavi s poslovanjem zasebnih poklicnih pokojninskih načrtov, ki so edini mednarodno uveljavljeni standardi za zasebne pokojninske sisteme. Načela so bila potrjena novembra 2000. V juliju 2002 je delovna skupina potrdila usmeritve s področja upravljanja pokojninskih skladov, ki vsebujejo temeljna pravila za izbiro vodstvenih organov, opredelitev njihovih odgovornosti, vlogo nadzornih organov, aktuarjev in skrbnikov pri nadzorovanju dejavnosti sklada (Strengthening Private Pensions, 2003, str. 15). Usmeritve s področja pravic članov in upravičencev poklicnih pokojninskih načrtov je delovna skupina sprejela septembra 2003. Te usmeritve vsebujejo pravico do nediskriminatornega dostopa do pokojninskih načrtov, zaščito pridobljenih pravic, prenosljivost pokojninskih prihrankov, razkritje informacij in pravico do nadomestila (Strengthening Private Pensions, 2003, str. 16).

Nadzorovanje razvoja zasebnih pokojninskih sistemov je ena ključnih aktivnosti delovne skupine. V preteklih letih je bila njena pozornost namenjena razvoju poklicnih pokojninskih sistemov in strukturnim reformam javnih pokojninskih sistemov v nekaterih državah OECD, kar je pripeljalo do oblikovanja obveznih pokojninskih skladov. Novi projekti delovne skupine potekajo na različnih področjih:

- reforme zakonskih omejitev naložb (npr. sprostitev naložbenih omejitev ali izvedba načela preudarnosti);
- poslovanje in rast premoženja pokojninskih skladov;
- državno financiranje pokojninskih načrtov določenih pravic in razlike med državami v metodologiji merjenja vrzeli financiranja (angl. Funding Gap);
- razvoj rentnih trgov in drugih trgov produktov pokojninskega zavarovanja.

OECD je v jeseni 2003 objavil združitev 15 načel o poslovanju zasebnih poklicnih pokojninskih načrtov v 7 osrednjih načel zaradi lažjega ocenjevanja izvršitve posameznega načela. Pri vsakem posameznem načelu so zapisani cilji, ki jih le-to prinaša. Opredeljeni so dejavniki, ki ponazarjajo dobro prakso, kakršne naj se poslužujejo zakonski predpisi posameznih držav. Prakse posameznih držav se pri izvajanju posameznih načel razlikujejo. 21. julija 2004 je OECD objavila preoblikovana načela v 6 osrednjih načel o poslovanju zasebnih pokojninskih načrtov (OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pensions Regulation, 2004).

Prvo načelo prinaša smernice za učinkovite zakonske predpise in nadzor. Drugo načelo govori o oblikovanju pokojninskih načrtov, skladov in družb za upravljanje. Tretje načelo je namenjeno opredelitvi obveznosti pokojninskih načrtov, načinom financiranja pokojninskih načrtov, prenehanju poslovanja pokojninskih načrtov in zavarovanja pokojninskih načrtov. Četrto načelo govori o upravljanju z naložbami pokojninskih načrtov. V petem so opredeljene pravice članov, upravičencev in ustreznost pokojninskih načrtov. Šesto načelo opredeljuje učinkovitost nadzora nad poslovanjem pokojninskih skladov in načrtov, finančno kontrolo, aktuarsko dejavnost in nadzor nad upravljavci.

Podrobno si bomo pogledali priporočila in cilje, ki jih prinaša za nas najpomembnejše²³, t. j. 4. načelo oziroma načelo upravljanja (OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pensions Regulation, 2004, str. 6). V skladu z zakonskimi predpisi je treba opredeliti osnovo za vrednotenje premoženja pokojninskih skladov. Zakonski predpisi s področja naložb morajo temeljiti na načelih preudarnosti, kot so diverzifikacija, razpršitev, zapadlost in upravljanje z valutnim tveganjem. Načelo preudarnosti se nanaša na upravljanje in zahteva od upravljavca:

- lojalnost, to je obveznost sprejemati investicijske odločitve v skladu z interesi pokojninskega načrta oziroma njihovih članov,

²³ Najpomembnejše načelo je 4. načelo, v katerem so opredeljene dovoljene vrste in omejitve naložb pokojninskih skladov, ki so osrednja nit magistrskega dela.

- dolžnost raziskati in nadzorovati naložbe.

Zakonski predpisi lahko vključujejo najvišje dovoljene stopnje posameznih vrst naložb, ki pa morajo biti skladne z načeli diverzifikacije, razpršitve, zapadlosti in upravljanja s tveganjem. Samoinvesticije morajo biti prepovedane ali omejene. Predpisi naj bi pospešili liberalizacijo naložb v tujino. Institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje so dolžne oblikovati in izvajati sprejeto naložbeno politiko.

4.5.2 Usmeritve/predpisi Evropske unije (EU) glede poklicnih pokojninskih zavarovanj

Organi Evropske unije so bili do sprejetja Direktive 2003/41/ES o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje zaskrbljeni, kajti pokojninski skladi so bili kljub svoji velikosti edino področje finančne industrije, ki ni doseglo niti minimalne stopnje harmonizacije predpisov (Bešter, 2000, str. 48).

Tudi države članice EU se soočajo s problematiko pokojninskih zavarovanj. Čeprav je za evropske države značilno, da so izrazite zagovornice socialne države, pa postaja pomen pokojninskih skladov oziroma varčevanja posameznikov za starost v zadnjih letih vse večji. Razvitost poklicnih pokojninskih zavarovanj se po posameznih državah razlikuje, razlike pa izhajajo predvsem iz različnih ureditev sistemov socialne varnosti in razlik v zgodovinskem razvoju posameznih sistemov (Pecman, 2004, str. 18).

Institucije poklicnih pokojninskih zavarovanj imajo pomembno vlogo v sistemu pokojninskega zavarovanja, saj je ugotovljeno, da je okrog 25% delovno aktivnega prebivalstva držav članic EU vključenih v poklicne pokojninske načrte. Sredstva teh institucij presegajo 2.000 milijard evrov, kar je približno 25% bruto domačega proizvoda EU (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Activities of the Institutions for Occupational Retirement Provision, 2000, str. 2).

Evropska komisija je novembra 2000 predstavila predlog Direktive o dejavnostih in nadzoru institucij, ki izvajajo poklicna pokojninska zavarovanja. Glede na to, da poklicna pokojninska zavarovanja pridobivajo čedalje večji socialni in ekonomski pomen, se je Komisija odločila, da je treba poenotiti delovanje teh institucij in vzpostaviti enotno evropsko zakonodajo ter jim tako omogočiti poslovanje na enotnem trgu²⁴. Organi EU so 3. junija 2003 v Luksemburgu sprejeli Direktivo 2003/41/ES o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje, katere cilj je zaščita prihodnjih upokojencev. Države članice EU morajo uskladiti državno zakonodajo z Direktivo 2003/41/ES najpozneje do 23. septembra 2005. Direktiva ureja delovanje tistih institucij, ki sklepajo naložbena pokojninska zavarovanja in so izključene iz sistemov socialne varnosti, hkrati pa v to direktivo niso zajete tiste finančne

²⁴ Enoten trg finančnih storitev v EU je pomemben za gospodarsko rast in oblikovanje novih delovnih mest v EU. Enoten finančni trg omogoča finančnim institucijam poslovanje v drugih državah članicah in zagotavlja uporabnikom finančnih storitev visoko stopnjo varnosti.

institucije, katerih delovanje je že pokrito z evropsko zakonodajo. Države članice EU so odgovorne za oblikovanje pokojninskih sistemov v posameznih državah članicah. Še posebej je pomembna njihova odgovornost za oblikovanje podrobnih zakonskih predpisov v okviru drugega stebra pokojninskega sistema, kjer je treba opredeliti odgovornosti in naloge institucij, ki izvajajo dodatno pokojninsko zavarovanje (kot so pokojninski skladi za posamezno panogo, podjetniški pokojninski skladi in življenjske zavarovalnice).

Cilji, ki jih Evropska komisija zasleduje z novo direktivo, so predvsem večja varnost in učinkovitost naložb pokojninskih skladov²⁵ ter vzpostavitev enotnega trga dodatnih pokojninskih zavarovanj, kar je povezano z vzpostavitvijo enotnega trga finančnih storitev. V tem pomenu naj bi uveljavitev določil direktive omogočila prosto izbiro upravljavcev premoženja in skrbnikov znotraj enotnega trga EU, izenačila pogoje delovanja med ponudniki teh storitev ter omogočila čezmejno delovanje institucij, kar je mogoče doseči z uskladitvijo pravil skrbnega in varnega poslovanja, medsebojnim priznavanjem nacionalnih sistemov ter medsebojnim priznavanjem in sodelovanjem nadzornih institucij. Vsaka država članica mora z zakonskimi predpisi zahtevati pravno ločitev institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje (upravljavca) od ustanoviteljskega podjetja (sponzorja), z namenom zavarovanja premoženja članov pokojninskega načrta ob morebitnem stečaju ustanoviteljskega podjetja. Le tako je mogoče zagotoviti popolno neodvisnost upravljavca, kar je glavni pogoj za učinkovito upravljanje sredstev prihodnjih upokojencev. Upravljavec se mora zavezati sprejemanju odločitev na podlagi strokovnih naložbenih meril in upoštevanja interesa zavarovancev. Institucija za poklicno pokojninsko zavarovanje ne sme opravljati nobene druge dejavnosti razen dejavnosti (prostovoljnega) dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Direktiva postavlja zahtevo po visoki stopnji transparentnosti institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje in strogih nadzornih kontrolah nad kakovostjo opravljanja dejavnosti teh institucij. Institucije so dolžne pripraviti letne računovodske izkaze in letna poročila, ki odražajo dejansko in pošteno stanje premoženja pokojninskih načrtov, obveznosti in finančnega položaja same institucije. Hkrati so institucije dolžne obveščati člane in upravičence o poslovanju in vseh pomembnih informacijah.

Direktiva opredeli kot temeljno načelo kapitalskih vlaganj institucij, ki izvajajo pokojninske načrte za dodatno pokojninsko zavarovanje, načelo preudarnega gospodarjenja. Načelo vključuje naslednje dolžnosti in obveznosti, ki jih morajo upoštevati institucije pri upravljanju, da lahko govorimo o učinkovitem procesu upravljanja in zagotavljanja visoke stopnje varnosti prejemkov bodočih upokojencev (Direktiva 2003/41/ES, 18. člen):

- zahtevo po lojalnosti. Dolžnost institucij, da upravljajo premoženje v skladu z interesi članov in upravičencev. Ob konfliktu interesov mora upravljavec poskrbeti, da se investicija izvrši v izključnem interesu članov in upravičencev;

²⁵ Prispevki, ki se plačujejo v pokojninske načrte dodatnega pokojninskega zavarovanja, so po svoji vsebini del plače, katerih poraba je odložena v prihodnost. Zato morajo biti naložbe pokojninskih načrtov varne in učinkovite.

- dolžnost institucije, da pri izbiri naložb posameznega pokojninskega načrta upošteva vrste in trajanje pričakovanih bodočih pokojnin, načela varnosti, kakovosti, likvidnosti in donosnosti premoženja kot celote;
- zahtevo po razpršitvi premoženja. Sredstva morajo biti razpršena med ustrezne vrste naložb in med posamezne naložbe znotraj posamezne vrste, da se pokojninski načrti izognejo neupravičeni koncentraciji naložb in kopičenju tveganja v premoženju kot celoti. V skladu s tem so postavljene omejitve samoinvestiranja. Naložbe v ustanoviteljsko podjetje (sponzorja) ne smejo presegati 5% celotnega premoženja pokojninskega načrta. Če ustanoviteljsko podjetje pripada skupini, naložbe v podjetja iste skupine ne smejo presegati 10% celotnega premoženja pokojninskega načrta. Posamezne države članice morajo v svoji zakonodaji prepovedati najemanje posojil ali delovanje v vlogi poroka. Izjemoma lahko institucijam dovolijo, da se za namene likvidnosti (za omejeno obdobje) lahko zadolžijo v določenem obsegu;
- dopustnost naložb v izvedene finančne instrumente. Institucije lahko imajo naložbe v izvedene finančne instrumente le pod pogojem, da te naložbe prispevajo k zmanjšanju naložbenih tveganj ali olajšajo učinkovito upravljanje premoženja.

Posamezne države članice EU lahko pri oblikovanju zakonskih predpisov o naložbah institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje uporabijo naložbene določbe, ki so podobne določbam Direktive 2002/83/ES o življenjskem zavarovanju. Oblikujejo lahko podrobnejša pravila, ki vključujejo uporabo strožjih naložbenih pravil (količinske omejitve), vendar samo če temeljijo na načelu preudarnosti.

Pri predpisovanju naložbenih pravil države članice ne smejo institucijam preprečiti, da do 70% vsega premoženja pokojninskega načrta naložijo v delnice, prenosljive vrednostne papirje, ki imajo značaj delnic, in podjetniške obveznice, s katerimi se trguje na urejenih trgih. Po potrebi in v skladu z upravičenimi razlogi lahko zakonodajalci posameznih držav oblikujejo nižjo mejo za institucije, ki zagotavljajo zajamčeno stopnjo donosa, nosijo naložbena tveganja in same zagotavljajo jamstvo. Do 30% vsega premoženja lahko institucije prostovoljnega pokojninskega zavarovanja naložijo v sredstva, nominirana v valutah, ki niso enake tistim valutam, v katerih so nominirane obveznosti (Direktiva 2003/41/ES, 18. člen).

4.5.3 Države Vzhodne Evrope (CEE)

Namen te točke je predstaviti zakonske okvire naložbenih omejitev v izbranih državah Vzhodne Evrope: Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska, Slovaška. Zakonske predpise o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb za Slovenijo predstavljamo posebej, in sicer v naslednji točki (glej točko 4.5.4).

Večina vzhodnoevropskih držav se je kmalu po prehodu v tržno gospodarstvo soočila s problemom nevzdržnosti javnih sistemov pokojninskega zavarovanja. Potrebe po reformi pokojninskih sistemov posameznih držav so se pojavile v različnih časovnih obdobjih. Vse

vzhodnoevropske države pa so reformo svojih pokojninskih sistemov izpeljale v zadnjem desetletju. Glavni cilj reforme pokojninskega sistema v vsaki posamezni državi je oblikovanje zasebnega sistema pokojninskega zavarovanja. Oblikovanje zasebnega pokojninskega sistema ne pomeni nadomestitve javnega sistema, temveč njegovo dopolnitev. Slovaška, Češka in Litva niso oblikovale drugega stebra pokojninskega sistema. Večina držav je najprej uvedla tretji steber, šele nato drugi steber pokojninskega sistema.

Pokojninski skladi na območju držav Vzhodne Evrope so predmet zakonskih predpisov o količinskih omejitvah posameznih vrst naložb in nedovoljenih naložbah z elementi preudarnega gospodarjenja.

Pravila preudarnega gospodarjenja so bila v državah Vzhodne Evrope predstavljena kot del pokojninske reforme. Pravila preudarnega gospodarjenja ali podobni lokalni zakonski predpisi predstavljajo za vse upravljavce obveznost, upravljati premoženje v duhu preudarnosti. V okviru pravil preudarnega gospodarjenja je seznam količinskih omejitev naložb. V okviru količinskih omejitev je splošno pravilo samoinvestiranja, ki se nanaša na maksimalno vrednost naložb v povezane družbe, ki so povezane z upravljanjem premoženja ali izvajalci te storitve (upravljavci).

Zakonski predpisi na področju naložbenih omejitev so v državah z oblikovanim tristebnim pokojninskim sistemom strožji za obvezne pokojninske načrte drugega stebra. Razlog za to je bodisi vloga drugega stebra v pokojninskem sistemu bodisi obvezno članstvo v pokojninskem načrtu, zaradi česar člani in upravičenci pričakujejo, da bo država zaščitila njihove naložbe (saj je ona določila obveznost članstva).

Zakonski predpisi držav Vzhodne Evrope o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb so oblikovani tako, da pripomorejo k diverzifikaciji premoženja pokojninskih skladov. Na diverzifikacijo premoženja vplivajo z oblikovanjem omejitev na najvišji dovoljeni delež premoženja pokojninskega sklada, ki se lahko naloži v posamezni vrednostni papir ali vrsto naložb. Države uporabljajo dva načina predpisovanja omejitev:

- splošne omejitve za vse vrednostne papirje,
- različne omejitve za različne vrednostne papirje glede na relativno stopnjo tveganja, ki jo vključujejo različni vrednostni papirji, ali različne omejitve za vrste naložb.

Natančne predpise z deleži omejitev naložb pokojninskih skladov po posameznih državah predstavljamo v točki 4.6, v kateri bomo primerjali predpisane omejitve naložb med državami Vzhodne Evrope.

4.5.4 Slovenija

Sistem pokojninskega in invalidskega zavarovanja v Republiki Sloveniji je urejen z Zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1, Uradni list RS, št. 106/1999) in obsega:

- obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi sistema sprotnega financiranja,
- obvezna in prostovoljna dodatna pokojninska in invalidska zavarovanja (kapitalski način financiranja),
- pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi osebnih pokojninskih varčevalnih računov (kapitalski sistem financiranja).

Obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje v Sloveniji je enotno za vse zavarovance in zajema širok krog oseb. Vanj so vključeni vsi delavci, zaposleni na območju Republike Slovenije, pri čemer to velja tako za državljane Slovenije kot tudi za tujce, ne glede na to, ali so zaposleni pri domačih ali tujih delodajalcih (Belopavlovič et al., 2000, str. 141). V skladu z določili zakona je nosilec in izvajalec obveznega pokojninskega zavarovanja Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije. Temeljni vir zagotavljanja sredstev obveznega pokojninskega zavarovanja predstavljajo prispevki zavarovancev in delodajalcev za pokojninsko zavarovanje, dodatni viri pa so še prispevki zavarovancev in delodajalcev za invalidsko zavarovanje, prispevki delodajalcev za poškodbe pri delu in poklicne bolezni ter prispevki za odkup pokojninske dobe in posebne primere zavarovanja.

Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje izvaja sklad obveznega dodatnega zavarovanja Republike Slovenije, oblikovan kot vzajemni pokojninski sklad, ki ga upravlja Kapitalska družba. V skladu s pogoji, določenimi z ZPIZ-1, je članstvo v vzajemnem pokojninskem skladu obvezno za delavce, ki so obvezno zavarovani in opravljajo posebno težka, zdravju škodljiva dela in dela, ki jih po določeni starosti ni mogoče uspešno poklicno opravljati. Delovna mesta, za katera so delodajalci dolžni plačevati prispevke za obvezno dodatno zavarovanje, so vsa tista, za katere se je ob uveljavitvi tega zakona štela zavarovalna doba s povečanjem. Na podlagi zakona se lahko določijo dodatna delovna mesta, za katere velja obveznost delodajalca zavarovati delavce po pravilih obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Za pravice članov in upravičencev, določene v pokojninskem načrtu, jamči država. To je edini sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja in ni načrtov za oblikovanje dodatnih obveznih pokojninskih skladov. Kapitalska družba zavarovancem jamči donosnost v višini 60% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Slovenija je edina država v regiji vzhodnoevropskih držav, ki ima kapitalski način financiranja delno obveznega, toda ne zasebnega drugega stebra.

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je oblika zavarovanja, pri katerem zavarovanec prevzema naložbeno tveganje z zajamčenim donosom na vplačano čisto premijo²⁶. Zajamčeni donos, ki je izražen z letno stopnjo donosnosti in za katerega jamči

²⁶ Čista premija prostovoljnega dodatnega zavarovanja je vplačana premija prostovoljnega dodatnega zavarovanja, zmanjšana za vstopne stroške, ki pripadajo izvajalcu pokojninskega načrta oziroma upravljavcu.

upravljavca pokojninskega sklada, ne sme biti nižji od 40% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom²⁷.

Pokojninske načrte prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja lahko izvajajo zavarovalnice, pokojninske družbe ali vzajemni pokojninski skladi. Predmet proučevanja magistrske naloge so pokojninski skladi, zato ne bomo obravnavali pokojninskega zavarovanja v okviru zavarovalnic.

V primerjavi z zakonskimi predpisi drugih Vzhodno Evropskih držav je v Sloveniji opaziti bistvene razlike pri:

- uporabi zajamčene stopnje donosa,²⁸
- številu pokojninskih načrtov, ki jih ponujajo pokojninski skladi,
- zakonskih predpisih o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb ter zajamčeni stopnji, ki so enaki za sklad obveznega pokojninskega zavarovanja kot tudi za sklade prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Vsi vzajemni pokojninski skladi ponujajo dva pokojninska načrta, načrt kolektivnega zavarovanja (poklicno) in načrt individualnega zavarovanja. Oba načrta sta si v vsem enaka, razlikujeta se samo v načinu pridružitve²⁹. Po zakonu morajo pokojninski načrti istega pokojninskega sklada imeti popolnoma enako naložbeno strategijo, stroške in zajamčene stopnje donosnosti.

Pokojninske družbe ponujajo številne pokojninske načrte, ki se razlikujejo med seboj. Za vsak posamezni pokojninski načrt morajo imeti imajo oblikovan svoj kritni sklad. Kritni sklad je kritno premoženje, namenjeno kritju obveznosti pokojninske družbe. Premoženje kritnega sklada je dovoljeno uporabiti samo za izplačilo terjatev iz zavarovanj, v zvezi s katerimi je bil kritni sklad oblikovan (Uradni list RS, št. 13/2000).

V vseh Vzhodno Evropskih državah, ki imajo oblikovan drugi steber pokojninskega sistema, so zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb strožji od predpisov tretjega stebra. Zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb za pokojninske sklade so urejeni v Zakonu o zavarovalništvu z določbami o naložbah kritnega sklada, členu 121 do 124 (Uradni list RS, št. 13/2000) in dopolnitvah Zakona (Uradni list RS, št. 50/2004), s členu 55 do 59. Zanimivo je, da Zakon o zavarovalništvu ne pozna prepovedanih oziroma nedovoljenih naložb, kot jih opredeljuje Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, v katerem so zaradi konflikta interesov izrecno prepovedane naložbe investicijskih skladov v povezane osebe (družba za upravljanje, banka skrbnica, depozitar, borzno posredniška družba, ki

²⁷ Letna stopnja donosnosti za državne vrednostne papirje, glej točko 6.2.

²⁸ Zajamčeno stopnjo donosa uporablja tudi Poljska za pokojninske sklade v okviru drugega stebra. Glej točko 4.5.3.

²⁹ Če se posameznik pridruži pokojninskemu načrtu preko delodajalca, postane član kolektivnega pokojninskega načrta. Če se posameznik pridruži pokojninskemu načrtu samostojno, postane član individualnega pokojninskega načrta.

opravlja posle posredovanja za vzajemni sklad in lastniki družbe za upravljanje) in transakcije s povezanimi osebami. Predpisane dovoljene vrste in omejitve naložb za pokojninske sklade predstavljamo v prilogi številka 1.

Po dopolnitvi določb o naložbah kritnega sklada se razširja možnost naložb pokojninskih skladov v tujino na države podpisnice Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru (EEA)³⁰. Naložbe v tujino torej dopuščajo možnost investiranja premoženja v države članice OECD in države podpisnice Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru.

Pokojninski skladi (vzajemni pokojninski skladi in pokojninske družbe) morajo naložbe premoženja, zaradi katerih so izpostavljeni tveganjem izgub zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev valut oziroma drugih tržnih tveganj, ustrezno uskladiti z njenimi obveznostmi na podlagi pogodb o dodatnem pokojninskem zavarovanju. Pri investicijah zbranih sredstev morajo pokojninski skladi ustrezno upoštevati dospelost obveznosti iz sklenjenih pogodb dodatnega pokojninskega zavarovanja. Pokojninski skladi morajo uskladiti svoje naložbe z obveznostmi na osnovi pogodb dodatnega pokojninskega zavarovanja, katerih višina je odvisna od sprememb tečajev valut, najmanj do 80% (valutna usklajenost).

Pomembno spremembo v okviru dopolnitev prinaša dovoljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Pokojninski skladi lahko uporabljajo termenske pogodbe, opcije in druge izvedene instrumente, če ti prispevajo k zniževanju tveganj izgub zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev valut oziroma drugih tržnih tveganj ali vplivajo na učinkovito upravljanje premoženja pokojninskih skladov.

S spremembo zakona (Uradni list RS, št. 126/2003), ki je začela veljati 1. januarja 2004, je omogočen prehod zavarovancev med pokojninskimi načrti kolektivnega zavarovanja še pred potekom triletnega obdobja, če zavarovanec zamenja zaposlitev. Dosedanja ureditev je prav v primerih zamenjav delodajalcev povzročala veliko težav, zlasti z vidika čedalje večjega menjavanja zaposlitve na trgu dela.

Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve je izvajalcem dopustilo v okviru kolektivnega zavarovanja pri posameznem delodajalcu prilagajati stroške navzdol od določenih v pokojninskem načrtu, kar je prispevalo h konkurenčnem zniževanju stroškov izvajalcev. Ker je težko primerjati dve vrsti izvajalcev istega produkta – vzajemne pokojninske sklade in pokojninske družbe oziroma zavarovalnice, razmišljajo o modelu primerljivosti. Izvajalci se razlikujejo po pravni obliki, načinu izračunavanja odkupne vrednosti, različnih predpisih, ki zanje veljajo, zato je težko spraviti njihovo poslovanje na skupni imenovalec.

³⁰ Države podpisnice sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru so države članice EU, Islandija, Norveška in Liechtenstein.

4.6 Omejitve naložb pokojninskih skladov po posameznih državah

Najvišji dovoljeni deleži naložb, ki so določeni v odstotku od premoženja pokojninskega sklada, so predpisani za tiste vrste naložb, za katere se domneva, da so bolj tvegane. Običajno se z maksimalnimi omejitvami zagotovi tudi zadovoljiva razpršenost premoženja pokojninskih skladov. Na ta način se v večji meri odpravi nesistematično tveganje, ki skupaj s sistematičnim tveganjem sestavlja tveganje premoženja³¹. Nadalje se z diverzifikacijo zmanjša tudi likvidnostno tveganje, ne samo zaradi dobre razpršenosti premoženja, ampak tudi zaradi večje potencialne tržnosti premoženja. Diverzifikacija zagotovi naložbe na različnih trgih kapitala, ki so delno neodvisni glede na ekonomske, psihološke in politične faktorje ter vpliva na zmanjšanje tveganja plačilne sposobnosti in likvidnostno tveganje. Motivi po minimalnih omejitvah niso povezani z zaščito zavarovancev, temveč s podporo državi pri dolžniškem financiranju (npr. sofinanciranju proračunskega primanjkljaja).

Kljub diverzifikaciji, ki zmanjša plačilno in likvidnostno tveganje, obstajajo v večini držav strožje omejitve pri posameznih naložbah, ki so zelo izpostavljene tema dvema vrstama tveganj. Primeri tovrstnih naložb so naložbe v nepremičnine, naložbe v določeno podjetje ali skupino podjetij, nezavarovana posojila ter delnice, ki ne kotirajo na organiziranem trgu in delnice določenih podjetij.

Naložbene omejitve se ne nanašajo samo na zaščito zavarovancev, temveč na zmanjšanje potencialne kontrole oziroma moči pokojninskih skladov nad upravljanjem proizvodnih in drugih podjetij. Načelo varnosti zahteva, da mora biti zagotovljena vrnitev naložbe oz. enake kupne moči vložnega denarja. Načelo donosnosti sili upravljavce pokojninskih skladov, da dosežejo čim večji donos naložb. Načelo likvidnosti zahteva, da je mogoče v celoti, takoj in tekoče izpolnjevati v plačilo dospelih obveznosti. Načelo raznovrstnosti in razpršenosti naložb narekuje prepletanje različnih vrst naložb pri številnih subjektih. Ustrezno zagotavljanje varnosti naložb je običajno predmet državnega nadzora pokojninskih skladov (Pavliha, 2000, str. 116-117).

4.6.1 Primerjava predpisanih omejitev naložb med državami OECD

OECD je novembra 2003 pripravil raziskavo o zakonsko predpisanih omejitvah naložb pokojninskih skladov na območju držav članic OECD (Yermo, 2003)³². V raziskavo je zajetih

³¹ Sistematično ali tržno tveganje je tveganje, ki mu je izpostavljeno vse gospodarstvo. Dejavniki sistematičnega tveganja izhajajo iz splošnega gospodarskega okolja in situacije, v kateri se gospodarstvo nahaja. Med dejavnike tveganja prištevamo inflacijo, obrestne mere, tečaje valut, gospodarski cikel in podobno. Nobenega izmed teh makroekonomskih dejavnikov ni moč napovedati z gotovostjo (Brigham et al., 1999, str. 950). Nesistematično ali specifično tveganje je tveganje, ki ga lahko močno zmanjšamo ali celo odpravimo z razpršitvijo premoženja. Med dejavnike nesistematičnega tveganja, ki vplivajo na uspešnost podjetja, prištevamo raziskave in razvoj, stil vodenja in filozofijo podjetja, zadolženost in druge dejavnike, ki so specifični posameznim podjetjem.

³² Države članice OECD so: Avstrija, Avstralija, Belgija, Češka, Danska, Finska, Francija, Grčija, Irska, Islandija, Italija, Japonska, Kanada, Koreja, Luksemburg, Madžarska, Mehika, Nova Zelandija, Nizozemska, Nemčija, Norveška, Poljska, Portugalska, Slovaška, Španija, Švedska, Švica, Turčija, Velika Britanija in ZDA.

vseh 30 držav članic, vendar med opravljanjem raziskave Grčija, Slovaška in Turčija še niso imele oblikovanih pokojninskih skladov.

Zakonski predpisi o dovoljenih naložbah in razpršenosti naložb pokojninskih skladov se razlikujejo med posameznimi državami. V posameznih državah upravljavci pokojninskih skladov upoštevajo načela preudarnega gospodarjenja, v drugih morajo upoštevati količinske omejitve naložb in v tretjih upoštevajo načela preudarnosti skupaj z določenimi količinskimi omejitvami naložb. Velika večina od proučevanih 30 držav spada v tretjo skupino. Osredotočili se bomo na primerjavo predpisanih omejitev naložb 10 držav članic OECD (Velika Britanija, ZDA, Nemčija, Japonska, Kanada, Francija, Italija, Nizozemska, Švedska in Finska), za katere imamo podatke o dejanski povprečni strukturi naložb in o povprečni donosnosti pokojninskih skladov posameznih držav (Davis, 2001, str. 39-42)³³.

Med države, ki na področju zakonskih predpisov o naložbah pokojninskih skladov uporabljajo količinske omejitve naložb brez upoštevanja načela preudarnosti, uvrščamo Nemčijo in Švedsko. Ostalih osem proučevanih držav uporablja načelo preudarnosti kot temeljno načelo na področju naložb pokojninskih skladov.

V Prilogi 2 predstavljamo omejitve naložb v domače premoženje po posameznih proučevanih državah. Pokaže se, da imajo Velika Britanija, ZDA, Japonska, Nizozemska in Kanada zelo liberalne predpise glede naložb v domače premoženje. Predpisi Velike Britanije prepovedujejo pokojninskim skladom dajanje posojil sponzorjem pokojninskih načrtov (delodajalcem). V Kanadi zakonski predpisi omejuje le naložbe v nepremičnine, z maksimalno dovoljenim deležem 25% od celotne vrednosti premoženja pokojninskega načrta.

Finska in Italija kombinirata načelo preudarnosti s količinskimi omejitvami v naložbe domačega premoženja. Italija je liberalnejša in omejuje samo naložbe v vzajemne sklade, in sicer v višini 20% in depozite, prav tako v višini 20%. Medtem, ko ima Finska predpisane omejitve za domače naložbe v delnice, nepremičnine in posojila.

Nemški predpis o omejitvah naložb pokojninskih skladov vsebuje stroge količinske omejitve za posamezno vrsto naložb v domače premoženje.

Naložbe v domače delnice omejujejo predpisi v Nemčiji, Švedski (državi, ki uporabljata količinske omejitve naložb), Franciji in Finski. Strožje predpise glede naložb v delnice, ki ne kotirajo na organiziranem trgu, imajo Francija (0,5%), Nemčija (10%) in Finska (10%).

Naložbe v nepremičnine so prepovedane v Franciji. Predpisi posameznih držav omejujejo tudi naložbe v posojila pokojninskih skladov, kot so hipotekarna posojila: Nemčija, Francija in Finska, med katerimi ima Francija najnižji dovoljeni delež, 10 odstotkov. Omejitve naložb v depozite so manj razširjene, uporabljajo jih le v Nemčiji (50%) in Italiji (10%).

³³ Podatke o predpisanih omejitvah naložb imamo za vse države OECD. Nimamo pa vseh podatkov o dejanski strukturi naložb in donosnosti. Vir podatkov o dejanski povprečni strukturi naložb in o povprečni donosnosti pokojninskih skladov posameznih proučevanih držav so lastni izračuni Davisa.

Pregled dovoljenih vrst in omejitev naložb po posameznih državah, glede na smernice OECD, predstavljamo s podatki iz Priloge 3. Načelo preudarnosti podobno uporabljajo v Veliki Britaniji, ZDA in Kanadi. V ZDA, Veliki Britaniji in na Nizozemskem uporabljajo načelo raznovrstnosti naložb kot splošno načelo in ne kot specifične količinske omejitve. Kanada uporablja določene količinske omejitve, ki so povezane z raznovrstnostjo naložb, npr. omejevanje naložb v nepremičnine (5%) in omejevanje tujih naložb (30%). Nekatere države (Italija, Japonska in Nizozemska) uporabljajo načelo preudarnosti skupaj z načeli raznovrstnosti in razpršenosti naložb (Galer, 2002, str. 53).

Države, ki uporabljajo neposredne količinske omejitve za samoinvesticije: Velika Britanija (5%), ZDA (10%), Nemčija (2%), Švedska (10%), Kanada (10%), Francija (33%), Italija (30% več sponzorjev, 20% v posamezno podjetje), Nizozemska (splošno 5%), Švedska (10%) in Finska (25% več sponzorjev, 15% v posamezno podjetje). Evropska direktiva dovoljuje 5% naložb v sponzorsko podjetje in 10% v družbe, povezane s sponzorskim podjetjem.

Nekatere države omejujejo naložbe v tuje premoženje bodisi neposredno bodisi preko zahtev po valutni usklajenosti. Zahteve po valutni usklajenosti uveljavljajo na Finskem in v Nemčiji, kjer se zahteva vsaj 80% valutna usklajenost (usklajenost obveznosti s premoženjem v isti valuti), ter v Italiji, kjer je zahtevana minimalna stopnja valutne usklajenosti 33%. Naložbe v tuje premoženje ne omejujejo v Veliki Britaniji, ZDA, na Japonskem in Nizozemskem. Nedavne raziskave OECD (Yermo, 2003; Global Financial Stability Report, 2004) so pokazale, da imata Nemčija in Italija oblikovane ostre omejitve naložb v tuje vrednostne papirje. V Nemčiji pokojninski skladi lahko investirajo do 30% premoženja v delnice izdajateljev v EU, do 6% premoženja v tuje delnice in 5% v obveznice držav, ki niso članice EU. V Italiji imajo lahko pokojninski skladi 50% premoženja v obveznicah in delnicah držav EU, ki ne kotirajo, 5% tujih delnic in 5% obveznic držav, ki niso članice OECD. Za Francijo nimamo podatka. Finska omejuje geografski prostor (Evropski gospodarski prostor) razpršitve naložb v tuje premoženje in dovoljuje največ 5% naložb v države OECD ali zunaj držav območja Evropskega gospodarskega prostora. Švedska zakonodaja pa predpisuje zelo nizek dovoljen delež naložb v tuje premoženje, in sicer 5 do 10%. Kanada dovoljuje naložbe v tuje premoženje v višini 30%. Zakonski predpisi določajo, da se presežek naložb v tuje premoženje nad dovoljenim deležem v okviru posameznega meseca, obdavči z 1% davkom.

Zakonski predpisi posameznih držav ne določajo omejitev naložb v državne vrednostne papirje. Le Francija predpisuje pokojninskim skladom, da morajo investirati vsaj 50% premoženja v obveznice držav EU.

Kanada ima oblikovano omejitve na koncentracijo lastništva v okviru posameznih izdajateljev. V Italiji omejujejo koncentracijo lastništva v okviru zaprtega investicijskega sklada (25%). Švedska in Finska pa imata omejeno lastništvo posameznega izdajatelja v višini 5% .

4.6.2 Primerjava predpisanih omejitev naložb med državami Vzhodne Evrope (CEE)

V tej točki predstavljamo pregled zakonskih predpisov o omejitvah naložb pokojninskih skladov v posameznih državah Vzhodne Evrope. V ločenih preglednicah predstavljamo omejitve naložb za drugi in tretji steber sistema pokojninskega zavarovanja. Zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb so strožji za drugi steber sistema. Izjema so slovenski predpisi, ki so enaki za pokojninske sklade drugega in tretjega stebra. Upravljalci pokojninskih skladov vseh proučevanih držav upoštevajo količinske omejitve naložb skupaj z načelom preudarnega gospodarjenja.

Kapitalski trgi vzhodnoevropskih držav se še razvijajo, zato s stališča finančnih strokovnjakov ni primerno, da pokojninski skladi investirajo večino svojega premoženja v tako spremenljivem domačem okolju. V večini teh držav so borzni trgi vrednostnih papirjev relativno majhni in upravljalci nimajo možnosti za ustrezno diverzifikacijo premoženja pokojninskih skladov. Zakonodajci posameznih držav v skrbi za obrambo domačega trga prepovedujejo ali ostro omejujejo naložbe v tuje premoženje, da bi ohranili obsežno premoženja pokojninskih skladov v državi.

V raziskavi »Naložbe pokojninskih skladov vzhodnoevropskih držav« (angl. Investments of Pension Funds in CEE Countries) so avtorji zakonske omejitve naložb razporedili v tri vrste (FIAD, 2003, str. 31):

1. načelo preudarnega gospodarjenja in omejitve naložb v povezane družbe,
2. načelo diverzifikacije in najvišji dovoljeni deleži naložb v vrednostne papirje posameznih izdajateljev,
3. količinske omejitve za posamezne vrste naložb in tveganj.

Raziskava temelji na proučevanju količinskih omejitev naložb za posamezne vrste naložb in tveganj ter opredelitvi prvih dveh vrst omejitev. Proučevane vrste naložb so: naložbe v tuje premoženje, delnice, izvedene vrednostne papirje, vzajemne sklade, nepremičnine. Po opredelitvi predpisanih omejitev razporedimo države tri skupine: v skupino s konservativnimi predpisi, v skupino z bolj liberalnimi predpisi in v skupino, ki je mešanica konservativnih in liberalnih predpisov. Razlog za takšno razporeditev je razlika v strogosti predpisov posameznih držav za posamezno vrsto naložb.

Preden se posvetimo pregledu zakonskih predpisov naložb v okviru posameznega stebra pokojninskega sistema, povejmo da poznamo tri načine omejevanja naložb v tuje premoženje, in sicer:

- omejevanje tujih trgov, primernih za naložbe pokojninskih skladov,
- omejevanje tujih instrumentov, primernih za naložbe pokojninskih skladov,
- omejevanje zneska premoženja pokojninskega sklada, primerne za tuje naložbe.

Katere kombinacije opredeljenih načinov omejevanja naložb v tuje premoženje uporabljajo v posameznih državah, bomo spoznali v nadaljevanju.

4.6.2.1 Omejitve naložb v okviru drugega pokojninskega stebra

Češka, Litva in Slovaška nimajo oblikovanega drugega stebra pokojninskega sistema. Predmet proučevanja zakonskih omejitev naložb za pokojninske sklade drugega stebra so naslednje države: Estonija, Latvija, Madžarska, Poljska in Slovenija. Avtorji raziskave »Naložbe pokojninskih skladov vzhodnoevropskih držav« (angl. Investments of Pension Funds in CEE Countries) opredelijo drugi steber dodatnega pokojninskega zavarovanja kot obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje. Članstvo v drugem stebru je obvezno v skladu z zakonskimi predpisi posamezne države bodisi za določene poklice, bodisi za novo zaposlene, bodisi za delavce pod določenimi leti. S pomočjo podatkov v Prilogi 4 smo pripravili pregled zakonskih omejitev za posamezne vrste naložb v izbranih državah Vzhodne Evrope. Omejitve predstavljamo primerjalno po posameznih vrstah naložb.

(i) Načelo razpršitve

Da bi zagotovile ustrezno razpršenost naložb pokojninskih skladov, zakonodaje posameznih držav oblikujejo deleže dovoljenih naložb v posamezno vrsto naložb, posamezni vrednostni papir in posameznega izdajatelja ali skupino povezanih družb. Predpisane omejitve so lahko splošne za vse vrednostne papirje ali različne za različne vrednostne papirje. Na Madžarskem, v Estoniji, na Poljskem in v Sloveniji uporabljajo splošno omejitev, ki se nanaša na vse vrednostne papirje posameznega izdajatelja. V vrednostne papirje posameznega izdajatelja lahko na Madžarskem naložijo 10% celotnega premoženja, medtem ko v ostalih treh državah lahko naložbe v vrednostne papirje posameznega izdajatelja dosežejo največ 5%. Slovenska zakonodaja poleg 5% omejitve naložb v posameznega izdajatelja omejuje tudi delež naložb v delnice, ki niso uvrščene na borzo, na 1% delež. Hkrati predpisuje najvišji dovoljen delež posojil posameznemu posojilojemalcu. V Latviji se uporablja različne omejitve za različne vrednostne papirje, odvisno od tveganosti naložbe. Nižje omejitve uporabljajo za bolj tvegane naložbe.

(ii) Načelo preudarnosti

Načelo preudarnosti so v okviru pokojninske reforme vpeljale vse države Vzhodne Evrope. Uporaba načela preudarnosti se razlikuje med državami zaradi različnih zakonskih opredelitev pokojninskih skladov.

(iii) Naložbe v tuje premoženje

Mešanica prvega in tretjega načina omejevanja naložb v tuje premoženje je najsplošnejši način omejevanja tujih naložb. Med države, ki omejujejo geografsko razporeditev naložb v tuje premoženje, uvrščamo Slovenijo in Latvijo. Slovenski predpisi dovoljujejo naložbe pokojninskih skladov samo v državah EU in OECD in EGP. Latvija dovoljuje naložbe v državah EU, EFTA, OECD ali baltičskih državah. V nobeni izmed proučevanih držav ni najti omejitev, ki se nanašajo na tuje instrumente.

Vse proučevane države razen Slovenije imajo predpisane najvišje dovoljene deleže za naložbe v tuje premoženje. Slovenski predpisi so torej najliberalnejši za to vrsto naložb. Poljski predpisi so najstrožji, saj dovoljujejo samo 5% delež naložb v tuje premoženje.

Estonija ima neposredno 30% omejitev na tuje naložbe v države zunaj Evropskega gospodarskega prostora in države nečlanice OECD. Latvija poleg geografske omejitve uporablja tudi količinsko omejitev naložb v tuje premoženje, v višini 30%. Madžarski predpisi omejujejo naložbe v tuje premoženje v višini 30%. Naložbe v tuje premoženje držav nečlanic OECD lahko dosežejo največ 20% delež vseh dovoljenih naložb v tuje premoženje. Omejujejo tudi višino naložb v delnice, ki niso uvrščene na trg vrednostnih papirjev, obveznice podjetij in lokalnih oblasti.

Člani pokojninskih skladov v posameznih državah Vzhodne Evrope so njihovi državljani. Obveznosti pokojninskih skladov posameznih držav so izražene v domačih valutah. Zakonski predpisi, ki opredeljujejo valutno usklajenost premoženja z obveznostmi pokojninskih skladov, so podobni neposrednim omejitvam deležev naložb v tuje premoženje. Spremembe se bodo zgodile, ko bodo polnopravne članice EU postale članice EMU in bo predpis o valutni usklajenosti dobil pravi pomen. Najverjetneje se bodo takrat sprostile tudi neposredne omejitve deležev naložb v države članice EMU. Estonija Latvija in Slovenija imajo predpisano višino minimalne valutne usklajenosti. Prvi dve v višini 70%, Slovenija pa v višini 80%.

(iv) Naložbe v lastniške vrednostne papirje

Vse države Vzhodne Evrope omejujejo izpostavljenost tveganju lastniških vrednostnih papirjev. Omejitve se razlikujejo v stopnji dovoljenih deležev. Najstrožje predpise za naložbe v lastniške vrednostne papirje ima oblikovane Latvija, ki v 30-odstotni dovoljeni delež vključuje tako delnice, ki kotirajo, kot tudi vzajemne sklade. Pokojninski skladi lahko imajo največ 20-odstotni delež v delnicah javne primarne izdaje. Naložbe v delnice, ki niso uvrščene na trg vrednostnih papirjev, niso dovoljene. Najliberalnejše predpise za naložbe v domače lastniške vrednostne papirje ima Poljska, ki dovoljuje 60-odstotni delež teh naložb. Pokojninski skladi na Poljskem lahko v delnice naložijo 40% celotnega premoženja. Naložbe v delnice, ki niso uvrščene na trg vrednostnih papirjev, so omejene na 10-odstotni delež. V Estoniji in na Madžarskem so dovoljene naložbe v delnice in vzajemne sklade v višini 50%. Estonija omejuje delež naložb v delnice, ki jih izdajo banke, v višini 20% celotnega deleža naložb v delnice. Tudi Estonija ne dovoljuje lastništva delnic, ki niso uvrščene na borzo. Slovenski predpisi dovoljujejo 30-odstotni delež naložb v delnice (kotirajoče in nekotirajoče) in vzajemne sklade, ki ne dajejo zajamčenega donosa. V delnice, ki niso uvrščene na borzo, lahko pokojninski skladi skupaj z obveznicami, ki prav tako niso uvrščene na borzo, vložijo samo 10-odstotni delež premoženja.

(v) Naložbe v izvedene finančne instrumente

Izvedeni finančni instrumenti pomenijo dodatni vir tveganja za pokojninske sklade, če se ne glasijo na instrumente, ki so sestavni del premoženja pokojninskih skladov. Zakonski predpisi

o uporabi izvedenih finančnih instrumentov se razlikujejo med posameznimi državami. Uporaba izvedenih finančnih instrumentov je izključno prepovedana na Poljskem. V Sloveniji je veljala prepoved uporabe teh instrumentov do leta 2004 (Uradni list RS, št. 50/2004). V Estoniji, Latviji, Madžarski in Sloveniji je dovoljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov v namene zavarovanja pred tveganji. Na Madžarskem so dovoljeni repo posli³⁴ (povratni odkup državnih vrednostnih papirjev) do 20% celotnega premoženja.

(vi) Naložbe v nepremičnine

V Latviji in na Poljskem naložbe v nepremičnine niso dovoljene. Najvišji delež naložb v nepremičnine imajo lahko pokojninski skladi obveznega dodatnega zavarovanja v Sloveniji. Na Madžarskem so do leta 2003 dovoljevali samo lastništvo vzajemnih skladov, katerih naložbe so bile v nepremičninah. Od leta 2003 dalje so dovoljene tudi neposredne naložbe v nepremičnine.

(vii) Naložbe v vzajemne sklade

Latvija ima predpisano omejitev naložb v lastniške vrednostne papirje, ki vključuje tudi vzajemne sklade s prevladujočimi deleži delnic v premoženju. Naložbe v posamezni vzajemni sklad so omejene v višini 5% od celotnega premoženja pokojninskega sklada.

V Sloveniji naložbe v investicijske kupone vzajemnih skladov, ki imajo več kot polovico naložb v dolžniških vrednostnih papirjih (vrednostnih papirjih, ki dajejo zajamčen donos), ne smejo presežati 40%, medtem, ko naložbe v investicijske kupone vzajemnih skladov, ki imajo več kot polovico naložb v delnicah, skupaj z naložbami v delnice ne smejo presežati 30%. Naložbe v posamezni vzajemni sklad ne smejo preseči 5%.

Madžarski predpisi dovoljujejo naložbe v investicijske kupone vzajemnih skladov v višini 50%. Če ima vzajemni sklad pretežno naložbe v tuje premoženje, bo pokojninski sklad vključil investicijske kupone tega sklada med tuje premoženje, podobno velja, če vzajemni sklad investira v domače delnice; tedaj bodo investicijski kuponi vzajemnega sklada vključeni v izračun celotne izpostavljenosti lastniškemu kapitalu pokojninskega sklada. Pokojninski sklad lahko investira le 30% v investicijske kupone vzajemnih skladov istega upravljavca in 10% v investicijske kupone posameznega vzajemnega sklada.

Estonija ima predpisano omejitev za naložbe v vzajemne sklade v višini 30%. Naložbe v vzajemne sklade, katerih naložbe so v nepremičninah, so dovoljene v višini 10%. Pokojninski skladi lahko naložijo 5% vrednosti premoženja v posamezen vzajemni sklad.

Poljski predpisi ločujejo naložbe v zaprte in odprte investicijske sklade. Dovoljujejo 15-odstotni delež naložb v odprte sklade in največ 5% lastništva posameznega investicijskega

³⁴ Repo posel je transakcija, kjer ena stranka (prodajalec vrednostnega papirja – kreditojemalec) proda vrednostne papirje ali druge finančne instrumente drugi stranki (kupcu vrednostnega papirja – kreditodajalcu) proti plačilu nakupne cene in istočasno sklene dogovor o reodkupu enake količine istovrstnih vrednostnih papirjev na določen (ali v prihodnosti določen) dan od kupca po dogovorjeni reodkupni ceni.

sklada. Naložbe v zaprte investicijske sklade so lahko največ v višini 10% in v posamezni zaprti sklad v višini 2%.

(viii) Denarna sredstva in depoziti

Na Madžarskem in v Latviji zakonski predpisi ne omejujejo naložb v depozite. V depozite pri posamezni banki lahko pokojninski skladi na Madžarskem naložijo 20% in v Latviji 10% premoženja.

Deleži dovoljenih naložb v depozite se med državami razlikujejo: 35% v Estoniji, 30% v Sloveniji in 20% na Poljskem. V Sloveniji med tovrstne naložbe poleg depozitov štejejo še potrdila o vlogah (angl. Depository of Receipts)³⁵. Slovenski predpisi ne dovolijo, da delež naložb v obliki gotovine in na vpoglednem računu preseže 3% celotnega premoženja. Najnižji delež dovoljenih naložb v depozite pri posamezni banki ima Estonija, in sicer v višini 5%.

(ix) Dolžniški vrednostni papirji

Zakonodaje posameznih državah ne predpisujejo splošnih omejitev naložb v dolžniške vrednostne papirje, temveč omejitve za določene vrste dolžniških vrednostnih papirjev. Predpisi omejitev se razlikujejo glede na višino dovoljenega deleža lastništva vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja in glede na kreditni rating izdajatelja³⁶.

Estonija omejuje naložbe v dolžniške vrednostne papirje s kreditnim ratingom pod določeno stopnjo ali brez ratinga na 30% celotnega premoženja. Državni vrednostni papirji ali vrednostni papirji z državnim jamstvom lahko v Estoniji sestavljajo največ 35% premoženja pokojninskega sklada. (Razlog za tako nizek dovoljeni delež državnih vrednostnih papirjev je majhno število izdaj državnih vrednostnih papirjev, kar ponazarja nizko stopnjo zadolženosti države).

Madžarska ima največ in najbolj restriktivne predpise za naložbe v določene vrste dolžniških vrednostnih papirjev. Omejuje naložbe v obveznice lokalnih oblasti, podjetij in hipotekarne obveznice. Posebej so predpisane omejitve za domače in za tuje naložbe v obveznice lokalnih oblasti in podjetij.

Na Poljskem predpisi omejujejo lastništvo obveznic lokalnih oblasti, državnih vrednostnih papirjev in posojil.

4.6.2.2 Omejitve naložb v okviru tretjega pokojninskega stebra

Predmet proučevanja zakonskih omejitev naložb za pokojninske sklade tretjega stebra so naslednje države: Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska, Slovaška in Slovenija. Avtorji raziskave »Naložbe pokojninskih skladov vzhodnoevropskih držav« (angl.

³⁵ Potrdila o vlogah (angl. Depository of Receipts) predstavljamo v točki 5.1.3, glej stran 66.

³⁶ Kreditni rating izdajatelja (boniteta podjetja) predstavlja oceno kvalitete podjetja in sposobnost izpolnjevanja njegovih obveznosti s strani zunanjih opazovalcev. Posebne agencije ocenjujejo bonitete podjetij že od začetka stoletja, med njimi so najbolj znane Moody's, S&P, Fitch - IBCA,...

Investments of Pension Funds in CEE Countries) opredelijo tretji steber kot dodatno prostovoljno pokojninsko zavarovanje, v katerem je članstvo prostovoljno. S pomočjo podatkov v Prilogi 5 smo pripravili pregled zakonskih omejitev za posamezne vrste naložb pokojninskih skladov tretjega stebra v proučevanih državah.

(i) Načelo razpršitve

Načelo razpršitve vključujejo vsi zakonski predpisi o naložbah pokojninskih skladov posameznih držav Vzhodne Evrope. Večina držav ima oblikovane splošne omejitve za vrednostne papirje posameznega izdajatelja, medtem ko so nižje omejitve postavljene za določene vrste naložb. Omejitve naložb v vrednostne papirje posameznega izdajatelja se giblje med 5 in 10%: Litva in Slovenija 5%, Češka, Slovaška, Poljska Madžarska, Latvija in Estonija 10%.

Naložbe v vrednostne papirje posameznega izdajatelja z najvišjim dovoljenim deležem, ki ga lahko ima pokojninski sklad v celoti izdanih vrednostnih papirjev: Litva in Latvija 10% za delnice, Češka 20%, Latvija 25%. Posebne omejitve so v Sloveniji na lastništvo delnic istega izdajatelja, s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih na 1% in 2% omejitev iz naložb v posojila posameznemu posojilojemalcu.

(ii) Načelo preudarnosti

Lastništvo investicijskih kuponov vzajemnih skladov, ki jih izda podjetje, ki upravlja pokojninski sklad, ne sme preseči 50% premoženja sklada v Estoniji. V Litvi delež vrednostnih papirjev, ki jih izdajo osebe, ki nadzirajo pokojninski sklad, ne smejo preseči 25%. Latvija naložbe v skupino podjetij, v katero spada pokojninski sklad, omejuje na 5% celotnega premoženja. Poljska dovoljuje samoinvesticije v višini 5%, če delnice niso na organiziranem trgu, drugače so dovoljene do 12,5% celotnega premoženja.

(iii) Naložbe v tuje premoženje

Med države, katerih zakonski predpisi omejujejo geografsko razporeditev (1. način omejevanja naložb v tuje premoženje) naložb v tuje premoženje, uvrščamo: Češko, Estonijo, Latvijo, Litvo in Slovenijo.

Češki predpisi dopuščajo naložbe samo v države članice OECD in nadalje omejujejo lastništvo določenih vrst tujih vrednostnih papirjev (2. način omejevanja naložb v tuje premoženje), med katere uvrščamo državne vrednostne papirje in obveznice centralnih bank. Čeprav nimajo predpisanih količinskih omejitev (3. način omejevanja naložb v tuje premoženje) za naložbe v tuje premoženje, lahko Češko uvrstimo med države z najbolj restriktivnimi predpisi za tuje naložbe.

Estonija dovoljuje široko geografsko razpršenost naložb v države članice OECD, Evropskega gospodarskega prostora in IOSCO ter ne postavlja količinskih omejitev naložb v tuje premoženje. Zato jo uvrščamo med najliberalnejše države pri naložbah v tujino. Tudi slovenski predpisi ne vključujejo količinskih omejitev na tuje naložbe, temveč samo geografsko razporeditev naložb v države članice OECD in EU. Predpisi Latvije o dovoljeni

geografski razpršitvi naložb vključujejo države članice OECD, države EU, Evropskega gospodarskega prostora in baltiške države.

Na Poljskem so pokojninski skladi do leta 2003 lahko imeli le 5% delež premoženja v tujih naložbah. Z letom 2003 pa se je dovoljeni znesek tujih naložb povzpел na 30%, in sicer za naložbe v države članice EU.

Med države s 30% dovoljenim deležem tujih naložb se uvrščata še Litva in Madžarska. Slednja omejuje naložbe v države nečlanice OECD na 20% delež v okviru vseh tujih naložb.

(iv) Naložbe v lastniške vrednostne papirje

Nekatere države se na področju prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja niso odločile za omejitve naložb v lastniške vrednostne papirje. Med te države uvrščamo Estonijo, Latvijo in Poljsko. Ostale proučevane države imajo oblikovane količinske omejitve naložb v lastniške vrednostne papirje. Najnižji, 20-odstotni delež naložb v lastniške vrednostne papirje vključujejo predpisi Slovaške.

V delež naložb lastniških vrednostnih papirjev so poleg delnic uvrščeni investicijski kuponi vzajemnih skladov, in sicer na Češkem, Slovaškem, v Sloveniji in na Madžarskem.

Baltiške države in Poljska vzajemnih skladov ne uvrščajo med naložbe, povezane s tveganjem lastniških vrednostnih papirjev za pokojninske sklade tretjega stebra.

(v) Naložbe v izvedene finančne instrumente

V regiji vzhodnoevropskih držav so na zadnji dan leta 2002 obstajale tri države (Češka, Slovaška in Slovenija), ki niso dovoljevale uporabo izvedenih finančnih instrumentov. V Sloveniji je z dopolnitvijo zakona o dovoljenih vrstah naložb (Uradni list RS, št. 50/2004) mogoče uporabiti izvedene finančne instrumente, če ti prispevajo k zniževanju tveganj ali olajšajo učinkovito upravljanje premoženja pokojninskega sklada.

V nekaterih državah (med katere se po novem uvršča tudi Slovenija) je dovoljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov v namene zavarovanja, če so glavni instrumenti (na katere se glasijo izvedeni, običajno delnice) v lasti pokojninskega sklada. Te države so Poljska, Madžarska, Latvija in Estonija. V Litvi vrednost izvedenih finančnih instrumentov ne sme presegati 10% celotnega premoženja pokojninskega sklada. V Latviji obveznosti z naslova »repurchase or reverse purchase« transakcij ne smejo preseči 50% premoženja pokojninskega sklada. Na Madžarskem so predpisane omejitve izvedenih transakcij, kot so repo, swap, s količinskimi omejitvami 20 in 10%. Splošno pravilo je, da so naložbe v izvedene instrumente dovoljene le, če so v lasti pokojninskih skladov vrednostni papirji, na katere se glasijo.

(vi) Naložbe v nepremičnine

Naložbe v nepremičnine so prepovedane na Poljskem in v Litvi. Količinske omejitve naložb v nepremičnine so najliberalnejše na Češkem. Najvišji dovoljeni deleži naložb v nepremičnine se gibljejo v razponu med 10 in 30%. Slovaška in Madžarska dovoljujeta 10% delež naložb v

nepremičnine. Na Madžarskem v najvišje dovoljeni delež naložb v nepremičnine uvrščajo še vzajemne sklade z naložbam v nepremičnine. Dovoljeni delež naložb v posamezno nepremičnino se gibljejo med 5 in 10% celotnega premoženja. 5% dovoljeni delež naložb v posamezno nepremičnino imajo na Češkem in v Estoniji. Slovenija in Latvija dovoljujeta naložbe v posamezno nepremičnino v višini 10%.

(vii) Naložbe v vzajemne sklade

Baltiške države (Estonija, Latvija in Litva) in Poljska nimajo oblikovanih omejitev na najvišji dovoljeni delež celotnega premoženja, naloženega v investicijske kupone vzajemnih skladov. Razlog za pomanjkanje predpisov izhaja iz dejstva, da Latvija, Estonija in Poljska nimajo oblikovanih najvišjih dovoljenih deležev v domače lastniške vrednostne papirje. Na Madžarskem in v Sloveniji veljajo enaki predpisi glede omejitev naložb v vzajemne sklade za drugi in tretji steber sistema pokojninskega zavarovanja. Češka in Slovaška omejitve v lastniške vrednostne papirje kombinirajo z investicijskimi kuponi vzajemnih skladov. Naložbe v posamezni vzajemni sklad se gibljejo med 10% na Madžarskem in le 2% na Poljskem (za zaprte vzajemne sklade).

(viii) Druge predpisane omejitve naložb

Večina držav ima oblikovane omejitve na dolžniške vrednostne papirje in depozite. Slovenija omejuje naložbe v depozite v višini 30%, Estonija v državne obveznice v višini 35%. Madžarska omejuje naložbe v obveznice lokalnih oblasti, komercialne in hipotekarne obveznice. Poljska ima oblikovano 10% omejitev na državne vrednostne papirje ali vrednostne papirje centralnih bank. V Litvi je lastništvo potrdil o depozitih omejeno na 10%, medtem ko so neprenosljivi depoziti dovoljeni do višine 25%. Litva omejuje naložbe v državne obveznice in obveznice lokalnih oblasti do višine 30% in podjetniške obveznice na 15%.

Na Madžarskem in v Sloveniji omejujejo naložbe v vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih. Na Madžarskem so naložbe v delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih, omejene na 10% (enako kot pri drugem stebru). Slovenski predpisi vse nekotirajoče vrednostne papirje (delnice in obveznice) omejujejo na 10% vrednosti celotnega premoženja.

Zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in deležih naložb pokojninskih skladov tretjega stebra so liberalnejši v Estoniji in Latviji. Zelo restriktivne zakonske predpise uporabljajo na Češkem in Slovaškem. Poljski, slovenski, madžarski in litovski predpisi so mešanica liberalnih in konservativnih predpisov.

Na podlagi šeste točke četrtega poglavja lahko sklenemo, da predpise o količinskih omejitvah naložb uporabljajo države, v katerih kapitalski trgi niso visoko razviti in v katerih je uvajanje dodatnega pokojninskega zavarovanja v začetni fazi. Vsi pokojninski skladi v državah Vzhodne Evrope so predmet zakonskih določil na področju količinskih omejitev naložb in

nedovoljenih naložb z elementi preudarnega gospodarjenja. Pokojninski skladi anglosaksonskih držav so predmet zakonskih določil z načelom preudarnega gospodarjenja.

5 STRUKTURA NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

Struktura naložb pokojninskih skladov v posameznih državah je odsev stopnje razvitosti njihovih trgov kapitala, tradicije zasebnih pokojninskih zavarovanj, zakonskih predpisov, izkušenosti upravljavcev pokojninskih skladov ter uspešnosti in učinkovitosti nadzornih institucij. Poročilo Mednarodnega monetarnega sklada (IMF) Global Financial Stability Report iz aprila 2004 poroča, da so v zadnjih letih kljub številnim krizam razvijajoči se trgi delnic in obveznic napredovali v stopnji dozorevanja. Višji donosi vrednostnih papirjev na razvijajočih se trgih, še posebej državnih vrednostnih papirjev, so pripeljali mednarodne institucionalne investitorje, kot so pokojninski skladi in življenjske zavarovalnice, do tega, da so se v procesu strateške razporeditve premoženja odločili za vrste naložb na razvijajočih se trgih, predvsem z namenom diverzifikacije premoženja. To pozitivno vpliva na stabilnost kapitalskih tokov na razvijajočih se trgih kapitala.

Z namenom proučevanja dejanskih struktur naložb pokojninskih skladov posameznih držav in posameznih pokojninskih skladov v Sloveniji, ki jih predstavljamo v tem poglavju magistrskega dela, smo v točki 4.6. predstavili predpisane omejitve naložb po posameznih državah. Namen naše raziskave je analizirati in kritično oceniti strukture naložb pokojninskih skladov na ravni posameznih držav OECD, posameznih držav Vzhodne Evrope in na ravni posameznih pokojninskih skladov (vzajemni pokojninski skladi in pokojninske družbe) kot izvajalcev pokojninskih načrtov v Sloveniji. Premoženje pokojninskih skladov je razpršeno med posamezne vrste naložb, katerih značilnosti predstavljamo v prvi točki tega poglavja.

5.1 Opredelitev proučevanih vrst naložb

Najpomembnejše vrste naložb pokojninskih skladov so: delnice, obveznice, gotovina, depoziti, nepremičnine, vrednostni papirji tujih izdajateljev, izvedeni finančni instrumenti in posojila. Sharpe (1990, str. 17) zagovarja tezo, da je koncept vrst naložb smiseln samo, če uporabljene vrste izpolnjujejo naslednje pogoje:

- njihovo število mora biti majhno,
- lahko obrazložijo pomemben del variance donosov,
- njihove donosnosti so specifične in nepovezane z donosnostjo preostalih vrst,
- vrednosti njihovih beta koeficientov so merljive,³⁷
- njihove donosnosti so merljive,

³⁷ Beta koeficient je merilo, ki pove, kolikšen je prispevek posamezne delnice k varianci donosnosti tržnega premoženja.

- v vsaki vrsti naložb je mogoče oblikovati stroškovno učinkovit indeksni sklad, ki služi kot primerljiv portfelj (angl. Benchmark) naložb,
- struktura naložb premoženja pomeni vse razpoložljive naložbe, ki so na voljo celotnemu trgu.

Da bi lahko primerjali strukturo naložb pokojninskih skladov med posameznimi državami in ugotavljali, zakaj naj bi upravljavec pokojninskega sklada investiral v posamezno vrsto naložb, moramo razumeti tudi glavne značilnosti posameznih vrst naložb. Pogledali si jih bomo v nadaljevanju tega podpoglavja.

5.1.1 Delnice

Naložbe v lastniške vrednostne papirje so obravnavane kot tvegana naložba. Delnice so lastniški vrednostni papirji, ki izdajatelju pomenijo trajen vir sredstev, lastniku pa omogočajo solastništvo podjetja s trajno udeležbo na dobičku (dividenda) in pravico voliti upravni odbor ter glasovati o poslovnih odločitvah podjetja (Jazbec, 2004, str. 13).

Donosi navadnih delnic so v povprečju visoki in spremenljivi. Del spremenljivosti donosov navadnih delnic lahko odpravimo z diverzifikacijo naložb. Visoki donosi so povezani s premijo za prevzemanje visoke stopnje spremenljivosti donosov.

Za investiranje v navadne delnice obstajata dva razloga (Ibbotson, 1996, str. 116):

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

5.1.2 Obveznice

Obveznice in drugi dolžniški vrednostni papirji so za upravljavce pokojninskih skladov najpomembnejša alternativa navadnim delnicam. Od navadnih delnic se z vidika upravljavca razlikujejo po tem, da zagotavljajo stalen denarni tok v obliki izplačila obresti. Prav stalen denarni tok je lastnost, ki je posebej pomembna, saj lahko upravljavec denarni tok od obresti uporabi za pokrivanje odlivov pokojninskega sklada.

Obveznice so zanimiva vrsta naložbe v obdobju padajočih obrestnih mer, saj poleg denarnega toka v obliki obresti imetniku prinašajo tudi možnost realizacije kapitalskega dobička. Prinašajo stabilno donosnost v daljšem časovnem obdobju in omogočajo usklajevanje

donosnosti naložb z obljubljenimi donosnostmi zavarovancem. Vendar so obveznice občutljive na visoko inflacijo, ki zmanjšuje realno vrednost naložb in zaradi povečevanja obrestnih mer ter posledičnega padca tečajev obveznic povzroča težave pri njihovi prodaji pred zapadlostjo. Naložbe v obveznice ponujajo poleg likvidnosti tudi več različnih ročnosti, kar je za pokojninske sklade pomembno zaradi imunizacije tveganja spremembe obrestne mere.

5.1.3 Gotovina, depoziti in potrdila o vezanih vlogah

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

Naložba v gotovino je lahko opravičljiva le, če obstaja nujna potreba po likvidnosti, ki ne bi mogla biti zadovoljena s prihodki od naložb in tekočimi vplačili investitorjev.

Finančne naložbe v banke predstavljajo bančni depoziti, ki so neprenosljivi in so v obliki računov pri banki. So razmeroma varna naložba. Po ročnosti ločimo vezane depozite (depozite z odpovednim rokom in vezane depozite za določen čas) in depozite na vpogled. Vrednost depozita se lahko ohranja z nominalno obrestno mero, revalorizacijsko ali valutno klavzulo. Vezani depoziti so lahko kratkoročni ali dolgoročni. Donosnost je večja pri vezavi za daljše časovno obdobje. Krajše kot je obdobje vezave, večja je likvidnost in manjša donosnost ter obratno.

Potrdilo o vezani vlogi je bančno potrdilo o deponiranju denarnih sredstev za določeno obdobje po določeni obrestni meri (Prohaska, 1999, str. 21). Potrdila o vezani vlogi so prenosljiva, kar pomeni, da jih imetnik lahko proda oziroma unovči pred rokom končne zapadlosti.

5.1.4 Nepremičnine

Glavni razlog za vključevanje nepremičnin v premoženje pokojninskega sklada je izboljšati diverzifikacijo premoženja naložb. Iz zgodovinskih podatkov sledi, da je korelacija med donosnostjo naložb v nepremičnine in donosnostjo naložb v druge razrede naložb nizka ali celo negativna.

Njihova slabost so nelikvidnost, nedeljivost in visoki transakcijski stroški. Kljub temu so bile v preteklosti nepremičnine privlačne naložbe pokojninskih skladov zaradi visokih donosnosti in predvsem v obliki kapitalskih dobičkov.

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

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

5.1.5 Vrednostni papirji tujih izdajateljev

Izkušnje kažejo, da vključevanje vrednostnih papirjev tujih izdajateljev v premoženje domačih vrednostnih papirjev prinaša ugodnejše razmerje med tveganjem in pričakovano donosnostjo. Naložbe v vrednostne papirje tujih izdajateljev so primerne tako zaradi razpršitve naložb kot zaradi donosnosti. Na povečevanje lastništva vrednostnih papirjev tujih izdajateljev je vplivala liberalizacija kapitalskih tokov, hiter razvoj trgov evroobveznic in mednarodnih delniških trgov z multinacionalnimi podjetji, kotirajočimi na glavnih svetovnih borzah.

Tuji izdajatelji poslujejo v makroekonomskem okolju, ki se razlikuje od domačega, zato bodo učinki diverzifikacije naložb ugodnejši, saj pričakujemo nizko stopnjo soodvisnosti gibanja tečajev. Vključevanje tujih vrednostnih papirjev v portfelj naložb vnaša tveganje spremembe deviznega tečaja. Za upravljavce so zanimivi predvsem neučinkoviti trgi³⁸. Za upravljavce, ki verjamejo, da je z aktivnim upravljanjem premoženja mogoče premagati trg, so lahko neučinkoviti trgi vir ustvarjanja nadpovprečnih donosov. Pri tem je treba upoštevati tveganja, katerim so izpostavljeni neučinkoviti trgi.

5.1.6 Izvedeni finančni instrumenti

Izvedeni finančni instrument je finančna pogodba, katere vrednost je odvisna od cene blaga, na katerega se glasijo (Mramor et al., 2000, str. 75). V zadnjem času predstavljajo izvedeni finančni instrumenti pomembno investicijsko priložnost za pokojninske sklade. Najprivlačnejša značilnost izvedenih finančnih instrumentov, kot so opcije, futures pogodbe, swapi in drugi bolj eksotični instrumenti, je, da omogočajo oblikovanje želenega razmerja med tveganjem in pričakovano donosnostjo naložb. Če želimo povečati izpostavljenost portfelja do določene naložbe, imamo na voljo dva načina (Herič, 2002, str. 20):

- dodatne nakupe naložbe,

³⁸ Neučinkoviti trgi kapitala so trgi, na katerih cene vrednostnih papirjev ne izražajo vseh razpoložljivih, relevantnih informacij. Zagovorniki aktivnega upravljanja premoženja pravijo, da so trgi dovolj neučinkoviti, da omogočajo doseganje nadpovprečne donosnosti premoženja z iskanjem napačno ovrednotenih (podcenjenih) vrednostnih papirjev, sektorjev ali trgov.

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

Izvedeni finančni instrumenti so kompleksni instrumenti in zahtevni za razumevanje, kar povečuje nevarnost, da tisti, ki jih uporabljajo, ne poznajo dobro vseh njihovih značilnosti. Negativne izkušnje upravljalcev z izvedenimi finančnimi instrumenti (npr. Barings, Orange County) odvrtačajo druge upravljalce od njihove uporabe. Če izvedene finančne instrumente obravnavamo kot posamično naložbo in ne kot sestavni del premoženja, se naložbe v izvedene finančne instrumente zaradi visoke cenovne občutljivosti izkažejo za neučinkovite (Dubofsky, 1992, str. 10). Našteti negativni vidiki naložb v izvedene finančne instrumente odvrtačajo upravljalce od uporabe izvedenih finančnih instrumentov tudi v primerih, ko bi bila njihova uporaba upravičena in učinkovita.

5.1.7 Hipotekarna in druga posojila

Hipotekarno posojilo je s hipoteko zavarovano posojilo, torej upnikova terjatev (Ribnikar, 1991, str. 386). Če kupec nepremičnine (hipotekarni dolžnik) ne odplačuje svojih tekočih obveznosti posojilodajalcu (hipotekarnemu upniku), ima slednji pravico, da zapre posojilo in zaseže lastnino, dokler ne bo posojilo v celoti poplačano. Hipotekarna posojila zagotavljajo višje donosnosti kot javno ponujene obveznice. Tveganje hipotekarnih posojil je bilo v preteklosti razmeroma nizko zaradi stabilnih trgov nepremičnin.

Med druga posojila sodijo posojila bankam, javnemu in podjetniškemu sektorju. Posojila gospodarstvu so najdonosnejša oblika naložb v razmerah nerazvitih finančnih trgov, ki so podjetjem onemogočali druge oblike financiranja.

5.2 Primerjava struktur naložb pokojninskih skladov med državami OECD

V tej točki analiziramo strukture naložb pokojninskih skladov na ravni posameznih držav OECD. Podatki o strukturi naložb pokojninskih skladov za posamezno proučevano državo so agregatni podatki, zato je treba ugotovitve, povezane s strukturo naložb, opredeliti zelo previdno. Agregatni podatki prikazujejo povprečno strukturo naložb pokojninskih skladov, od katere pa posamezni skladi odstopajo. Povprečni podatki o razporeditvi premoženja pokojninskih skladov in povprečni donosnosti naložb pokojninskih skladov posamezne države so lahko zavajajoči. Ne glede na to, ali gre za pokojninske sklade, ki poslujejo po načelu preudarnosti ali v skladu s količinskimi omejitvami naložb, se način razporeditve premoženja med pokojninskimi skladi znotraj posamezne države razlikuje (Galer, 2002, str. 66).

Struktura naložb zrelih pokojninskih skladov se razlikuje od strukture naložb pokojninskih skladov z mlajšimi člani. Zato povprečje struktur naložb pokojninskih skladov z različnimi

naložbenimi usmeritvami kaže omejen vpogled v uspešnost pokojninskih skladov v okviru različnih zakonskih omejitev. S pomočjo podatkov iz Tabele 2 bomo primerjali različne povprečne strukture naložb pokojninskih skladov po posameznih državah.

Tabela 2: Struktura naložb pokojninskih skladov po posameznih državah OECD v letu 1998

	Denarna sredstva in depoziti	Domače obveznice	Domače delnice	Tuje premoženje	Nepremičnine	Posojila
Države OECD	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)
Velika Britanija	4,00	14,00	52,00	18,00	3,00	0,00
ZDA	4,00	21,00	53,00	11,00	0,00	1,00
Nemčija	0,00	43,00	10,00	7,00	7,00	33,00
Japonska	5,00	34,00	23,00	18,00	0,00	14,00
Kanada	5,00	38,00	27,00	15,00	3,00	3,00
Francija	0,00	65,00	10,00	5,00	2,00	18,00
Italija	0,00	35,00	16,00	0,00	48,00	1,00
Nizozemska	2,00	21,00	20,00	42,00	7,00	10,00
Švedska	0,00	64,00	20,00	8,00	8,00	0,00
Finska	13,00	69,00	9,00	2,00	7,00	0,00
Povprečje	3,00	40,00	24,00	13,00	9,00	8,00
Načelo preudarnosti	5,00	33,00	29,00	15,00	10,00	4,00
Količinske omejitve	0,00	57,00	13,00	7,00	6,00	17,00

Opombe: Vsote posamezne vrste naložb za posamezne države odstopajo od 100%, kajti podatki o deležih posameznih vrst naložb so zaokroženi na cela števila.

Vir: Davis, 2001, str. 50.

Kot vidimo v Tabeli 2, države, ki imajo predpisane najvišje dovoljene deleže naložb v depozite, tovrstnih naložb v praksi sploh nimajo ali pa so njihovi deleži zanemarljivo majhni. Visok delež naložb v dolžniške vrednostne papirje, ki presega 60% celotnega premoženja, najdemo pri pokojninskih skladih na Finskem, Švedskem in v Franciji. Zato so v teh državah deleži naložb v domače delnice ustrezno nižji v primerjavi z ostalimi državami. Nizek delež naložb v domače delnice dosegajo tudi pokojninski skladi v Nemčiji. V državah, kot so Kanada, Japonska, Velika Britanija in ZDA, ki upoštevajo načelo preudarnosti in imajo dobro razvite trge kapitala, se deleži naložb v tuje premoženje gibljejo med 11 in 18% celotnega premoženja pokojninskih skladov. Izjema so pokojninski skladi Nizozemske, katerih delež naložb v tuje premoženje dosega 42%. Razlog za tako visok delež tujih naložb je majhen domač trg kapitala. To je majhno odprto gospodarstvo z relativno velikim obsegom pokojninskih skladov glede na velikost domačega finančnega trga.

Številne od naštetih značilnosti Nizozemske veljajo tudi za skandinavske države, čeprav je lastništvo tujega premoženja pokojninskih skladov v teh državah mnogo nižje. Na drugi strani so Nemčija, Francija, Švedska in Finska, v katerih se deleži naložb pokojninskih skladov v tuje premoženje gibljejo pod 10%. Če se ozremo v preteklost, vidimo, da so imeli v 70. letih naložbe v tuje premoženje samo pokojninski skladi Nizozemske (7%) in Velike Britanije (25%). Delež naložb v nepremičnine se v vseh državah razen v Italiji (48%) giblje pod 10%

celotnega premoženja. Pri naložbah v depozite odstopajo pokojninski skladi Nemčije, ki dosegajo 33-odstotni delež celotnega premoženja.

Podatki o strukturi naložb premoženja pokojninskih skladov posameznih držav OECD, ki jih predstavljamo v tabeli 3, so za leto 1998 in jih neposredno ne bomo mogli primerjati s podatki o strukturi naložb premoženja pokojninskih skladov vzhodnoevropskih držav za leto 2002 v tabelah 5 in 7.

Da bi ugotovili razhajanja med predpisanimi omejitvami in dejanskimi deleži naložb pokojninskih skladov v delnice in tuje premoženje, si pogledjmo podatke v spodnji tabeli.

Tabela 3: Predpisane omejitve in dejanski deleži naložb pokojninskih skladov v delnice in tuje premoženje po posameznih državah OECD konec leta 2001

	Delnice		Tuje premoženje	
	Predpisana omejitev	Dejanski deleži	Predpisana omejitev	Dejanski deleži
Država	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)
Velika Britanija	Načelo preudarnosti	60,90	Načelo preudarnosti	22,90
ZDA	Načelo preudarnosti	58,80	Načelo preudarnosti	11,03*
Nemčija	30,00	0,10	30,00	7,00*
Japonska	30,00	27,70	30,00	22,90
Kanada	n.p.	28,20	30,00	15,00*
Francija	n.p.	n.p.	n.p.	5,00*
Italija	Načelo preudarnosti	4,40	Načelo preudarnosti	0,00*

Opombe: * Podatki so iz leta 1998; n.p.-ni podatka

Vir: *Global Financial Stability Report, 2004, str. 131.*

Iz podatkov v Tabeli 3 je mogoče ugotoviti, da imajo pokojninski skladi držav z razvitimi trgi kapitala, ki uporabljajo načelo preudarnosti, veliko višje deleže naložb delnic v primerjavi z državami, ki uporabljajo predpisane količinske omejitve v delnice. Najmanjši delež naložb v delnice ima Italija.

Dejanski deleži naložb pokojninskih skladov v tuje premoženje niso primerljivi med posameznimi državami, ker vključujejo podatke za različna leta. Kljub temu je mogoče videti, da so deleži naložb v tuje premoženje večji v državah z razvitimi kapitalskimi trgi in liberalnejšimi zakonskimi predpisi. Majhen delež mednarodnih naložb v Nemčiji in Franciji, kot posledica odločitev upravljavcev glede izpostavljenosti valutnemu tveganju, likvidnostnemu tveganju in pomanjkanju ustreznih informacij. Vendar se strukture naložb pokojninskih skladov čedalje bolj spreminjajo zaradi zaznavanja pozitivnih učinkov diverzifikacije in dolgoročne narave obveznosti iz pogodb (Global Financial Stability Report, 2004, str. 131).

5.3 Primerjava strukture naložb pokojninskih skladov med državami Vzhodne Evrope (CEE)

Podatki v raziskavi »Naložbe pokojninskih skladov vzhodnoevropskih držav« (angl. Investments of Pension Funds in CEE Countries), v kateri so prikazane strukture naložb pokojninskih skladov po posameznih državah Vzhodne Evrope, so zajeti na dan 31.12.2002 (FIAD, 2003). V študijo so zajeti polni pokojninski skladi obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja (drugi steber) in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v proučevanih državah (tretji steber).

V tabelah 4 in 5 prikazujemo podatke o strukturi naložb pokojninskih skladov obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja in o strukturi naložb pokojninskih skladov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Strožji zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb za pokojninske sklade obveznega dodatnega zavarovanja so vzrok za ločen prikaz podatkov.

Naj poudarimo, da so povprečni podatki o strukturi naložb pokojninskih skladov posameznih držav lahko zavajajoči. Podatki o strukturah naložb posameznih pokojninskih skladov znotraj države lahko odstopajo od povprečja, kar bomo lahko razločno opazili na primeru slovenskih pokojninskih skladov, katerih strukturo naložb si bomo podrobno pogledali v naslednji točki 5.4.

Dosedanji razvoj zasebnih pokojninskih zavarovanj in kratko obdobje poslovanja pokojninskih skladov ter zakonski okvir naložbenih omejitev v državah Vzhodne Evrope kažejo, da so strukture naložb teh držav odsev njihovega interesa, da se izognejo tveganjem v največji možni meri.

Tabela 4: Struktura naložb pokojninskih skladov obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja po posameznih državah CEE konec leta 2002

	Denarna sredstva in depoziti	Domače državne obveznice	Drugi domači dolžniški VP	Domače delnice	Tuje delnice	Tuji dolžniški VP	Nepremičnine	Drugo premoženje
Država	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)
Estonija	14,50	2,40	11,10	5,00	13,30	53,70	0,00	0,10
Latvija	24,70	75,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Madžarska	4,00	68,10	13,70	10,30	3,70	0,30	0,00	0,00
Poljska	4,20	66,80	1,00	26,60	1,20	0,20	0,00	0,00
Slovenija	29,30	49,80	17,40	2,80	0,00	0,00	0,00	0,60

Opomba: Vsote deležev posameznih vrst naložb pokojninskih skladov za posamezne države odstopajo od 100%, ker so deleži posameznih vrst naložb zaokroženi na 1 decimalno mesto natančno. VP-oznaka za vrednostne papirje.

Vir: FIAD, 2003, str. 37.

V Tabeli 4 nimamo podatkov za pokojninske sklade Češke, Litve in Slovaške, ki na dan 31.12.2002 niso imele oblikovanega drugega stebra pokojninskega sistema.

Razlike med dejansko doseženimi deleži znotraj posamezne vrste naložb so velike. Nizki deleži denarnih sredstev in depozitov pokojninskih skladov so na Madžarskem in Poljskem, medtem ko ima sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji najvišji delež depozitov. Deleži domačih državnih obveznic se gibljejo med 49 in 75%, razen Estonije, kjer so izdaje državnih obveznic redke (FIAD, 2003, str. 37). Njene naložbe v dolžniške instrumente so usmerjene v tujino. Naložbe v dolžniške vrednostne papirje z valuto denominacije evro so dovoljene in dosegajo 53, 7% delež celotnega premoženja³⁹, medtem ko druge države zaradi predpisov o višini dovoljenih naložb v tuje premoženje in zahtev po valutni usklajenosti skoraj nimajo naložb v tuje obveznice.

Naložbe v nepremičnine niso dovoljene v Latviji in na Poljskem. V preostalih državah, v katerih so naložbe v nepremičnine dovoljene, se upravljavci pokojninskih skladov zaradi nelikvidnosti tovrstnega premoženja in nerazvitosti trgov nepremičnin ne odločajo za to vrsto naložb.

Kakšni so dejansko doseženi deleži naložb pokojninskih skladov v delnice in tuje premoženje v primerjavi z zakonsko dovoljenimi deleži, prikazujejo podatki v Tabeli 5. Ugotovili bomo, ali je višina dejansko doseženih deležev naložb v tvegane instrumente (delnice, tuje premoženje in izvedene finančne instrumente) posledica odločitev upravljavcev pokojninskega sklada ali upoštevanja zakonskih predpisov.

Tabela 5: Predpisane omejitve in dejanski deleži naložb pokojninskih skladov drugega stebra v delnice in tuje premoženje po posameznih državah konec leta 2002

Države	Delnice			Tuje premoženje		
	Predpisana omejitev	Dejanski deleži	Izkoriščenost predpisov	Predpisana omejitev	Dejanski deleži	Izkoriščenost predpisov
	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)
Estonija	50,00	20,40	41,00	100,00	67,00	67,00
Latvija	30,00	0,00	0,00	30,00	0,00	0,00
Madžarska	50,00	14,00	28,00	30,00	3,90	13,00
Poljska	50,00	27,80	56,00	5,00	1,40	28,00

Opomba: avtorji raziskave v razpredelnico niso vključili podatkov za Slovenijo.

Vir: FIAD, 2003, str. 38.

Delnice in tuje premoženje opredelimo kot visoko tvegano premoženje. Odnos upravljavcev pokojninskih skladov do tveganih vrst naložb je viden iz podatkov v zgornji tabeli. Njihovo nenaklonjenost tveganju ponazarjajo podatki o izkoriščenosti dovoljenih deležev za naložbe v delnice in tuje premoženje. V Latviji se upravljavci kljub dovoljenim deležem naložb v delnice in tuje premoženje sploh niso odločili za razporeditev premoženja v tovrstne naložbe. Visoko stopnjo (67%) izkoriščenosti naložb v tuje premoženje so dosegli pokojninski skladi v

³⁹ Slovenski tolar, estonska krona in litovski litas so vključeni v mehanizem deviznih tečajev ERM II. ERM II je mehanizem deviznega tečaja, katerega namen je zagotoviti stabilnost deviznih tečajev ter povezanost med evrom in valutami tistih držav članic EU, ki niso uvedle evra.

Estoniji. Liberalni predpisi Poljske glede naložb v delnice se kažejo v dejanskem deležu naložb v delnice, ki dosega najvišjo, 56-odstotno izkoriščenost zakonskih predpisov. Zelo nizek delež naložb v tuje premoženje dosegajo pokojninski skladi na Poljskem in Madžarskem. S strani poljskih pokojninskih skladov je glede strogosti predpisov naložb v tuje premoženje razumljiv nizek delež izpostavljenosti tujim naložbam. Madžarski skladi glede na dovoljen delež dosegajo nizko stopnjo izkoriščenosti predpisa.

Stopnje izkoriščenosti predpisov o dovoljenih naložbah v delnice in tuje premoženje prikazujejo nenaklonjenost tveganju upravljavcev pokojninskih skladov v vseh proučevanih državah. Najverjetneje se za naložbe v tuje premoženje ne odločajo zaradi neizkušenosti upravljavcev pri trgovanju na tujih trgih in pomanjkanju upravljavcev-specialistov za posamezne vrste naložb. Zajamčeno stopnjo donosnosti premoženja pokojninskih skladov obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja uporabljajo samo na Poljskem in v Sloveniji.

Naložbe pokojninskih skladov posameznih držav so razpršene predvsem med domačimi vrstami naložb, izjema je Estonija. Nizka stopnja razpršenosti naložb in nezadostno razviti trgi vrednostnih papirjev po mnenju številnih strokovnjakov povečujejo izpostavljenost pokojninskih skladov tveganju okoliščinam v domačem gospodarstvu. Kot je razvidno iz Tabele 6, ta ne vključuje podatkov o strukturi naložb pokojninskih skladov tretjega stebra za Litvo, kajti konec leta 2002 v Litvi ni deloval še noben pokojninski sklad.

Tabela 6: Struktura naložb pokojninskih skladov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja po posameznih državah konec leta 2002

	Denarna sredstva in depoziti	Domače državne obveznice	Drugi domači dolžniški VP	Domače delnice	Tuje delnice	Tuji dolžniški VP	Nepremičnine	Drugo premoženje
Država	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)
Češka	8,80	49,90	29,20	6,20	0,00	4,60	0,60	0,70
Estonija	15,80	5,80	26,80	12,90	6,70	31,70	0,00	0,30
Latvija	34,80	0,00	51,20	0,30	5,60	6,20	0,00	1,90
Madžarska	4,80	68,30	13,70	7,30	4,50	0,20	1,40	0,00
Poljska	7,20	12,10	54,10	26,70	0,00	0,00	0,00	0,00
Slovaška	34,60	40,00	11,30	1,30	0,00	7,20	2,60	3,00
Slovenija	27,30	50,50	18,00	2,90	0,00	0,00	0,00	1,20

Opombe: Vsote deležev posameznih vrst naložb pokojninskih skladov za posamezne države odstopajo od 100 %, ker so deleži posameznih vrst naložb so zaokroženi na 1 decimalno mesto natančno. VP-oznaka za vrednostne papirje

Vir: FIAD, 2003, str. 49.

Liberalnejši zakonski predpisi o naložbah pokojninskih skladov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja se odražajo v strukturi naložb pokojninskih skladov. Prva opaznejša razlika je pri naložbah v nepremičnine, kamor svoje premoženje investirajo pokojninski skladi Češke, Madžarske in Slovaške. Deleži naložb pokojninskih skladov v denarna sredstva in depozite se razlikujejo med posameznimi državami. Najnižji delež imajo skladi na Madžarskem. Najvišje deleže dosegajo skladi v Latviji in na Slovaškem. Tudi delež

slovenskih pokojninskih skladov v depozite je med višjimi. Večina slovenskih pokojninskih skladov je začela poslovati leta 2002, zato je razumljivo, da je v začetnem obdobju razpršenost med naložbe manjša kot pri pokojninskih skladih z daljšim obdobjem poslovanja. Deleži domačih državnih obveznic se gibljejo med 40 in 68% celotnega premoženja. Močno odstopajo deleži domačih državnih obveznic in domačih delnic pri pokojninskih skladih Estonije (nizek obseg izdaj državnih obveznic) in Poljske (velik delež dovoljenih naložb v delnice), medtem ko pokojninski skladi Latvije nimajo naložb v domače državne vrednostne papirje.

Velik delež naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje dosegajo estonski skladi. Majhen delež teh naložb zasledimo pri čeških, latvijskih, slovaških in madžarskih skladih. Poljski skladi nimajo naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje. Ker gre za povprečne podatke na ravni posamezne države, podatek za slovenske pokojninske sklade pri naložbah v tuje dolžniške vrednostne papirje ni pravilen. V točki 5.4, v kateri opredelimo strukturo premoženja slovenskih pokojninskih skladov, bomo videli odstopanja od navedenega podatka.

Primerjavo podatkov o predpisanih in dejanskih deležih naložb pokojninskih skladov dodatnega prostovoljnega pokojninskega zavarovanja posameznih držav v delnice in tuje premoženje bomo predstavili v Tabeli 7.

Tabela 7: Predpisane omejitve in dejanski deleži naložb pokojninskih skladov tretjega stebra v delnice in tuje premoženje po posameznih državah konec leta 2002

Države	Delnice			Tuje premoženje		
	Predpisana omejitev	Dejanski deleži	Izkoriščenost predpisov	Predpisana omejitev	Dejanski deleži	Izkoriščenost predpisov
	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)
Češka	25,00	6,20	25,00	100,00	4,60	5,00
Estonija	100,00	19,60	20,00	100,00	38,40	38,00
Latvija	100,00	5,90	6,00	30,00	11,80	39,00
Madžarska	60,00	11,70	20,00	30,00	4,60	15,00
Poljska	100,00	26,70	27,00	5,00	0,00	0,00
Slovaška	20,00	1,30	7,00	15,00	7,20	48,00
Slovenija	30,00	2,90	10,00	100,00	0,00	0,00

Vir: FIAD, 2003, str. 38.

Čeprav zakonski predpisi omejujejo pokojninske sklade pri oblikovanju strukture premoženja, so upravljavci sami pripravljeni sprejemati nižje stopnje tveganja, kot jim dovoljujejo predpisi. Izkoriščenost dovoljenih deležev naložb v delnice je zelo nizka, najvišja 27% izkoriščenost je dosežena pri poljskih pokojninskih skladih. Nekoliko višja je stopnja izkoriščenosti razpršenosti naložb v tuje premoženje, in sicer 48% na Slovaškem. Na Poljskem pokojninski skladi ne nalagajo sredstev v tuje premoženje. Glede na nizko stopnjo dovoljenih naložb v tuje premoženje nas podatek ne preseneča. Zanimivo je, da slovenski pokojninski skladi glede na neomejenost deleža naložb v tuje premoženje nimajo tovrstnih

naložb. V naslednji točki bomo videli, da to drži le za pokojninske načrte vzajemnih pokojninskih skladov, ne pa za pokojninske načrte, ki jih upravljajo pokojninske družbe.

Pokojninski skladi niso naklonjeni sprejemanju visokih stopenj tveganja. Med razlogi so zagotovo dolgoročno zagotavljanje varnosti prihrankov članov pokojninskih skladov, doseganje predpisanih zjamčenih stopenj donosnosti, davčnih vidikov ali kratkoročnih vidikov zakonodajalcev in javnosti.

Premoženje pokojninskih skladov vzhodnoevropskih držav je pretežno naloženo v domače dolžniške vrednostne papirje. Največkrat je razlog za takšno strukturo premoženja v zakonskih predpisih o naložbah pokojninskih skladov, katerih namen naj bi bila zaščita članov pred tveganji na kapitalskih trgih in ublažitev stroškov prehoda k kapitalskemu načinu financiranja pokojnin (Roldos, 2004, str. 3). Zakonske omejitve naložb pokojninskih skladov imajo pomemben vpliv na razporeditev premoženja pokojninskih skladov in posledično na razvoj trga vrednostnih papirjev.

Relativno večji delež razporeditve premoženja v državne vrednostne papirje je povsem običajen za začetno fazo izvajanja pokojninske reforme, ki vpliva na neželjeno koncentracijo tveganja v okviru posameznega gospodarstva. Roldos opredeli tri argumente, ki opravičujejo relativno visok delež premoženja pokojninskih skladov v državnih vrednostnih papirjih (Roldos, 2004, str. 4):

- povečan obseg izdaj državnih vrednostnih papirjev olajša prehod h kapitalskemu načinu financiranja pokojnin;
- v začetni fazi pokojninske reforme so upravljavci pokojninskih skladov razmeroma neizkušeni v upravljanju s tveganjem in sledijo procesu učenja, ki se začne z manj tveganimi naložbami v državne vrednostne papirje;
- lokalni trgi dolžniških vrednostnih papirjev so v splošnem nerazviti in je potrebno, da vlada pomaga pri oblikovanju krivulje donosnosti teh papirjev.

Kako bi liberalizacija zakonskih predpisov o naložbah pokojninskih skladov s prehodom količinskih omejitev k načelom preudarnosti vplivala na razvoj lokalnih trgov, je težko posplošiti za vse države, kajti razlike med obstoječimi predpisi posameznih držav so velike.

5.4 Primerjava struktur naložb med pokojninskimi skladi v Sloveniji

Preden se osredotočimo na proučevanje strukture naložb pokojninskih skladov, si pogledjmo, kako se je spreminjal obseg poslovanja posameznih izvajalcev dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji. Predstavljamo ga v Tabeli 8.

Tabela 8: Vrednost sredstev izvajalcev dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji v obdobju 2001-2003

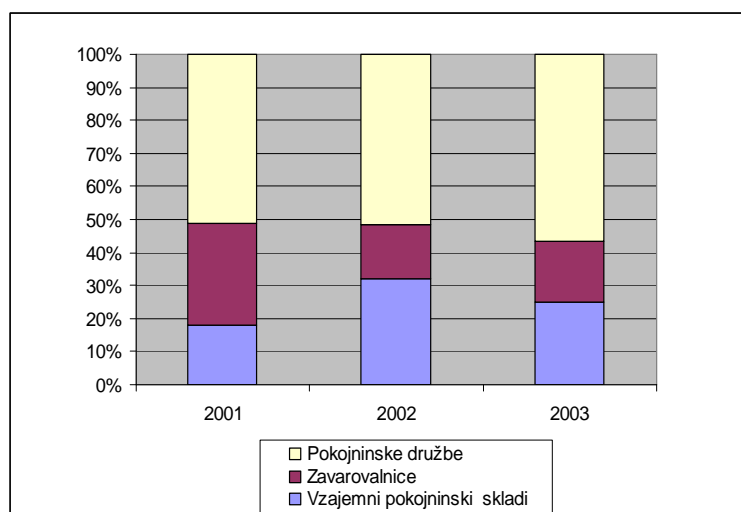
Pokojninski sklad	31.12.2001.		31.12.2002		31.12.2003	
	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)
Vzajemni pokojninski skladi	1.161	18,00	5.875	32,20	12.229	25,00
Zavarovalnice	1.982	30,73	2.965	16,25	8.913	18,23
Pokojninske družbe	3.307	51,27	9.407	51,55	27.762	56,77
Skupaj	6.450	100,00	18.247	100,00	48.904	100,00

Opombe: Pri zavarovalnicah in pokojninskih družbah so upoštevane vplačane bruto premije, pri vzajemnih pokojninskih skladih pa obseg sredstev⁴⁰.

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 2003, str. 41.

Iz podatkov o obsegu poslovanja pokojninskih skladov in zavarovalnic v Tabeli 8 je mogoče ugotoviti, da se je povečal delež pokojninskih skladov in zmanjšal delež zavarovalnic pri izvajanju storitev dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Slika 3: Struktura sredstev dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji v obdobju 2001-2003 po izvajalcih



Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 2003, str. 41.

Konec leta 2002 je bilo na slovenskem finančnem trgu med izvajalci pokojninskih načrtov 7 vzajemnih pokojninskih skladov, 6 pokojninskih družb in 3 zavarovalnice. Konec leta 2003 je bilo na slovenskem trgu navzočih 5 vzajemnih pokojninskih skladov, 4 pokojninske družbe in 3 zavarovalnice. Zmanjšal se je delež izvajalcev pokojninskih načrtov in hkrati povečal obseg poslovanja vseh izvajalcev pokojninskih načrtov. Prevladujočo vlogo med izvajalci dodatnega pokojninskega zavarovanja so imele leta 2003 pokojninske družbe, katerih delež je predstavlja 56,77%.

⁴⁰ Vplačane bruto premije so vplačane premije prostovoljnega dodatnega zavarovanja. Obseg sredstev vzajemnih pokojninskih skladov predstavljajo sredstva, zbrana z vplačili premij prostovoljnega dodatnega zavarovanja oziroma ustvarjena z upravljanjem s temi sredstvi.

Nadzor nad poslovanjem vzajemnih pokojninskih skladov izvaja Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), medtem ko poslovanje pokojninskih družb nadzira Agencija za zavarovalni nadzor (AZN). Zato bomo ločeno prikazali strukturo naložb vzajemnih pokojninskih skladov in pokojninskih načrtov pokojninskih družb.

Čeprav je zgodovina poslovanja slovenskih pokojninskih skladov zelo kratka, si bomo kljub temu pogledali spremembe v njihovi strukturi naložb med letoma 2001 in 2003. Predstavljamo jih v Tabeli 9.

Tabela 9: Struktura naložb vzajemnih pokojninskih skladov v obdobju 2001-2003

	Sredstva	31.12.2001		31.12.2002		31.13.2003	
		Vrednost (v SIT)	Deleži (v %)	Vrednost (v SIT)	Deleži (v %)	Vrednost (v SIT)	Deleži (v %)
1.	Denarna sredstva	26.545.164	2,29	81.417.058	1,39	122.953.259	1,01
2.	Kratkoročni VP (skupaj)	152.519.877	13,14	138.904.352	2,36	265.214.538	2,17
3.	Dolgoročni VP (skupaj)	665.950.813	57,37	3.919.833.843	66,72	9.086.977.963	74,31
4.	Investicijski kuponi in delnice investicijskih skladov	352.862	0,03	151.362.469	2,58	357.218.877	2,92
5.	Naložbe v posojila	0	0	0	0	0	0
6.	Bančni depoziti	311.954.602	26,87	1.574.252.025	26,79	2.378.998.391	19,45
7.	Nepremičnine in druge stvarne pravice	0	0	0	0	0	0
8.	Drugo (terjatve in aktivne časovne razmejitev)	3.548.715	0,31	9.608.951	0,16	17.369.824	0,14
9.	Skupaj	1.160.872.032	100,00	5.875.378.699	100,00	12.228.732.852	100,00

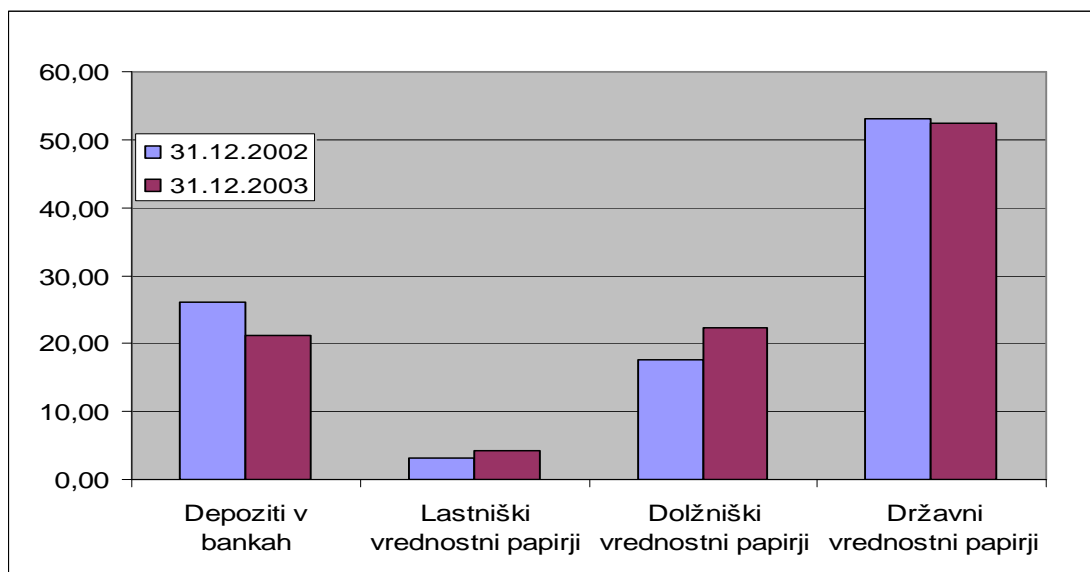
Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev, 2003, str. 41.

Podatki za posamezna leta predstavljajo povprečno strukturo naložb vzajemnih pokojninskih skladov, v katero so zajeti vzajemni sklad dodatnega obveznega pokojninskega zavarovanja in vsi vzajemni skladi dodatnega prostovoljnega zavarovanja. Struktura naložb vzajemnih pokojninskih skladov se tudi v Sloveniji spreminja. Povečuje se namreč delež naložb v dolgoročne vrednostne papirje in zmanjšuje delež naložb v bančne depozite. Sprememba sestave naložb vzajemnih pokojninskih skladov je posledica sprememb na trgu, predvsem znižanja obrestnih mer.

Žal podatki o povprečni strukturi naložb vzajemnih pokojninskih skladov, ki jih je objavila ATVP, ne prikažejo, kolikšen delež dolgoročnih vrednostnih papirjev predstavljajo naložbe v delnice in kolikšen delež premoženja pokojninski skladi investirajo v tuje vrednostne papirje. Te podatke si bomo lahko podrobno pogledali pri predstavitvi struktur premoženja posameznih pokojninskih načrtov.

Na podlagi podatkov AZN predstavljamo deleže posameznih vrst naložb kritnih skladov pokojninskih družb⁴¹ v Sliki 4.

Slika 4: Struktura naložb kritnih skladov pokojninskih družb v letu 2002 in 2003



Vir: Letno poročilo 2003, AZN, str. 27.

Iz Slike 4 je mogoče videti, da se je zmanjšal delež naložb v depozite in hkrati povečal delež naložb v dolžniške vrednostne papirje in delnice⁴². Sprememba v strukturi naložb je posledica sprememb na trgu, predvsem znižanja obrestnih mer.

Precejšen delež naložb kritnih skladov pokojninskih družb predstavljajo naložbe v tujino. Leta 2003 so znašale naložbe v tuje lastniške in dolžniške vrednostne papirje dobri 2 milijardi SIT, kar je skoraj 8% vseh naložb kritnih skladov pokojninskih družb. Od tega predstavljajo naložbe v tuje lastniške vrednostne papirje 32% vseh naložb v lastniške vrednostne papirje, naložbe v tuje dolžniške vrednostne papirje pa 29% vseh naložb v tovrstne vrednostne papirje (Letno poročilo 2003, AZN, str. 28).

Ker smo želeli analizirati strukturo naložb slovenskih pokojninskih skladov po posameznih vrstah naložb, ki so predmet proučevanja struktur naložb pokojninskih skladov vzhodnoevropskih držav, smo se odločili za anketo upravljavcev slovenskih pokojninskih skladov. Vsi z anketo zbrani podatki vključujejo strukturo naložb za posamezne vzajemne pokojninske sklade in za posamezne kritne sklade pokojninskih družb. Podatki so anonimni, zato ne bomo navajali dejanskih imen pokojninskih skladov. V analizo so vključeni 4 vzajemni pokojninski skladi in 4 pokojninske družbe⁴³. Po podatkih o številu izvajalcev

⁴¹ Kritni sklad pokojninske družbe je kritno premoženje namenjeno kritju obveznosti iz prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, za katerega je potrebno oblikovati matematične rezervacije. Premoženje kritnega sklada je dovoljeno uporabiti samo za izplačilo terjatev iz zavarovanj, v zvezi s katerimi je bil oblikovan kritni sklad.

⁴² Poročilo o stanju na področju zavarovalništva v letu 2002.

⁴³ Podatkov o vzajemnem skladu dodatnega obveznega zavarovanja nam ni uspelo pridobiti. Prav tako v analizo niso vključeni podatki za zaprti pokojninski sklad dodatnega pokojninskega zavarovanja javnih uslužbencev.

dodatnega pokojninskega zavarovanja konec leta 2003 so v vzorec analiziranih pokojninskih skladov zajete vse pokojninske družbe in štirje od petih vzajemnih pokojninskih skladov.

Posebej si bomo v Tabeli 10 najprej pogledali strukturo vzajemnih pokojninskih skladov kot izvajalcev pokojninskih načrtov dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Tabela 10: Struktura naložb slovenskih vzajemnih pokojninskih skladov v obdobju 2001- 2003 (podatki so za konec leta)

Vrste naložb	VPS 1			VPS 2			VPS 3			VPS 4		
	Delež (v %)			Delež (v %)			Delež (v %)			Delež (v %)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Denarna sredstva in depozit		23,17	10,40		3,75	7,61	55,18	28,71	17,89	29,64	15,33	9,64
Domače državne obveznice		59,48	65,46		60,08	63,07	41,11	68,31	63,95	66,63	69,69	64,71
Drugi domači dolžniški VP		10,95	14,58		10,23	15,19	3,71	2,98	11,58	0,00	8,61	17,21
Domače delnice		4,80	8,53		25,67	14,06	0,00	0,00	6,58	3,52	12,50	8,18
Tuje delnice		0,00	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tuji dolžniški VP		0,00	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nepremičnine		0,00	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Drugo premoženje		1,60	1,03		0,27	0,07	0,00	0,00	0,00	0,21	0,55	0,26
Skupaj		100,00	100,00		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	106,68	100,00

Opombe: VPS: vzajemni pokojninski skladi; VP: vrednostni papirji.

Vir: Lastna anketa, 2004.

Deleži naložb v državne dolžniške vrednostne papirje so se leta 2003 gibali med 63,07 in 69,69% celotnega premoženja vzajemnih pokojninskih skladov. Nihče izmed štirih skladov ni investiral sredstev v nepremičnine, tuje dolžniške vrednostne papirje in tuje delnice. Strukture posameznih vzajemnih pokojninskih skladov se med seboj močno razlikujejo v deležu sredstev, investiranih v domače delnice. VPS 4 je imel konec leta 2003 v delnicah investiranih le 8,18% celotnega premoženja. VPS 3 je imel v istem obdobju v delnicah investiranih 6,58%, upravljavec VPS 2 pa je v delnice investiral kar 14,06% celotnega premoženja. Kako se večji delež naložb v delnice kaže na donosnosti VPS 2, si bomo ogledali v naslednjem poglavju.

Velike razlike med vzajemnimi pokojninskimi skladi so tudi v deležu sredstev, ki jih posamezni sklad investira v depozite. Trend postopnega zmanjševanja deleža depozitov je zaznati v vseh štirih vzajemnih pokojninskih skladih. Povzamemo lahko, da upravljavci vseh štirih vzajemnih pokojninskih skladov vodijo konservativno politiko naložb v smislu zagotavljanja zajamčene donosnosti pokojninskih skladov. Nekoliko odstopa le VPS 2 pri naložbah v delnice.

V Tabeli 11 predstavljamo strukturo naložb kritnih skladov pokojninskih družb. Podatke o strukturi naložb posameznih kritnih skladov pokojninskih družb smo pridobili na osnovi ankete upravljavcev pokojninskih družb.

Tabela 11: Struktura naložb kritnih skladov pokojninskih družb za leta 2001, 2002 in 2003

Kritni sklad	Leto	Vrste naložb								Skupaj
		Denarna sredstva in depoziti	Domače državne obveznice	Drugi domači dolžniški VP	Domače delnice	Tuje delnice	Tuji dolžniški VP	Nepremičnine	Drugo premoženje	
	2001	19,99	75,10	4,91	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
KS 1	2002	23,47	40,00	14,87	3,52	3,44	14,70	0,00	0,00	100,00
	2003	17,05	51,08	12,25	4,03	3,13	12,46	0,00	0,00	100,00
	2001	4,10	95,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
KS 2	2002	12,50	69,90	13,90	3,70	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
	2003	14,40	59,90	20,90	4,80	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
	2001	30,31	65,76	2,33	1,60	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
KS 3	2002	30,96	56,51	11,33	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
	2003	24,14	59,60	14,08	1,64	0,18	0,36	0,00	0,00	100,00
	2001	9,52	77,19	13,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
KS 4	2002	27,65	59,15	13,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
	2003	20,52	65,14	4,68	9,66	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
	2001	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
KS 5	2002	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
	2003	20,27	66,70	11,01	2,02	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
	2001	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
KS 6	2002	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
	2003	21,48	65,39	9,50	3,63	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
	2001	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
KS 7	2002	27,45	51,35	17,01	0,41	0,00	3,78	0,00	0,00	100,00
	2003	26,38	36,74	30,50	0,13	0,00	6,25	0,00	0,00	100,00
	2001	72,02	27,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
KS 8	2002	29,67	43,31	19,72	0,52	0,00	6,78	0,00	0,00	100,00
	2003	32,59	32,58	26,57	0,21	0,00	8,05	0,00	0,00	100,00
	2001	100,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
KS 9	2002	28,78	48,09	16,90	0,42	0,00	5,81	0,00	0,00	100,00
	2003	28,89	39,24	23,54	0,12	0,00	8,21	0,00	0,00	100,00
	2001	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
KS 10	2002	27,40	52,33	14,30	0,09	0,00	5,88	0,00	0,00	100,00
	2003	25,82	41,97	22,97	0,02	0,00	9,22	0,00	0,00	100,00
	2001	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
KS 11	2002	30,97	55,93	13,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
	2003	16,80	40,01	18,59	0,00	0,00	24,60	0,00	0,00	100,00
	2001	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
KS 12	2002	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
	2003	22,03	42,40	17,53	0,00	0,00	18,04	0,00	0,00	100,00

Opombe: n.p.- ni podatka

Vir: Lastna anketa, 2004.

Primerjava med strukturami naložb vzajemnih pokojninskih skladov in strukturami naložb kritnih skladov za leto 2003 pokaže, da je stopnja razpršenosti premoženja med posameznimi vrstami naložb večja pri kritnih skladih. Deleži naložb kritnih skladov v depozitih in denarnih sredstvih se v letu 2003 gibljejo med 14,40 in 32, 59% celotnega premoženja. Najvišji dovoljeni znesek naložb v depozite in potrdila o vlogah je predpisan v višini 30%. Če prištejemo še najvišji dovoljeni znesek naložb v denarna sredstva, v višini 3%, zaznamo, da kritni sklad pod zaporedno številko 8 dosega najvišji dovoljeni znesek tovrstnih naložb. Zanimivo je, da imajo kritni skladi, ki dosegajo višje deleže naložb v depozite, nižje deleže

naložb v domače državne vrednostne papirje in višje deleže naložb drugih domačih dolžniških vrednostnih papirjev v primerjavi s kritnimi skladi z nižjimi deleži naložb v depozite. Nizki deleži naložb kritnih skladov v državne vrednostne papirje se gibljejo med 32,58 do 42,40%. Ti kritni skladi imajo večje deleže naložb v druge domače dolžniške instrumente, in sicer v razponu od 17,35 do 30,50%.

Izkoriščenost dovoljenih deležev naložb v domače in tuje lastniške vrednostne papirje je nizka. V skladu z zakonskim predpisom o zagotavljanju zajamčene stopnje donosnosti, so nizki deleži povsem razumljivi. V letu 2003 se deleži naložb v domače in tuje delnice gibljejo med 0,02% pri kritnem skladu št. 9 in 9,68 pri kritnem skladu št. 4. Če primerjamo podatke za vzajemne pokojninske sklade in kritne sklade glede višine naložb v domače delnice, ugotovimo, da imajo slednji v povprečju nižji delež tovrstnih naložb. Naložb v tuje delnice pri vzajemnih pokojninskih skladih leta 2003 ni bilo. Medtem ko smo opazili naložbe v tuje delnice samo pri dveh kritnih skladih v letu 2003, katerih deleži so gibali med 0,18 in 3,13%. Preostalih 10 kritnih skladov tako kot vzajemni pokojninski skladi ni razporedilo svojih sredstev med tuje delnice.

V nasprotju z vzajemnimi pokojninskimi skladi imajo nekateri kritni skladi visok delež naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje. Najvišji, 24,60-odstotni delež naložb v tuje dolžniške vrednostne papirje je leta 2003 dosegel kritni sklad številka 11. V okviru dolžniških vrednostnih papirjev stremijo upravljavci po vzpostavitvi ravnotežja glede na zahtevano stopnjo donosa in stopnjo tveganja med dolžniškimi vrednostnimi papirji izdanimi s strani države in ostalih izdajateljev.

Na podlagi ankete upravljavcev kritnih skladov nam je uspelo pridobiti informacije o tujih trgih, na katerih se pojavljajo kot investitorji. Upravljavci kritnih skladov z večjimi deleži naložb v tuje dolžniške in lastniške instrumente investirajo svoje premoženje na kapitalskih trgih v Luksemburgu, Franciji, Nemčiji, Veliki Britaniji in na Hrvaškem. Naložb v nepremičnine in druge vrste premoženja nismo zaznali.

Glede na kratko obdobje poslovanja pokojninskih skladov je razumljivo, da je na začetku stopnja razpršenosti naložb nižja. Pričakovati je, da se bo struktura naložb s podaljševanjem obdobja poslovanja pokojninskih skladov spremenila. Pomanjkanje kakovostnih naložb in možnosti za razpršitev naložb na domačem trgu vrednostnih papirjev pomeni omejitev za nadaljnji razvoj pokojninskih zavarovanj. Zato lahko pričakujemo višjo stopnjo diverzifikacije premoženja pokojninskih skladov, s poudarkom na naložbah v tuje premoženje.

Minimalno zajamčena stopnja donosnosti, ki je določena z zakonskimi predpisi na letni ravni, poleg količinskih omejitev naložb dodatno omejuje diverzifikacijo premoženja med različne vrste naložb (Davis, 2002, str. 14). Vse te omejitve vplivajo na omejitve lastništva spremenljivega premoženja, ki bi lahko znižala donose pod zajamčene stopnje v posameznem letu, tudi ob potencialno visokih povprečnih donosih.

6 VPLIV OMEJITEV PRI OBLIKOVANJU PREMOŽENJA NA DONOSNOST NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

Ocenjevanje uspešnosti upravljanja pokojninskega sklada zahteva predhodno merjenje uspešnosti oziroma donosnosti naložbene politike. Z merjenjem uspešnosti naložbene politike pokojninskega sklada dobimo podatek, kako uspešno pokojninski sklad uresničuje postavljene cilje naložbene politike. Ugotovimo lahko, ali obstoječa politika naložb omogoča ali ovira uresničevanje naložbenih ciljev in ali upravljavci sledijo oblikovani naložbeni politiki.

Za analiziranje uspešnosti upravljanja pokojninskega sklada oziroma uspešnosti upravljavca, ki upravlja z delom pokojninskega sklada, je treba opredeliti primerljivo premoženje (angl. Benchmark) oziroma standard primerjave. Analitiki, ki se ukvarjajo s preučevanjem učinkovitosti upravljanja pokojninskih skladov, za primerjavo pogosto uporabljajo borzne indekse ali dosežke drugih upravljavcev.

Glede na obravnavane vrste tveganj ločimo dva tipa mer za merjenje uspešnosti upravljavca pokojninskega sklada. Prvi tip meri donosnost pokojninskega sklada ob upoštevanju celotnega tveganja in je primeren, kadar ocenjujemo donosnost celotnega premoženja pokojninskega sklada in ne le posameznih vrst naložb. Drugi tip mer zajema le sistematični del celotnega tveganja in je namenjen ocenjevanju donosnosti posameznih vrst naložb.

Na donosnost naložb in posledično na višino nadomestitvene stopnje pokojnine vpliva spremenljivost cen finančnih instrumentov na trgih kapitala. Seveda je pri ustvarjanju ustrezne stopnje donosnosti pomembna naložbena politika upravljavca. Spremenljivost donosnosti premoženja zasebnih pokojninskih načrtov je odvisna od (Davis, 2002, str. 17):

- spremenljivosti letnih donosnosti finančnih instrumentov;
- popolnih zlomov trgov kapitala kot posledica hiperinflacije ali drugih vrst kriz;
- nenehnih odstopanj od trenda na kapitalskih trgih.

Spremenljivost letnih donosnosti finančnih instrumentov je običajno bolj kratkoročnega značaja in se na podlagi opazovanih podatkov (za ZDA) vrne v ravnovesje. Druga dva vpliva sta zastrašujoča in je zanju težko najti rešitev. Nobena izmed predstavljenih strategij ne more učinkovito vplivati na nenehna odstopanja od dolgoročnih trendov (Davis, 2002, str. 17).

Člani zasebnih pokojninskih načrtov z določenimi prispevki, ki se upokojijo v času naraščajočih donosov finančnih instrumentov na trgu kapitala, pridobijo višje pokojnine kot člani, ki se upokojijo v obdobju negativnih donosov na kapitalskih trgih.

V nadaljevanju tega poglavja ločeno predstavimo vpliv različnih omejitev naložb na donosnost naložb pokojninskih skladov v državah OECD in v Sloveniji.

6.1 Države OECD

V tej točki predstavimo vpliv različnih omejitev naložb na realizirano donosnost pokojninskih skladov v posameznih državah OECD. V poglavju o primerjavi struktur naložb pokojninskih skladov med državami OECD smo predstavili podatke o strukturi naložb v 10 državah OECD. Podatke o donosnosti pokojninskih skladov smo pridobili le za 7 od 10 proučevanih držav.

Davis (2001, str. 36) je poskušal oceniti vpliv zakonskih omejitev naložb na uspešnost upravljanja pokojninskih skladov. Za ugotavljanje uspešnosti je uporabil agregatne podatke o donosnosti pokojninskih skladov na ravni posamezne države. Kot ponderje je uporabil podatke o letnih donosnostih posameznih vrst naložb pokojninskih skladov, vključujoč kapitalske dobičke in izgube, pridobljene na trgu. Hkrati je predpostavil, da imajo pokojninski skladi posamezne države premoženje razpršeno v indeksne sklade za posamezno vrsto naložb. Transakcijskih in administrativnih stroškov pokojninskih skladov, ki vplivajo na znižanje vrednosti donosov, avtor v svojih izračunih donosnosti ni upošteval. Zato lahko govorimo o zelo poenostavljenih ocenah donosnosti pokojninskih skladov za 7 držav OECD.

V oceno donosnosti pokojninskih skladov posameznih držav je avtor vključil dve obdobji. Prvo obdobje od leta 1980 do 1995 je zaznamovalo zniževanje inflacije in doseganje izjemnih donosov na trgu kapitala. Časovna opredelitev obdobja je nekoliko prekratka, kajti za proučevanje povprečnih donosnosti obdobja je treba zajeti daljše obdobje, kar pomeni večje razlike v donosnostih posameznih let in nižjo povprečno donosnost v obdobju.

Na podlagi opredelitve škodljivih učinkov količinskih omejitev naložb in pozitivnih učinkov načela preudarnega gospodarjenja analiziramo dejanske razlike v ocenah donosnosti premoženja pokojninskih skladov na ravni posameznih držav OECD. V Tabeli 12 so predstavljeni podatki Davisa (2001, str. 36) o ocenjenih donosnostih pokojninskih skladov posameznih držav.

Tabela 12: Ocene realnih in nominalnih letnih donosnosti pokojninskih skladov po posameznih državah OECD v obdobju 1980-1995 oziroma 1970-1995

	1980-1995	1980-1995	1980-1995	1970-1995	1970-1995	1970-1995
Države OECD	Nominalna donosnost	Standardni odklon	Realna donosnost	Standardni odklon	Realna donosnost	Standardni odklon
Velika Britanija	15,80	8,70	9,80	9,70	5,90	12,80
ZDA	13,20	9,20	8,40	10,90	4,50	11,80
Nemčija	9,70	7,00	6,70	6,90	6,00	5,90
Japonska	8,90	9,10	6,90	9,40	4,40	10,20
Kanada	12,40	10,00	7,50	10,60	4,80	10,00
Nizozemska	9,20	6,30	6,30	6,70	4,60	6,00
Švedska	11,50	15,20	4,90	15,90	2,00	13,10
Povprečje	11,50	9,40	7,20	10,00	4,60	10,00
Načelo preudarnosti	11,90	8,70	7,80	9,50	4,80	10,20
Količinske omejitve	10,60	11,10	5,80	11,40	4,00	9,50

Vir: Davis, 2001, str. 52.

Podatki iz Tabele 12 (na strani 83) za obdobje 1980-1995 nazorno kažejo razlike v donosnosti pokojninskih skladov med državami, ki uporabljajo količinske omejitve naložb pri upravljanju pokojninskih skladov, in državami, ki upoštevajo načela preudarnega gospodarjenja. Povprečna razlika med realno donosnostjo premoženja pokojninskih skladov z upoštevanjem načela preudarnosti in realno donosnostjo premoženja pokojninskih skladov s količinskimi omejitvami je 200 bazičnih točk.

V daljšem časovnem obdobju (1970-1995), ki je primernejše za oceno donosnosti, je razlika med pokojninskimi skladi, ki uporabljajo različne vrste omejitev manjša, in znaša 80 bazičnih točk. Kljub zniževanju razlike v donosnosti načelo preudarnosti kot zakonska usmeritev pri oblikovanju naložb pokojninskih skladov omogoča doseganje povprečno višje donosnosti premoženja pokojninskih skladov.

Primerjava povprečnih donosnosti skladov med državami ne daje zadovoljive ocene o uspešnosti skladov oziroma učinkovitosti strateške razporeditve premoženja. Veliko bolj nazorna je primerjava dejansko dosežene donosnosti pokojninskih skladov z donosnostjo primerjalnega premoženja. Tako lažje ocenimo, ali skladi optimalno nalagajo premoženje oziroma izkoriščajo priložnosti, ki se med državami razlikujejo.

Odločilnega pomena je primerjava donosnosti pokojninskih skladov s stopnjo realne rasti plač. Če pokojninski skladi niso sposobni preseči stopnje realne rasti zaslužkov, bi bilo bolje, da bi se pokojninski sistem financiral po načelu sprotnega prispevnega kritja (Davis, Steil, 2001, str. 106).

Tabela 13: Povprečna realna letna stopnja donosa pokojninskih skladov glede na izbrane »benchmark« v izbranih državah v obdobju 1970-1995 in 1980-1995

Države OECD	1970-1995				1980-1995			
	Pokojninski skladi	Domači portfelj	Globalni portfelj	Realna rast plač	Pokojninski skladi	Domači portfelj	Globalni portfelj	Realna rast plač
Velika Britanija	5,9	4,7	5,9	2,8	9,8	9,2	10,2	3,0
ZDA	4,5	4,4	7,5	-0,2	8,4	8,7	10,0	-0,8
Nemčija	6,0	6,4	3,9	2,7	6,7	10,4	9,3	1,4
Japonska	4,4	6,1	6,9	2,4	6,9	9,6	8,9	1,4
Kanada	4,8	4,0	7,1	1,3	7,5	6,6	10,6	0,3
Nizozemska	4,6	5,5	4,8	1,4	6,3	11,4	9,9	0,1
Svedska	2,0	8,0	6,3	1,4	4,9	10,3	10,4	0,3

Vir: Davis, Steil, 2001, str. 105

Uspešnost pokojninskih skladov sta Davis in Steil (2001, str. 105) primerjala s stopnjo realne rasti plač in dvema primerjalnima premoženjema (angl. Benchmark):

- premoženje, ki ga sestavlja 50% domačih delnic in 50% domačih obveznic (domače premoženje),

- premoženje, ki ga sestavlja 50% delnic tujih držav in 50% obveznic tujih držav (globalno premoženje⁴⁴).

Primerjava dejanske donosnosti pokojninskih skladov s stopnjo realne rasti plač kaže, da pokojninski skladi v posameznih državah niso imeli težav s premagovanjem te primerjalne vrednosti (glej Tabelo 13, na str. 84). Le pokojninski skladi na Švedskem so v daljšem časovnem obdobju komaj presegli realno stopnjo rasti plač. Nadaljnja primerjava dejanske donosnosti pokojninskih skladov s primerjalnima premoženjema (domače in globalno premoženje) dokazuje, da skladi ne izkoriščajo popolnoma razpoložljivih možnosti. Tveganje primerjalnih premoženj je v povprečju mnogo višje od tveganja dejanskega premoženja pokojninskih skladov. Zakonski predpisi o naložbah pokojninskih skladov ne omogočajo sprejemanja visokih stopenj tveganja. V poglavju o strukturi naložb pokojninskih skladov držav OECD smo lahko spoznali, da je premoženje pokojninskih skladov razpršeno med različne vrste naložb. Zato menimo, da primerjavi dejanskega premoženja pokojninskih skladov z domačim in globalnim primerjalnim premoženjem s stališča načela preudarnosti, ki ga obravnavajo tako usmeritve OECD kot tudi Direktiva 2003/41/ES o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje, nista ustrezni.

6.2 Slovenija

S pristopom k pokojninskem načrtu v Sloveniji zavarovanec prevzame naložbeno tveganje z omejitvijo, ki jo predstavlja minimalna zajamčena donosnost kot stopnja, za katero jamči upravljavec sklada. Zajamčena donosnost mora biti izražena z letno stopnjo donosnosti in ne sme biti nižja od 40% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom⁴⁵. Povprečna donosnost se izračunava ločeno za naslednje skupine vrednostnih papirjev: indeksirane državne vrednostne papirje, nominirane v tolarjih, ki vključujejo tako obveznice z indeksirano glavnico kot tudi obveznice z indeksirano obrestno mero, neindeksirane državne vrednostne papirje, nominirane v tolarjih, in državne vrednostne papirje nominirane v evrih. Vsota uteži vseh skupin vrednostnih papirjev je enaka 1⁴⁶. Letna minimalna zajamčena donosnost se izračuna kot vsota 50% prevrednotenja vrednosti premoženja in 40% donosnosti premoženja do dospelja v začetku obdobja ter 60% spremembe tržne vrednosti premoženja v obdobju (Uradni list RS, št. 64/2004). Zajamčeno donosnost sredstev izvajalci opredelijo v pokojninskem načrtu in ni nujno enaka minimalni zajamčeni donosnosti.

⁴⁴ Globalno premoženje sta avtorja oblikovala tako, da sta donosnost delnic in obveznic tujih držav ponderirala s tržno kapitalizacijo in popravila za inflacijo ter letno spremembo efektivnega deviznega tečaja domače države.

⁴⁵ Pravila za izračun tega donosa so določena v Pravilniku o izračunu povprečne donosnosti državnih vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 64/2004.).

⁴⁶ Za indeksirane vrednostne papirje, nominirane v tolarjih, se donosnost izračuna ob predpostavki ničelne vrednosti indeksa (TOM) v prihodnje. Za vrednostne papirje, nominirane v evrih, se donosnost izračuna ob predpostavki nespremenjene vrednosti evra v prihodnje.

In kako doseganje minimalne zajamčene stopnje donosnosti in izpolnjevanje zakonsko predpisanih omejitev naložb vpliva na donosnost posameznih pokojninskih skladov? Podatke o realizirani in zajamčeni donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov in kritnih skladov pokojninskih družb smo zbrali na podlagi ankete upravljavcev in jih predstavljamo v tabelah 14 in 15⁴⁷.

Tabela 14: Primerjava realiziranih in zajamčenih donosnosti posameznih vzajemnih pokojninskih skladov za leti 2002 in 2003 v (%)

	Realizirana donosnost 2002	Zajamčena donosnost 2002	Minimalna donosnost 2002	Realizirana donosnost 2003	Zajamčena donosnost 2003	Minimalna donosnost 2003
VPS						
VPS 1	*28,20	n.p.	7,61	11,19	n.p.	6,20
VPS 2	23,86	8,62	7,61	12,00	7,27	6,20
VPS 3	10,78	8,62	7,61	11,65	7,32	6,20
VPS 4	27,32	n.p.	7,61	13,99	n.p.	6,20

*Opombe: * podatek izraža 11 mesečno donosnost (VPS 1 je posloval 11 mesecev v letu 2002); n.p.-ni podatka.*

Vir: Lastna anketa, 2004.

Realizirane donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov se v letu 2002 močno razlikujejo (glej Tabelo 14). Med najvišjo in najnižjo doseženo donosnostjo je 18,42 odstotnih točk razlike. Če pogledamo strukturo naložb vzajemnih pokojninskih skladov za leto 2002, opazimo, da ima VPS3, ki je dosegel najnižjo stopnjo donosnosti, najmanj razpršeno premoženje. V primerjavi z drugimi vzajemnimi pokojninskimi skladi ni imel naložb v domače delnice in je imel nizek 2,98% delež naložb v druge domače dolžniške vrednostne papirje. Vidimo lahko, da strukture naložb premoženja pomembno vplivajo na dosežene stopnje donosnosti.

Realizirana donosnost posameznih vzajemnih pokojninskih skladov za leto 2003 se giblje v ozkem razponu med 11,65 in 13,99%. Strukture naložb vzajemnih pokojninskih skladov dosegajo zelo podobno stopnjo razpršenosti med naložbe v domače državne dolžniške vrednostne papirje, druge domače dolžniške vrednostne papirje, depozite in domače delnice. Najvišjo donosnost je dosegel VPS 4, pri katerem je opaziti višji delež naložb v druge domače dolžniške vrednostne papirje, domače delnice in nižji delež depozitov.

⁴⁷ Agencija za trg vrednostnih papirjev v letnem poročilu o stanju na trgu vrednostnih papirjev predstavi podatke o mesečni donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov in minimalni zajamčeni donosnosti za proučevano leto.

Tabela 15: Primerjava realiziranih in zajamčenih donosnosti kritnih skladov pokojninskih družb za leta 2001, 2002 in 2003

	Realizirana donosnost 2001	Zajamčena donosnost 2001	Minimalna donosnost 2001	Realizirana donosnost 2002	Zajamčena donosnost 2002	Minimalna donosnost 2002	Realizirana donosnost 2003	Zajamčena donosnost 2003	Minimalna donosnost 2003
KS	(v %)	(v %)	(v %)	(v %)	(v %)	(v %)	(v %)	(v %)	(v %)
KS 1	14,61	8,19	6,73	12,44	8,13	7,61	12,56	6,77	6,20
KS 2	15,00		6,73	15,40	8,30	7,61	15,39	7,10	6,20
KS 3	14,30		6,73	12,75	8,13	7,61	10,33	6,77	6,20
KS 4			6,73	13,58	8,13	7,61	11,08	6,77	6,20
KS 5			6,73			7,61	9,62	7,51	6,20
KS 6			6,73			7,61	9,83	7,51	6,20
KS 7	11,50	6,73	6,73	13,24		7,61	10,25	5,56	6,20

Opombe: Siva označena polja pomenijo, da kritni sklad v tem obdobju še ni posloval ali ni podatka. KS 7 predstavlja podatek povprečne realizirane in zajamčene stopnje donosnosti za kritne sklade 7 do 12.

Vir: Lastna anketa, 2004

Iz Tabele 15 vidimo, da se podatki o realiziranih donosnostih za leto 2001 skoraj ne razlikujejo. Tudi v letu 2002 so realizirane donosnosti pokojninskih načrtov podobne, gibljejo se med 12,44% in 15,40%. V letu 2003 je že opaziti razliko v višini 5,77% med najnižjo realizirano donosnostjo v višini 9,62% in najvišjo realizirano donosnostjo v višini 15,39%. Najvišjo stopnjo donosnosti je dosegel KS 2, ki je imel v svoji strukturi naložb velik delež drugih domačih dolžniških vrednostnih papirjev 20,90% in 4,8% delež naložb v domače delnice. Naložb v tuje delnice in dolžniške vrednostne papirje ni imel. Kritna sklada KS 5 in 6, ki sta ustvarila najnižjo stopnjo donosnosti, sta imela za polovico manjši delež naložb v druge domače dolžniške vrednostne papirje in delnice v primerjavi s skladom KS 2.

V Sloveniji je zajamčena donosnost sredstev pokojninskih skladov vezana na donosnost državnih vrednostnih papirjev, zato upravljavcem pokojninskih skladov, ki z lastnim premoženjem jamčijo za donosnost, ni preostalo nič drugega, kot da so večino sredstev naložili v državne vrednostne papirje Republike Slovenije. Tako se poskušajo izogniti neskladju v donosnosti lastnega premoženja in državnih vrednostnih papirjev in minimizirati možnost izgub.

Zaradi načina izračunavanja povprečnega donosa na državne vrednostne papirje, kot ga določa trenutni Pravilnik o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje (pri izračunu se upošteva donosnost obveznic RS ob izdaji za zadnji dve leti), je z naložbami v dolžniške vrednostne papirje zelo težko dosegati zahtevano donosnost. Možnosti za doseganje boljših donosov vidimo predvsem v nadaljevanju agresivnega upravljanja delniškega dela premoženja in večjemu poudarku na naložbah z višjim dividendnim donosom.

Predpisana zajamčena donosnost in predpisana sestava naložb vplivata omejevalno, predvsem na izbor tveganih naložb slovenskih pokojninskih skladov. Ker upravljavci pokojninskih skladov niso nagrajeni za prevzemanje dodatnega tveganja, t.j. tveganja nad zajamčeno stopnjo donosnosti s soudeležbo pri delitvi ustvarjenega dobička, jamčijo pa za zajamčeno stopnjo donosnosti, niso stimulirani za oblikovanje bolj tvegane premoženja. Ustvarjena stopnja donosnosti, ki presega v pokojninskem načrtu določeno zajamčeno stopnjo donosnosti se v celoti pripiše zavarovancem. Veljavni zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb ne spodbujajo naložb v tvegane vrste naložb.

Slovenski pokojninski skladi bodo predvsem varna, a manj donosna naložba, saj jih zakonodaja pri vodenju naložbene politike močno omejuje s količinskimi omejitvami in določilom o minimalni letni stopnji donosnosti, ki so jo pokojninski skladi dolžni zagotavljati članom pokojninskih načrtov. Določilo o minimalni letni stopnji donosnosti in njen izračun sta v nasprotju z določbo Direktive EU, ki govori o najvišji dovoljeni obrestni meri (Bešter, 2004, str. 201). Najvišjo obrestno mero morajo upravljavci izbrati preudarno in v skladu z zakonskimi predpisi matične države članice. Ob določitvi najvišje obrestne mere je potrebno upoštevati trenutno dosegljivo donosnost in pričakovane bodoče donose premoženja pokojninskega sklada ter donosnost državnih ali visoko kvalitetnih obveznic, kot izhaja iz cen na trgu vrednostnih papirjev (Direktiva 2003/41/ES, 15. člen).

Opisano deformacijo, ki izhaja iz zahteve, da je potrebno minimalno zajamčeno stopnjo donosnosti dosegati v relativno kratkih časovnih obdobjih⁴⁸, bi bilo mogoče odpraviti tako, da bi zahtevali njeno uresničitev na daljši rok, bodisi v obdobju povprečnega trajanja ekonomskega cikla ali celo v obdobju celotne dobe trajanja varčevanja posameznika (Jašovič, Simoneti, 2004, str. 98). Za uresničevanje zahtevanih donosnosti je primernejše daljše obdobje, v katerem upravljavci lahko znotraj posameznih obdobj dosegajo celo negativne donosnosti in skrbijo da s skrbno izbranim premoženjem na dolgi rok dosegajo višje stopnje donosnosti od zajamčenih.

Po mnenju Jašoviča in Simonetija (2004, str. 98) bi morali koncept minimalne zajamčene stopnje donosnosti preučiti in razmisliti, ali je potreba po zaščiti posameznikov zaradi možnosti zlorab še nujna in ali je zrelost finančnega sistema dosegla tako stopnjo, da bi lahko zaščito v obliki minimalne zajamčene stopnje donosnosti postopno opustili. Mlajši člani pokojninskih skladov, ki se soočajo z negotovostjo glede pričakovanih pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja, bi najverjetneje dali prednost višji pričakovani stopnji donosnosti na račun višje stopnje tveganja.

Kakovost produktov dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji je mogoče povečati s posodobitvijo zakonskih predpisov, z ustreznimi rešitvami glede zajamčene stopnje donosnosti in vključitvijo »pokojninske direktive« EU (Direktiva 2003/41/ES) v zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. Prilagoditi in poenotiti je potrebno predpise (podzakonske akte), ki trenutno ne omogočajo primerljivosti produktov različnih izvajalcev dodatnega pokojninskega zavarovanja.

7 SKLEP

V magistrskem delu smo proučevali vpliv zakonskih omejitev na strukturo naložb pokojninskih skladov. Pokojninski skladi so kot temeljna oblika privatnih pokojninskih

⁴⁸ To je v obdobju posameznega koledarskega meseca za vzajemne pokojninske sklade in v obdobju posameznega poslovnega leta za zavarovalnice in pokojninske družbe.

zavarovanj nastali z razvojem pokojninskih sistemov. Pomen in obseg pokojninskih skladov v posameznih državah je odvisen od obsega in velikodušnosti njihovih javnih pokojninskih sistemov. Pokojninski skladi so zaradi velikosti sredstev v upravljanju na anglosaksonskih trgih najpomembnejši institucionalni investitorji. Institucionalni investitorji se hitro odzivajo na spremembe relativne donosnosti naložb ter so hkrati gonilna sila razvoja in uvajanja finančnih instrumentov. Pokojninski skladi kot institucionalni investitorji prispevajo k poglobitvi in večji likvidnosti kapitalskih trgov ter s tem k dolgoročnim naložbam, gospodarski rasti in oblikovanju novih delovnih mest.

Pomen oblikovanja in izvajanja naložbene politike je opisan v tretjem poglavju. Naložbena politika je koncept ravnotežja, ki ni odvisen od trenutnih relativnih razmerij med cenami pri določenih vrstah naložb, gospodarskih panogah ali posameznih vrednostnih papirjih. Cilje naložbene politike lahko dosežemo z doslednim izvajanjem oblikovane naložbene politike in kontinuiteto izbranih naložbenih strategij. V poglavju o strategijah upravljanja naložb pokojninskih skladov smo opredelili, da na oblikovanje naložbene politike ne vplivajo le podatki o sprejemljivi stopnji tveganja in pričakovanih stopnjah donosnosti, temveč tudi narava obveznosti pokojninskih skladov. Namen izvajanja različnih naložbenih strategij je ustrezno zavarovanje premoženja pokojninskih skladov. Zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb omogočajo ali ovirajo doseganje optimalne izbire premoženja pokojninskih skladov.

Pri razporeditvi premoženja pokojninskih skladov med različne vrste naložb se upravljavci soočajo z bolj ali manj strogimi zakonskimi predpisi o dovoljenih naložbah in razpršenosti naložb pokojninskih skladov, ki se razlikujejo med posameznimi državami. Zakonsko predpisane količinske omejitve naložb so nefleksibilne in ne omogočajo hitrega prilagajanja spremenjenim gospodarskim okoliščinam, spremembam na trgih kapitala, valutnih in nepremičninskih trgih. Zato so količinske omejitve naložb dopustne le v začetnih letih reforme pokojninskega sistema. Z ustrezno stopnjo zrelosti in razvitosti finančnih trgov bi morale priti do sprostitve količinskih omejitev naložb. Medtem ko načelo preudarnosti kot temeljno načelo kapitalskih vlaganj premoženja pokojninskih skladov poudarja pomen preudarnega odločanja in učinkovitega procesa upravljanja premoženja pokojninskih skladov. Načelo obsega več temeljnih dolžnosti in obveznosti, ki jih morajo upravljavci premoženja pokojninskih skladov upoštevati pri opravljanju svoje dejavnosti.

V magistrskem delu smo proučili vpliv zakonsko predpisanih omejitev naložb na dejansko strukturo naložb premoženja pokojninskih skladov po posameznih državah OECD, Vzhodne Evrope (CEE) in Slovenije. Opis ugotovitev analize in kritične ocene dejanskih struktur naložb pokojninskih skladov posameznih držav in posameznih pokojninskih skladov v Sloveniji smo predstavili v 5. poglavju magistrskega dela.

Zakonske omejitve naložb pokojninskih skladov imajo pomemben vpliv na razporeditev premoženja pokojninskih skladov in posledično na razvoj trga vrednostnih papirjev. Pri proučevanju dejanskih struktur naložb pokojninskih skladov proučevanih držav OECD in

Vzhodne Evrope (CEE) smo se osredotočili tudi na stopnjo izkoriščenosti zakonskih predpisov o dovoljenih naložbah v delnice in tuje premoženje. Med državami OECD imajo visoko stopnjo izkoriščenosti predpisov o dovoljenih naložbah v delnice in tuje premoženje anglosaksonske države in Japonska. Med državami Vzhodne Evrope, ki imajo nizko stopnjo izkoriščenosti predpisov o dovoljenih naložbah v delnice in tuje premoženje, v okviru drugega stebra pokojninskega zavarovanja nekoliko izstopa Poljska pri naložbah v delnice in Estonija pri naložbah v tuje premoženje. Prav tako imajo pokojninski skladi držav Vzhodne Evrope v okviru tretjega stebra pokojninskega zavarovanja nizko stopnjo izkoriščenosti zakonskih predpisov o dovoljenih naložbah v delnice in tuje premoženje. Nekoliko višja stopnja izkoriščenosti razpršenosti naložb v tuje premoženje je na Slovaškem.

Rezultati analize vpliva zakonsko predpisanih omejitev naložb na dejansko strukturo naložb pokojninskih skladov po posameznih državah kažejo, da je struktura naložb pokojninskih skladov po posameznih državah odsev stopnje razvitosti njihovih trgov kapitala, tradicije zasebnih pokojninskih zavarovanj, izkušenosti upravljavcev pokojninskih skladov ter uspešnosti in učinkovitosti nadzornih institucij. Naš najpomembnejši rezultat analize je sprejetje temeljne hipoteze magistrskega dela.

Pri proučevanju vpliva strukture naložb na donosnost pokojninskih skladov posameznih držav OECD smo ugotovili, da države, ki uporabljajo količinske omejitve naložb pri upravljanju pokojninskih skladov, dosegajo nižjo stopnjo donosnosti premoženja pokojninskih skladov v primerjavi z doseženo stopnjo donosnosti pokojninskih skladov držav, ki upoštevajo načela preudarnega gospodarjenja. Razlike v uspešnosti upravljanja pokojninskih skladov nazorno prikažemo s primerjavo dejansko dosežene donosnosti pokojninskih skladov z donosnostjo primerjalnega premoženja.

Na splošno je naša analiza ponudila nov vpogled v vprašanja, povezana z izbiro posameznih vrst naložb pokojninskih skladov. Pri tem je potrebno upoštevati bodisi načela preudarnosti bodisi maksimalno dovoljene deleže posameznih vrst naložb.

V skladu s »pokojninsko direktivo« EU morajo vse države članice EU uskladiti državno zakonodajo z Direktivo 2003/41/ES najpozneje do 23. septembra 2005. Pri investiranju sredstev po načelu preudarnosti je potrebno upoštevati kar največjo korist članov in spoštovanje meril varnosti, kakovosti, likvidnosti in donosnosti premoženja kot celote pokojninskega sklada. V okviru nadaljnjega razvoja dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji bo treba rešiti vprašanja, povezana s kakovostjo produktov ter finančno trdnostjo in stabilnostjo izvajalcev dodatnega pokojninskega zavarovanja. Z namenom primerjave uspešnosti izvajalcev dodatnega pokojninskega zavarovanja je nujno poenotenje pravil delovanja za vse izvajalce.

Predvidevamo, da se bo s povečevanjem vloge enotnega evropskega trga finančnih storitev, spremenila struktura naložb pokojninskih skladov držav članic EU. Pričakovati je, da se bo v

strukturi naložb pokojninskih skladov držav članic EU povečal delež dolžniških vrednostnih papirjev držav EU in delež tujih delnic (evropskih podjetij).

LITERATURA

1. Albin Aleksandra, Bräuning Dieter: Pension Funds for Europe. Frankfurt am Main : Deutsche Bank Research, 1999. 35 str.
2. Alier Max, Vittas Dimitri: Personal Pension Plans and Stockmarket Volatility. Washington D.C. : World Bank, Development Research Group, 2001. 52 str.
3. Ambachtsheer Keith P., Ezra Don D.: Pension Fund Excellence. Creating Value for Stakeholders. New York : John Wiley & Sons, 1998. 238 str.
4. Bailey Jeffrey V.: Investment Policy: The Missing Link. Fabozzi Frank J., ed., Pension Fund Investment Management. London : Mc Graw-Hill Book Company, 1990, str. 11-26.
5. Belopavlovič Nataša et al.: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju s komentarjem in podzakonskimi akti. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 1306 str.
6. Bešter Helena: Pokojninski sistemi v svetu in pri nas. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 144 str.
7. Bešter Helena: Usmeritve evropskih pokojninskih skladov za 21. stoletje. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 7-8, str. 47-51.
8. Bešter Helena: Pokojninska direktiva – Prvi korak k evropskemu pokojninskemu trgu. Zbornik 11. dnevn slovenskega zavarovalništva: Slovenske zavarovalnice v Evropski uniji in na evropskem trgu, Portorož, 3 - 4. junij 2004. Ljubljana : Slovensko zavarovalno združenje, 2004, str. 189-204.
9. Blake David: The United Kingdom Pension System: Key Features. London : The Pension Institute, 2001. 62 str.
10. Blommestein Hans: Ageing, Pension Reform and Financial Market Implications in the OECD Area. Paris : Center for Research on Pensions and Welfare Policies, 2001. 24 str.
11. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 3. izdaja. Chicago : Irwin / McGraw – Hill, 1996. 937 str.
12. Bodie Zvi: The ABO, the PBO and Pension Investment Policy. B.k. : Analysts Journal, september/oktober 1990. 11 str.
13. Brigham F. Eugene, Gaspenski C. Louis, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. Orlando : The Dryden Press, Harcourt Brace & Company, 1999. 1083 str.
14. Davis Philip E.: Pension Funds. New York : Oxford University Press, 1995. 337 str.
15. Davis Philip E.: Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds. London : The Pensions Institute, 2001. 55 str.
16. Davis Philip E.: Pension Fund Management and International Investment – A Global Perspektive. West London : Brunel University, 2002. 43 str.
17. Davis Philip E.: The European Pension Management Industry. West London : Brunel University, 2002a. 22 str.
18. Davis Philip E.: Issues in the Regulation of Annuities Markets. West London : Brunel University, 2002b. 38 str.
19. Davis Philip E.: Institutional investors, financial market efficiency and financial stability. West London : Brunel University, 2003. 41 str.

20. Davis Philip E.: Pension Funds and European Financial Markets. West London : Brunel University, 2003a. 18 str.
21. Davis Philip E.: Financial development, institutional investors and economic performance. West London : Brunel University, 2003b. 29 str.
22. Davis Philip E., Steil Benn: Institutional investors. London : The MIT Press, 2001. 524 str.
23. Dickinson Gerry: Principles for Investment Regulation of Pension Funds and Life Insurance Companies. Paris : OECD, 2001. 12 str.
24. Dubofsky David A.: Options and Financial Futures. New York : Mc.Graw-Hill, Inc., 1992. 699 str.
25. Elton Edwin J., Gruber Martin J.: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 5. izdaja. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1995. 715 str.
26. Fabozzi Frank J. et al.: Pension Fund Investment Management. 2. izdaja. London : McGraw-Hill Professional Publishing, 1997. 301 str.
27. Galer Russell: "Prudent Person Rule" Standard for the Investment of Pension Fund Assets. Paris : OECD, 2002. 75 str.
28. Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues. Washington D.C. : IMF, 2004. 151 str.
29. Herič Boštjan: Upravljanje pokojninskih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 96 str.
30. Ibbotson Associates: Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1996 Yearbook. Chicago : Ibbotson Associates, 1996. 210 str.
31. Igličar Aleksander: Institucionalni investitorji v finančnih sistemih tržnega gospodarstva. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1992. 119 str.
32. Investments of Pension Funds in CEE Countries. Budimpešta : FIAD Financial Advisory Ltd, 2003. 69 str.
33. Jašovič Božo, Simoneti Marko: Institucionalni investitorji v Sloveniji ob priključitvi EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 53 (2004), 5, str. 89 – 99.
34. Jazbec Saša: Gradivo za vaje za mednarodne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 31 str.
35. Kleindienst Robert: Aktivna alokacija premoženja na razvitih trgih kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 58 str.
36. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana : GV Založba, 2001, 542 str.
37. Logue Dennis E. & m Rader Jack S. Rader: Managing Pension Plans. Boston : Harvard Business School Press, 1997. 409 str.
38. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
39. Pavliha Marko: Zavarovalno pravo. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 373 str.
40. Pecman Nataša: Vloga drugega stebra v sistemu pokojninskega zavarovanja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 98 str.

41. Pelkmans Jacques: European Integration: Methods and economic analyses. Cambridge : Pearson Education, 2001. 407 str.
42. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
43. Rebuilding Pensions. Security, Efficiency, Affordability. Brussels : European Commission, 1999. 85 str.
44. Ribnikar Ivan: Hipoteka, hipotekarno posojilo in vrednostni papirji, zavarovani s hipotekami. Bančni vestnik, Ljubljana, 40 (1991), 10, str. 386-387.
45. Ribnikar Ivan: Politika poslovnih bank in bančništvo in bančni management (študijsko gradivo). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999.
46. Roldos Jorge E.: Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets. IMF Policy Discussion Paper, 2004. 32 str.
47. Sharpe William F.: Asset allocation. Margin John L. & Tuttle Donald L., ed., Managing Investment Portfolios, Second Edition. Boston : Warren, Gorham & Lamont, 1990, Chapter 7, str. 1 – 71.
48. Supplementary Pensions in the Single Market: A Green Paper. Brussels : European Commission, 1997. 33 str.
49. Thompson John: Recent Developments: Financial Market Trends Impact on Private Pensions. Paris : OECD, 2002. 14 str.
50. Vahčič Aleš: Zoologija slovenskega podjetništva. Gospodarski vestnik, Ljubljana 43 (1995), str. 17-19.
51. Vittas Dimitri: Policies to Promote Saving for Retirement: A Synthetic Overview. The World Bank, Financial Sector Development, 2002. 30 str.
52. Yermo Juan: Investment Regulation of Insurance Companies and Pension Funds. Paris : OECD, 2000. 25 str.
53. Yermo Juan: Survey of Investment Regulation of Pension Funds. Paris : OECD, 2003. 17 str.
54. Yermo Juan: Recent Developments in Funding and Benefit Security. Paris : OECD, 2003a. 19 str.

VIRI

1. Basic Principles for the Regulation of Private Occupational Pensions Schemes. OECD. [URL:<http://www.inprs.org/data/publications/files/fifteenprinciples.pdf>], 5.4.2004. 17 str.
2. Direktiva 2003/41/ES o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje.
3. Direktiva 2002/83/ES o življenjskem zavarovanju.
4. Finančni trgi. Ljubljana: Banka Slovenije. [URL: http://www.bsi.si/html/publikacije/financni_trgi/ft_2004_03.pdf], marec 2004. 28 str.
5. Interno gradivo Agencija za trg vrednostnih papirjev.
6. Letno poročilo 2003. Agencija za zavarovalni nadzor.

- [URL: http://www.a-zn.si/docs/Letno_porocilo03.pdf], 20.8.2004. 46 str.
7. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003. Agencija za trg vrednostnih papirjev.
[URL: http://www.atvp.si/porocilo_2003/porocilo2004.pdf], 20.8.2004, 43str.
 8. OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pensions Regulations.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/14/46/33619987.pdf>], 21.julij 2004. 13 str.
 9. Occupational Pensions Core Principles and Methodology. OECD.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/48/21/26649764.pdf>], oktober 2003. 34 str.
 10. Pokojninska družba A.
[URL: <http://www.pokojninskad-a.si/>], 27.4.2004.
 11. Pokojninska družba Moja naložba.
[URL: <http://www.moja-naložba.si/pok-kolektivni.html>], 27.4.2004.
 12. Poročilo o stanju na področju zavarovalništva v letu 2002. Agencija za zavarovalni nadzor.
[URL: <http://www.a-zn.si/slo/client/default.asp?r=-1&n=341&p=content>], 27.4.2004.
 13. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the activities of the Institutions for Occupational retirement provisions.
[URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/pdf/2000/en_500PC0507.pdf], 2000, 2.6.2003.
 14. Prva pokojninska družba.
[URL: <http://www.prva.net/pdf/PPD2003Hr.pdf>], 27.4.2004.
 15. Selected Principles for Regulation of Investments by Insurance Companies and Pension Funds. OECD.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/45/58/1923066.pdf>], 15.4.2004.
 16. Skupna pokojninska družba.
[URL: <http://www.skupna.si/ponudba/>], 27.4.2004.
 17. Survey of Investment Regulation of Pension Funds. OECD.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/30/34/2401405.pdf>], 15.4.2004. 16 str.
 18. Strengthening Private Pensions. OECD.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/2/28/20301999.pdf>], 2003. 33 str.
 19. Zakon o invalidskem in pokojninskem zavarovanju ZPIZ-1 (Uradni list RS, št. 106/1999).
 20. Zakon o zavarovalništvu (ZZavar) (Uradni list RS, št. 13/2000).
 21. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju ZPIZ-1C (Uradni list RS, št. 109/2001).
 22. Zakon o kolektivnem dodatnem pokojninskem zavarovanju za javne uslužbence ZKDPZJU (Uradni list RS, št. 126/2003).
 23. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o zavarovalništvu ZZavar-B (Uradni list RS, št. 50/2004).
 24. Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti državnih vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 64/2004).
 25. Zakon o zavarovalništvu ZZavar-UPB1 (Uradni list RS, št. 102/2004).
 26. Sklep o podrobnejših pravilih naložb kritnega premoženja in premoženja kritnega sklada ter načinu in rokih poročanja (Uradni list RS, št. 3/2005).

27. Vzajemni pokojninski sklad AIII.
[URL: http://www.abanka.si/storitev_po.asp?MapaId=421], 28.4.2004.
28. Vzajemni pokojninski sklad Delta. [URL:
http://www.probanka.si/portal/page?_pageid=38,37091&_dad=portal&_schema=PORTAL], 28.4.2004.
29. Vzajemni pokojninski sklad Leon 2.
[URL: <http://www.generalisi.si/novice.asp>], 28.4.2004.
30. Vzajemni pokojninski sklad Banka Koper.
[URL: <http://www.banka-koper.si/pokojninskiSklad/index.htm>], 28.4.2004.
31. Vzajemni pokojninski sklad KVPS.
[URL: http://www.kapitalska-druzba.si/kvps/pokojninski_nacrt.asp], 28.4.2004.

PRILOGA

PRILOGA 1: Zakonski predpisi o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb pokojninskih skladov Slovenije

Zap. št.	Vrsta naložbe	Koncentracija lastništva	Naložbe skupaj
1	VP, katerih izdajatelj je RS, BS, država podpisnica Sporazuma o EGP oziroma država članica OECD oziroma mednarodna finančna org., oziroma za katere jamči ena od teh oseb	Ni omejitev	Ni omejitev
2	Obveznice oziroma drugi dolžniški VP, s katerimi se trguje na organiziranem trgu VP v RS, državi podpisnici Sporazuma o EGP oziroma državi članici OECD	40 % , če ti VP izpolnjujejo pogoje: <ul style="list-style-type: none"> • so predmet posebnega javnega nadzora; • so izdani s strani banke, ki ima sedež v RS ali državni podpisnici Sporazuma o EGP • denarna sredstva oziroma kupnina od njihove izdaje se skladno s posebnim zakonom nalaga le v premoženje, ki tekom celotnega obdobja do njihove dospelosti omogoča poravnavanje obveznosti, nastalih na njihovi podlagi, in ki je v primeru nezmožnosti izpolnitve obveznosti prednostno uporabljeno za poplačilo glavnice in natečenih obresti 	5 % vsota naložb pod zaporednimi številkami (2 + 3 + 4 + 5)
3	Obveznice oziroma drugi dolžniški VP, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu VP, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v RS, državi podpisnici Sporazuma o EGP oziroma državi članici OECD	1 % ; 5 % , če izdajatelj v prospektu določi, da bodo novi VP, po pridobitvi vseh dovoljenj, uvrščeni na organiziran trg VP	10 % v obveznice in delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu (pod zaporedno številko 3 in 5)

Zap. št.	Vrsta naložbe	Koncentracija lastništva	Naložbe skupaj
4	Delnice, s katerim se trguje na organiziranem trgu VP v RS, državi podpisnici Sporazuma o EGP oziroma državi članici OECD		30 % naložb v kotirajoče in nekotirajoče delnice in investicijske sklade, ki ne dajejo zajamčenega donosa (tvegani skladi) (pod zaporedno številko 4, 5 in 6)
5	Delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih VP, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v RS, državi podpisnici Sporazuma o EGP oziroma državi članici OECD, in če so izdane kot VP	1 %	5 %; 10 % v obveznice in delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu (pod zaporedno številko 3 in 5).
6	Investicijski kuponi vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v VP z namenom razpršitve in omejitve tveganj		40 % v investicijske kupone vzajemnih skladov oz. delnice investicijskih družb, ki imajo več kot polovico naložb v VP z zajamčenim donosom.
7	Terjatev iz naslova posojil, zavarovanih z zastavno pravico na nepremičnini		5 % vsota terjatev pod zaporednimi številkami 7, 8 in 9).
8	Terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v RS, državi podpisnici Sporazuma o EGP oziroma državi članici OECD		
9	Terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovane z zastavno pravico na VP pod zaporedno številko 1, 2 oziroma 4.		
10	Terjatve iz naslova drugih posojil, ki so ustrezno zavarovane	2 %.	5 %.

Zap. št.	Vrsta naložbe	Koncentracija lastništva	Naložbe skupaj
11	Predplačila na račun odkupne vrednosti zavarovanja na podlagi zavarovalnih polic in posojila, zavarovana z odkupno vrednostjo zavarovalne police		
12	Nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičnini	10 %.	30 %.
13	Naložbe v depozite ali potrdila o vlogah pri banki s sedežem v RS, državi podpisnici Sporazuma o EGP oziroma državi članici OECD	10 % v depozite ali posojila pri posamezni banki; 2 % v naložbe pri posamezni hranilnici ali hranilno kreditni službi.	30 % v depozite ali potrdila o vlogah skupaj.
14	Gotovina v blagajni oziroma na vpoglednem denarnem računu		3 %.
15	Izvedeni finančni instrumenti	Le če prispevajo k zniževanju tveganj zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev tujih valut in drugih tržnih tveganj ali olajšajo učinkovito upravljanje premoženja	

Viri: Zakon o zavarovalništvu (ZZavar) (Uradni list RS, št. 13/2000),

Zakon o zavarovalništvu (ZZavar-UPB1) (Uradni list RS, št. 102/2004),

Sklep o podrobnejših pravilih naložb kritnega premoženja in premoženja kritnega sklada ter načinu in rokih poročanja (Uradni list RS, št. 3/2005.)

PRILOGA 2: Zakonske omejitve naložb premoženja pokojninskih skladov v domače vrste naložb po državah OECD

Izbrane države OECD	Delnice	Nepremičnine	Podjetniške obveznice	Investicijski kuponi	Posojila	Depoziti
Velika Britanija	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Prepoved posojil delodajalcem	Ni omejitev
ZDA	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Nemčija	30%, ki kotirajo na borzi; 10%, ki ne kotirajo na borzi	25%	50%	30%	50% hipotekarna; 50% druga	50%
Japonska	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Kanada	Ni omejitev	25%	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Francija	65%, ki kotirajo na borzi; 0,5%, ki ne kotirajo na borzi	Niso dovoljene	Ni omejitev		10%	
Italija	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	20%	Ni omejitev	20%
Nizozemska	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Švedska	60%	Ni omejitev				
Finska	50% delnic, ki kotirajo na borzi; 10% delnic, ki ne kotirajo na borzi	40%	Ni omejitev	Ni omejitev	70% hipotekarna posojila, nepremičnine in zgradbe; 10% podrejena posojila	Ni omejitev

Viri: Davis, 2001, str. 47-50.

Survey of Investment Regulation of Pension Funds, OECD, 2004, str. 1-16.

PRILOGA 3: Zakonske omejitve naložb premoženja pokojninskih skladov po državah OECD

Izbrane države OECD	Načelo preudarnosti/ Načelo razpršitve	Samoinvestiranje/ Konflikti interesov	Druge količinske omejitve	Omejitve koncentracije lastništva	Valutna usklajenost	Tuje premoženje
Velika Britanija	Načelo preudarnosti; zahteva po razpršitvi sredstev in ustreznosti premoženja	Dovoljene; Max. 5%	Ni količinskih omejitev naložb	Ni razpoložljivih informacij	Ni omejitev	Ni omejitev
ZDA	Načelo preudarnosti; zahteva po razpršitvi sredstev	Max. 10% za pokojninske načrte določenih pravic	Ni omejitev	Ni razpoložljivih informacij	Ni neposrednega predpisa	Ni omejitev
Nemčija*	Ni načela preudarnosti; Načelo razpršitve; Max. 5% naložb posameznega izdajatelja; Max 30% naložb v posojila državi, bančne depozite in hipotekarne obveznice (pos.izd)	Dovoljene, vendar omejene na 2% premoženja.	Glavne omejitve: * 25% v nepremičnine; * 30% v delnice, ki kotirajo na borzi; * 10% v delnice, ki ne kotirajo na borzi; * 50% v obveznice; * 30% v investicijske kupone; * 50% v hipotekarna posojila; * 50% v bančne depozite	Ni omejitev	80% valutna usklajenost	30% v delnice izdajateljev v EU; 25% v nepremičnine v EU; 6% v delnice izdajateljev izven EU; 5% v obveznice izdajateljev izven EU
Japonska***	Načelo preudarnosti	Dovoljene	Ni omejitev	Ni informacij	Ni omejitev	Ni omejitev

Izbrane države OECD	Načelo preudarnosti/ Načelo razpršitve	Samoinvestiranje/ Konflikti interesov	Druge količinske omejitve	Omejitve koncentracije lastništva	Valutna usklajenost	Tuje premoženje
Kanada	Načelo preudarnosti/ Max. 10% v delnice, obveznice in kratkoročne vrednostne papirje posameznega izdajatelja; Max. 5% v posamezno nepremičnino	Dovoljene, vendar omejene na 10% premoženja. Vrednostni papirji morajo biti pridobljeni na borzi.	25% v nepremičnine	30% delnic z glasovalno pravico posameznega podjetja	Ni omejitev	Max. 30% premoženja
Francija**		33%	Max. 50% v obveznice držav EU			
Italija	Načelo preudarnosti; Načelo diverzifikacije; 15% premoženja v obveznicah in delnicah posameznega izdajatelja	Dovoljene, omejene na 20% v posamezno podjetje; 30% če je več sponzorjev.	20% v likvidnih sredstvih; 20% delnic zaprtih vzajemnih skladov	Max. 25% posameznega zaprtega investicijskega sklada	Min. 1/3 sredstev naložb v valuti, v kateri so denominirane obveznosti	Max. 50% obveznic in delnic držav OECD, ki ne kotirajo; 5% delnic in obveznic držav nečlanic OECD, ki kotirajo na borzi; lastništvo delnic in obveznic držav nečlanic OECD, ki ne kotirajo je prepovedano
Nizozemska	Načelo preudarnosti; Načelo diverzifikacije po sektorjih, državah in valutah;	Max. 5%; V primeru presežnega premoženja, je max. 10%	Ni nadaljnih omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev

Izbrane države OECD	Načelo preudarnosti/ Načelo razpršitve	Samoinvestiranje/ Konflikti interesov	Druge količinske omejitve	Omejitve koncentracije Lastništva	Valutna usklajenost	Tuje premoženje
Švedska	Ni načela preudarnosti; Max. 10% v naložbe posameznega izdajatelja	Max. 10%	Max. 60% naložb v delnice	Max. 5% glasovalnih pravic posameznega izdajatelja.		Max. 5-10% v tuje premoženje
Finska	Načelo preudarnosti; Načelo diverzifikacije; Omejitve: max. 25% v posamezno delnico, ki kotira na borzi ali zajamčeno posojilo;	Dovoljene, vendar omejene na 25%. Max. 15% delnic posameznega podjetja.	Max. 50% delnic, ki kotirajo na borzi; Max. 5 -10% v delnice, ki ne kotirajo ali podrejena posojila (subordinated); 70% v hipotekarna posojila, ki vključujejo nepremičnine in zgradbe; 40% v nepremičnine	Max. 5% delnic (ki kotirajo in tistih, ki ne kotirajo) posameznega izdajatelja	Min. 80% valutna usklajenost; Max. 20% premoženja in obveznosti v valuti, ki ni euro	Vse premoženje naloženo na območju držav Evropskega gospodarskega prostora (EGP); Max. 5% premoženja in obveznosti v državah OECD ali državah izven EGP območja.

Opombe: * Pokojninski skladi v Nemčiji so pensionskassen, ki so pod nadzorom agencije za zavarovalnice. Druga oblike pokojninskih skladov so pension-fonds.

** Pokojninski skladi dodatnega pokojninskega zavarovanja.

*** Poklicni pokojninski načrti (EPF).

Viri: Davis, 2001, str. 47-50.

Survey of Investment Regulation of Pension Funds, OECD, 2004, str. 1-16.

PRILOGA 4: Zakonske omejitve naložb premoženja pokojninskih skladov drugega stebra po posameznih državah Vzhodne Evrope

Izbrana država	Delnice	Vzajemni skladi	Izvedeni instrumenti	Tuje naložbe	Nepremičnine	Denarna sredstva in depoziti	Drugo
Estonija	50% (vključno z investicijskimi kuponi)	30%; 5% v posamezni sklad; 10% v sklade z naložbami v nepremičnine	Samo v namene zavarovanja	70% valutna usklajenost (ni omejitve pri naložbah denominiranih v eurih); 30% v države nečlanice OECD in Evropskega gospodarskega prostora; 20% v instrumente, s katerimi se trguje v državah nečlanicah OECD in Evropskega gospodarskega prostora (vključno z investicijskimi skladi s tujimi naložbami)	10%; 2% posamezna nepremičnina	35% depozitov; 5% depozitov pri posamezni banki	5% posameznega izdajatelja; 5% v delnice in investicijske kupone posamezne družbe za upravljanje; 30% v delnice in investicijske kupone skupine podjetij okoli družbe za upravljanje; 25% instrumentov denarnega trga; 25% državnih vrednostnih papirjev; 30% dolžniških instrumentov z nizko stopnjo tveganja
Latvija	30%; max. 5% delnic posameznega izdajatelja; max. 20% javne primarne izdaje delnic	5% posamezni sklad	Samo v namene zavarovanja	70% valutna usklajenost; 10% valutna neusklajenost naložb v države OECD, EU, EFTA in Baltiške države	Niso dovoljene	10% v depozit pri posamezni banki	35% državnih in mednarodnih izdajateljev; 15% bank izdajateljic; 10% podjetniških vrednostnih papirjev 5% lokalnih oblasti; 10% posamezni izdajatelj; naložbe v posojila niso dovoljene

Izbrana država	Delnice	Vzajemni skladi	Izvedeni instrumenti	Tuje naložbe	Nepremičnine	Denarna sredstva in depoziti	Drugo
Madžarska	50%; *10% delnic OTC	50% ; 10% istega investicijskega sklada; 30% naložb istega upravljavca	Samo v namene zavarovanja ali arbitraže	30%; 20% tujih naložb v države nečlanice OECD; *10% delnic OTC; *10% obveznic podjetij (izključujoč bančne); *10% obveznic lokalnih oblasti	10% v investicijske sklade, katerih premoženje je v nepremičninah	20% depozitov posamezne banke (vključno z bančnimi VP);	10% posameznega izdajatelja in 10% celotne izdaje; *10% obveznic podjetij; *10% obveznic lokalnih oblasti; 25% hipotekarnih obveznic; 20% pasivnih repo poslov; 10% swap poslov; naložbe označene z * 30% vseh skupaj
Poljska	60% vseh naložb v lastniške VP, vključujoč delnice, NIF delnice in vzajemne sklade; 40% delnic z organiziranih trgov; 10% OTC delnic	10% zaprti investicijski skladi; 2% posamezni zaprti investicijski sklad; 15% odprti investicijski skladi; 5% posamezni odprt investicijski sklad	Niso dovoljeni	5%	Niso dovoljene	20% bančnih depozitov (vključujoč bančne VP); 7,5% prve posamezne banke in 5% za druge posamezne banke	5% posamezni izdajatelj; 10% državne obveznice, posojila, depoziti; 15 % obveznice lokalnih oblasti

Izbrana država	Delnice	Vzajemni skladi	Izvedeni instrumenti	Tuje naložbe	Nepremičnine	Denarna sredstva in depoziti	Drugo
Slovenija	30% (vključujoč investicijske kupone); 5% v delnicah, ki ne kotirajo na borzi; 1% v delnicah posameznega izdajatelja	40% v investicijske kupone oziroma delnice investicijskih družb, ki imajo več kot 50% premoženja v dolžniških VP; 30% v investicijske kupone oziroma delnice investicijskih družb, ki imajo več kot 50% premoženja v tveganih naložbah	Niso dovoljeni*	Samo v države EU in OECD	30%; 10% v posamezno nepremičnino	30% v depozitih; 10% v depozitih posamezne banke; 3% v gotovini ali depozitih na vpogled**	5 % v VP posameznega izdajatelja; 10% v VP, ki ne kotirajo na borzi in 1 % v VP posameznega izdajatelja; 5% v posojila z zastavno pravico in 2 % v posamezno posojilo

*Opombe: * Dovoljene naložbe v izvedene finančne instrumente s sprejetjem dopolnitve zakona o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 50/2004) le, če ti prispevajo k zniževanju tveganj zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev tujih valut in drugih tržnih tveganj ali olajšajo učinkovito upravljanje premoženja.*

*** Sprememba s sprejetjem dopolnitve zakona o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 50/2004). Glej prilogo 1.*

NIF: National Investment Fund

OTC delnice: delnice, ki niso uvrščene na trg vrednostnih papirjev.

Vir: FIAD, 2003, str. 32-33.

PRILOGA 5: Zakonske omejitve naložb premoženja pokojninskih skladov tretjega stebra po posameznih državah Vzhodne Evrope

Izbrana država	Delnice	Vzajemni skladi	Izvedeni instrumenti	Tuje naložbe	Nepremičnine	Denarna sredstva in depoziti	Drugo
Češka	25% (vključno z investicijskimi skladi)	25% (vključno z delnicami)	Niso dovoljeni	Samo v države OECD; Samo v državne in bančne obveznice	5% v posamezno nepremičnino	10% v depozite pri posamezni banki	10% v VP posameznega izdajatelja in največ 20% celotne nominalne vrednosti
Estonija	10% v delnice posameznega izdajatelja	5% v posamezni sklad	Samo v namene zavarovanja	V države Evropskega gospodarskega prostora in IOSCO*	20%; 5% v posamezno nepremičnino	5% v depozite pri posamezni banki	10% v posameznega izdajatelja; 35% v državne VP; 50% v delnice ali kupone izdajatelja iz iste skupine kot družba za upravljanje; naložbe v posojila niso dovoljene
Latvija	10% v delnicah posameznega izdajatelja in 10% celotne izdaje	10% v posamezni sklad in 10% celotne vrednosti izdaje	Samo v namene zavarovanja	70% valutna usklajenost; 10% posamezna valutna neusklajenost; naložbe samo v države OECD, EU, Evropskega gospodarskega prostora in Baltiške države	15%; max. 10% v posamezno nepremičnino	25% v depozite pri posamezni banki	35% v državne VP ali mednarodne organizacije; 20% v bančne VP; 10% v VP podjetij; 25% v naložbe iste skupine podjetij; 5% v VP iste skupine kot je družba za upravljanje; posojila niso dovoljena

Izbrana država	Delnice	Vzajemni skladi	Izvedeni instrumenti	Tuje naložbe	Nepremičnine	Denarna sredstva in depoziti	Drugo
Poljska		2% v posamezni zaprti sklad	Samo v namene zavarovanja	5%	Niso dovoljene	7,5% v depozite iste banke za skupino in 5% v depozite posamezne banke	5% v VP posameznega izdajatelja; 10% v državne VP ali obveznice zajamčene s strani centralne banke, posojila, krediti
Slovaška	20% (vključujoč investicijske sklade)	20% (vključujoč delnice)	Niso dovoljene	15%	10%	25% v depozite posamezne banke; 40% v lastniški kapital bank	10% v posameznega izdajatelja; 20% v debitne zapise
Slovenija	30% (vključujoč vzajemne sklade); 5% posameznega izdajatelja; 5% v delnice, ki ne kotirajo na borzi; 1% v delnice posameznega izdajatelja	40% 30%	Niso dovoljene*	Države EU in OECD	30%; 10% v posamezno nepremičnino	30% v depozite; 10% v depozite pri posamezni banki; 3% denarna sredstva ali depoziti na vpogled	5% posameznega izdajatelja; 10% v VP, s katerimi se ne trguje na borzi; 1% v posameznega izdajatelja; 5% v zavarovana posojila; 2% v posojila posameznega posojilojemalca

*Opombe: * S sprejetjem dopolnitve zakona o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 50/2004) so dovoljene naložbe v izvedene finančne instrumente le, če ti prispevajo k zniževanju tveganj zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev tujih valut in drugih tržnih tveganj ali olajšajo učinkovito upravljanje premoženja.*

*** Sprememba s sprejetjem dopolnitve zakona o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 50/2004). Glej prilogo 1.*

Vir: FIAD, 2003, str. 34-35.