

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**MAGISTRSKO DELO**

**PROBLEM AGENTA V SLOVENSKIH VZAJEMNIH  
POKOJNINSKIH SKLADIH**

Ljubljana, september 2002

Meta Skok

## **IZJAVA**

Študentka Meta Skok izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Dušana Mramorja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 09. 09. 2002

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

## KAZALO

<b>1. Uvod</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Teoretična opredelitev problema agenta</b> .....	<b>3</b>
<b>3. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji</b> .....	<b>7</b>
3.1 Vzroki za vzpostavitev in pomen .....	7
3.2 Opredelitev .....	8
3.3 Potek .....	10
<b>4. Opredelitev interesnih skupin</b> .....	<b>13</b>
4.1 Vplačniki premij .....	14
4.1.1 Delodajalci .....	15
4.1.2 Zaposleni .....	15
4.2 Izvajalci prostovoljnega pokojninskega zavarovanja .....	15
4.2.1 Zaprti vzajemni pokojninski sklad .....	17
4.2.2 Odprti vzajemni pokojninski sklad .....	17
4.3 Zavarovanci .....	17
4.4 Podporne službe .....	18
4.5 Država .....	18
<b>5. Cilji posameznih interesnih skupin</b> .....	<b>20</b>
5.1 Cilji vplačnikov premij .....	20
5.1.1 Davčne olajšave delodajalca .....	21
5.1.2 Nižanje prispevkov za socialno varnost .....	21
5.1.3 Konkurenčna prednost podjetij .....	21
5.1.4 Učinkovito upravljanje s sredstvi .....	22
5.2 Cilji upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov .....	22
5.2.1 Pridobivanje zavarovancev .....	23
5.2.1.1 Zakonsko določena kritična meja zavarovancev .....	23
5.2.1.2 Točka preloma .....	23
5.2.2 Pridobivanje novih zavarovancev .....	24
5.2.3 Doseganje zajamčene donosnosti sredstev .....	25
5.2.4 Učinkovito upravljanje s sredstvi .....	25
5.3 Cilji zaposlenih oziroma zavarovancev .....	27
5.3.1 Socialna varnost .....	28
5.3.2 Ohranitev življenjskega standarda .....	28
5.3.3 Višina rente .....	29
5.3.4 Varnost izplačila .....	29
5.3.5 Koristi v obdobju varčevanja in neto davčne koristi .....	29
5.3.5.1 Teorija življenjskega cikla .....	29
5.3.5.2 Pričakovanja ljudi v Sloveniji .....	30
5.4 Cilji države .....	30
5.4.1 Dolgoročno vzdržen pokojninski sistem .....	31
5.4.1.1 Premostiti težave prehoda .....	31
5.4.1.2 Vzpostaviti nov pokojninski sistem .....	31
5.4.2 Zagotoviti varnost in ustrezno donosnost prihrankov .....	32
5.4.3 Dolgoročno varčevanje in razvoj kapitalskega trga .....	32
<b>6. Odnosi med ostalimi interesnimi skupinami</b> .....	<b>34</b>

<b>6.1 Problem agenta med delodajalci in zaposlenimi v podjetju.....</b>	<b>34</b>
6.1.1 Izbira oblike izvajalca .....	34
6.1.1.1 Lastništvo izvajalca .....	35
6.1.1.2 Način pripisa donosa .....	35
6.1.1.3 Zavezanost k plačilu davkov .....	35
6.1.2 Izbira vzajemnega pokojninskega sklada .....	36
6.1.2.1 Negativni vpliv delodajalca .....	36
6.1.2.2 Pozitivni vpliv delodajalca .....	36
6.1.3 Kolektivni pokojninski načrt in zaposleni.....	36
6.1.3.1 Vplačila zaposlenega iz svoje bruto plače .....	37
6.1.3.2 Vplačila zaposlenega iz svoje neto plače .....	37
6.1.4 Višina s strani delodajalca vplačane premije .....	37
6.1.5 Pridobitev davčne olajšave .....	37
<b>6.2 Problem agenta med upravljavci skladov in upravljavci sredstev.....</b>	<b>38</b>
<b>7. Reševanje problema agenta .....</b>	<b>39</b>
<b>7.1 Pogodba o urejanju odnosov med principalom in agentom.....</b>	<b>40</b>
7.1.1 Upravljanje s tveganji v vzajemnih pokojninskih skladih .....	41
7.1.1.1 Zunanja tveganja .....	43
7.1.1.1.1 Nedoseganje pričakovanih donosnosti.....	43
7.1.1.1.2 Tveganje spremembe zakonodaje .....	44
7.1.1.1.3 Naložbi lastna tveganja.....	44
7.1.1.2 Notranja tveganja .....	44
7.1.1.2.1 Strateško tveganje.....	44
7.1.1.2.2 Tveganje slabega upravljanja .....	45
7.1.1.2.3 Izvedbeno tveganje.....	45
7.1.2 Naložbena politika vzajemnega pokojninskega sklada .....	45
7.1.2.1 Poslanstvo sklada .....	46
7.1.2.2 Nagnjenosti k tveganju .....	46
7.1.2.3 Naložbeni cilji .....	47
7.1.2.4 Politika izbora naložbenih razredov .....	48
7.1.2.5 Struktura upravljavcev naložb.....	48
7.1.2.6 Ocenjevanje uspešnosti.....	48
<b>7.2 Nagrajevanje upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov.....</b>	<b>49</b>
7.2.1 Opredelitev nagrad.....	50
7.2.1.1 Vstopni stroški.....	50
7.2.1.2 Upravljavska provizija .....	53
7.2.1.3 Izstopni stroški .....	56
7.2.2 Pomen nagrad v času varčevanja .....	58
7.2.2.1 Vstopni stroški in upravljavska provizija .....	59
7.2.2.2 Ročnost varčevanja v pokojninskih skladih .....	61
7.2.2.3 Primerjava vstopnih stroškov z izstopnimi.....	63
7.2.3 Nagrade in tveganje.....	65
7.2.3.1 Vstopni stroški in tveganje .....	65
7.2.3.2 Upravljavska provizija in tveganje.....	66
7.2.3.3 Izstopni stroški in tveganje.....	69
<b>7.3 Nadzor delovanja upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov .....</b>	<b>71</b>
<b>8. Sklep .....</b>	<b>74</b>
<b>Literatura .....</b>	<b>75</b>
<b>Viri.....</b>	<b>79</b>
<b>Prilogi .....</b>	<b>1</b>

<b>Priloga A</b> .....	<b>1</b>
Prikaz proračunskega primanjkljaja Zavoda .....	1
<b>Priloga B</b> .....	<b>2</b>
Pregled uporabljenih okrajšav.....	2



## 1. UVOD

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je bilo v Republiki Sloveniji (v nadaljevanju: Slovenija) formalno vzpostavljeno konec leta 1999 s sprejetjem Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju: ZPIZ-1), vendar do njegove širše uveljavitve v praksi še ni prišlo. Varčevanje v pokojninskih skladih v Sloveniji zaradi pokojninskega sistema, temelječega na medgeneracijskem sporazumu, predstavlja neustaljeno obliko varčevanja za starost. Okolje, v katerem delujejo pokojninski skladi, zaradi razvijajočega se trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj zakonsko ni ustrezno opredeljeno. Zaradi navedenega, nezadostne informiranosti vplačnikov prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj in zavarovancev o njihovih pristožnostih ter njihovega ne vključevanja v poslovne procese obstaja velika verjetnost, da bo pri izvajanju poslovnih procesov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja prihajalo do nepravilnosti. Poslovni proces prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je odnos, vzpostavljen med vplačniki premij, zavarovanci, upravljavci pokojninskih skladov, podpornimi službami in državo. Vsaka od skupin vstopa v obravnavani poslovni odnos z določenimi interesi. Interesi posameznih skupin in cilji, postavljeni skladno z njimi, ne sovpadajo popolnoma. Pogosto se med seboj celo izključujejo. Prav medsebojno izključujoči se cilji so podlaga za nastop problema agenta med zgoraj naštetimi interesnimi skupinami prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Problem agenta in njegovo reševanje je v literaturi podrobno obravnavano področje. Pri poslovnem odnosu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja literatura navaja možnost nastanka problema agenta med že naštetimi interesnimi skupinami. Navaja tudi dejstvo, da lahko pride do problema agenta med vsakim parom naštetih interesnih skupin. Osnovo za nastanek problema agenta med zavarovanci in upravljavcem pokojninskega sklada predstavlja ločitev lastništva sredstev pokojninskega sklada od upravljanja z njimi, nezdržljivost ciljev posameznih interesnih skupin, ki vstopajo v poslovni odnos, neprimeren način nagrajevanja agentov ter nenadzorovanje oziroma površno nadzorovanje njihovega delovanja.

Cilj magistrskega dela je predstaviti razmerje med zavarovanci in upravljavci pokojninskih skladov ter opozoriti na medsebojno izključevanje ciljev obeh interesnih skupin, ki vodi do vzpostavitve problema agenta. Na problem agenta med zavarovanci in upravljavci pokojninskih skladov se bom osredotočila predvsem zaradi ključnih vlog, ki jih imata obe interesni skupini v poslovnem odnosu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. V omenjenem agentskem odnosu zavarovanci prevzamejo vlogo principala, upravljavci pokojninskih skladov pa vlogo agenta. Odnosi med njimi so v Sloveniji urejeni z ZPIZ-1, Zakonom o zavarovalništvu, in ustreznimi podzakonskimi akti. Osnovno pogodbo o urejanju odnosov med principalom in agentom predstavlja pokojninski načrt in znotraj tega opredeljeni trije elementi agencijskega razmerja: naložbena politika, način nagrajevanja in nadzor delovanja upravljavcev pokojninskih skladov. Vsebino in pomen naštetih elementov agencijskega razmerja pri reševanju problema agenta bom v magistrskem delu natančneje predstavila.

Hipoteza te naloge je, da višina nagrade upravljavcev pokojninskih skladov v Sloveniji, kot eden ključnih elementov pri reševanju problema agenta, ni vezana na njihovo uspešnost upravljanja s sredstvi pokojninskega sklada. Izhajajoč iz med seboj izključujočih se ciljev, s katerimi vstopajo zavarovanci in upravljavci pokojninskega sklada v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ter nerazvitega trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj v Sloveniji, se zaradi neprimerne oblike nagrajevanja in pomanjkljivega nadzora nad delovanjem upravljavcev pokojninskih skladov stopnja problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov ne zmanjšuje.

Agencijski odnos med zavarovanci in upravljavci pokojninskih skladov bom proučevala ob naslednji predpostavki:

»Med izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki jih bom proučevala, ni pokojninskih družb in zavarovalnic, temveč samo vzajemni pokojninski skladi. To pomeni, da so zavarovanci, v imenu katerih vplačniki premij v vzajemni pokojninski sklad vplačujejo premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, hkrati tudi lastniki vzajemnega pokojninskega sklada.«

Magistrsko delo bom razdelila na tri dele. V prvem bom splošno teoretično opredelila problem agenta. Pojasnila bom razloge za nastanek problema agenta, vlogi principala in agenta ter z natančno opredelitvijo elementov agencijskega razmerja nakazala možnosti reševanja problema agenta. Prikaze bom razširila na problem agenta v vzajemnih pokojninskih skladih. Navedla bom vzroke za nastanek problema agenta med subjekti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Opredelila bom pomen prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja pri zagotavljanju sredstev, potrebnih za zagotovitev socialne varnosti in ohranitev življenjske ravni ljudi po upokojitvi. S pomočjo bilance stanja vzajemnega pokojninskega sklada bom opisala poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja

V drugem delu bom identificirala subjekte prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki se pojavljajo v tujini, ter vzporedno opozorila na stopnjo njihovega razvoja v slovenskem poslovnem okolju. Te subjekte bom glede na cilje, s katerimi vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, smiselno združila v posamezne interesne skupine. Poudarila bom vlogo države pri novi obliki varčevanja za starost, ki ima poleg davčnega in regulativnega tudi psihološki vpliv na obnašanje ključnih subjektov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

V tretjem delu naloge bom podrobneje analizirala elemente agencijskega razmerja, preko katerih se ureja poslovni odnos med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji. Elementi agencijskega razmerja, kot so naložbena politika, nagrajevanje upravljavcev ter nadzor nad njihovim delovanjem, so do določene stopnje opredeljeni z ZPIZ-1, Zakonom o spremembah in dopolnitvah zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju: Zakon o spremembah), Zakonom o zavarovalništvu, podzakonskimi akti in pokojninskim načrtom, ki predstavlja osnovno pogodbo o ureditvi odnosov med interesnimi skupinami prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Lastnosti načina nagrajevanja bom predstavila s pomočjo postavljanja dodatnih podhipotez in prikazov hipotetičnih primerov. Osredotočila se bom na problem agenta med lastniki in upravljavci vzajemnega pokojninskega sklada, vendar bom hkrati opozorila na vlogo, ki jo imajo pri obravnavanem agencijskem razmerju vplačniki premij. Ti lahko z izbiro pokojninskega načrta, upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada ter nadzorom njegovega delovanja vplivajo na višino sredstev, zbranih na osebnih kapitalskih računih posameznikov v času varčevanja, ter na višino rent zavarovancev po upokojitvi. Na koncu bom, na podlagi analize ključnih elementov agencijskega razmerja med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji podala sklep.



## 2. TEORETIČNA OPREDELITEV PROBLEMA AGENTA

Problem agenta v neoklasični ekonomski teoriji ni poznan, saj ta predpostavlja, da se lahko vsakega posameznika, povezanega z določeno organizacijo, usmeri na način, da bo deloval v skladu z osnovnim ciljem organizacije.<sup>1</sup> Posameznik prednostno, pred cilji lastnikov organizacije, ne sledi lastnim ciljem in je po neoklasični teoriji pripravljen delovati v skladu z danimi navodili. Vse vrste stroškov, ki nastajajo pri delovanju organizacije, na poti k doseganju ciljev so neposredno nadomestljive in spodbude, ki bi dodatno motivirale posameznika pri doseganju ciljev, zaradi tega niso potrebne. Problemi pri delovanju organizacije ne obstajajo, zato ne obstaja niti instrument nadzora, ki bi reševal probleme (Hart, 1995, str. 678).

Teorija agenta (ang. principal agency theory) v nasprotju z neoklasično ekonomsko teorijo izpostavlja problem skupka različnih, včasih celo nasprotujočih si interesov posameznikov oziroma posameznih interesnih skupin, ki so medsebojno povezane z določeno vrsto organizacije. Omenjena teorija izpostavlja dve interesni skupini, ki ju opredeli na naslednji način: interesna skupina, ki deluje, je agent, interesna skupina, ki jo agentova dejanja prizadenejo, je principal. Razmerje, ki se ustvari med obema interesnima skupinama, se imenuje agencijsko razmerje, problem, ki izhaja iz agencijskega razmerja, pa problem agenta. Problem agenta v skladu s teorijo nastane, ko je blaginja ene interesne skupine odvisna od dejanj druge oziroma, ko se loči lastništvo sredstev, vloženih v določeno vrsto organizacije, od upravljanja z njimi. Do omenjene ločitve pride pri večjih organizacijah z razpršenim lastništvom sredstev, ki jih vodi s strani lastnikov v organizacijo vloženih sredstev imenovano vodstvo. Tovrstne organizacije imajo različne pojavne oblike, ki se med seboj ločijo predvsem po lastnostih preostalih terjatev. Preostale terjatve (ang. residual claims) so terjatve lastnikov (ang. residual claimants) do organizacije, ki se med seboj razlikujejo zaradi omejitev posameznih organizacijskih oblik (Fama in Jensen, 1983, str. 303). Lastnosti preostalih terjatev tako ločujejo organizacije med seboj, predvsem pa pomagajo pojasniti preživetje posameznih organizacijskih oblik v povezavi s posebnostmi njihovega delovanja (Fama in Jensen, 1983a, str. 328).<sup>2</sup> Prav lastnosti preostalih terjatev v največji meri narekujejo način urejanja odnosov med principalom in agentom in načine reševanja problema agenta med omenjenima interesnima skupinama.

Splošna teorija agenta ureja odnos med principalom in agentom z izčrpnimi, vsestranskimi pogodbami, v katerih so predvidena vsa bodoča stanja sistema in obveznosti vseh v agentskem razmerju sodelujočih interesnih skupin, ki izhajajo iz opredeljenih stanj sistema. Omenjeni medsebojni odnos je urejen s pogodbami ob predpostavki, da je mogoče prihodnost določiti vnaprej do mere, da ne obstajajo tako imenovane »rezidualne« odločitve, ki jih osnovna pogodba med principalom in agentom ne rešuje. Splošna teorija agenta dodatno predpostavlja, da se izčrpana, vsestranska pogodba med principalom in agentom oblikuje brez stroškov, kar v realnosti ne drži. V realnosti se pri oblikovanju tovrstnih pogodb pojavljajo transakcijski stroški, ki jih literatura razdeli v tri sklope:

- stroški proučevanja različnih situacij, ki se lahko pojavijo v času trajanja pogodbenega razmerja, in načrtovanja njihovega reševanja,
- stroški usklajevanja načrtov z drugimi interesnimi skupinami,

---

<sup>1</sup> Npr. osnovni cilj poslovanja vzajemnega pokojninskega sklada, opredeljen s strani njegovih lastnikov, je maksimiranje v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev ob danih omejitvah.

<sup>2</sup> Preostalo tveganje (ang. residual risk) je tveganje, ki so mu izpostavljeni lastniki v posameznih organizacijskih oblikah. Preostalo tveganje predstavlja tveganje spreminjanja vrednosti v organizacijo vloženih sredstev, ki je posledica razlike med stohastičnimi pritoki in fiksnimi odtoki organizacije iz naslova plačil agentom. Lastniki organizacije so tako lastniki njenih neto denarnih tokov (Fama in Jensen, 1983a, str. 328).

- stroški zapisa načrtov na način, da jih bo, v primeru nesoglašanja v pogodbeno razmerje vpletenih interesnih skupin, razumela tretja stranka (npr. sodišče) (Hart, 1995, str. 680).

Prav navedeni transakcijski stroški so razlog, da interesne skupine ne bodo oblikovale izčrpnih, vsestranskih pogodb, ki bi urejale njihove medsebojne odnose, ampak bodo te pogodbe pomanjkljive. To pomeni, da bodo prihodnja dejanja opredeljena samo do določene mere ali pa sploh ne. Zaradi pomanjkljivih pogodb imata pri delovanju posameznih organizacij in reševanju problema agenta znotraj njih pomembno vlogo tako način nagrajevanja agenta s strani principala za njegovo delovanje kakor tudi nadzor delovanja agenta, vgrajen v posamezno organizacijo. Učinkovito nagrajevanje agenta se lahko oblikuje zgolj na podlagi proučevanja lastnosti agentskega odnosa v posamezni organizaciji. Pri proučevanju lastnosti agentskega odnosa je potrebno upoštevati, da uspešnost doseganja cilja v večini primerov ni odvisna samo od agentovega napora ( $e$ ), temveč tudi od stanja sistema ( $\varepsilon$ ) in je tveganje, povezano z delovanjem, mogoče nadzorovati samo do določene stopnje.

V vzajemnih pokojninskih skladih, skladno s teoretično opredelitvijo obeh interesnih skupin, prevzamejo vlogo principala lastniki, vlogo agenta pa upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov. V skladu z interesi lastnikov je cilj delovanja vzajemnega pokojninskega sklada maksimiranje vrednosti v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev. Povedano drugače: cilj delovanja vzajemnega pokojninskega sklada, postavljen s strani lastnikov, je maksimiranje donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada ( $\Pi$ ) ob danih omejitvah. Funkcijo odvisnosti doseganja cilja, postavljenega s strani lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada, predstavlja naslednja enačba:

$$\Pi = g(e, \varepsilon)^3$$

Kjer je:

$\Pi$ : donosnost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada

$e$ : agentov napor

$\varepsilon$ : stanje sistema

Uspešnost doseganja cilja je odvisna od številnih dejavnikov, ki vplivajo nanjo. Nekaj ključnih je znanih ter dobro obvladljivih, večina pa jih je ali znanih in delno obvladljivih oziroma neobvladljivih ali celo neznanih. Agentovo delovanje je potrebno ocenjevati samo do stopnje vložka njegovega napora in možnosti agentovega nadzorovanja stanja sistema v prihodnosti preko ocen in napovedi. Agent torej ne sme biti kaznovan ali nagrajen za dosežke, ki niso povezani z njegovim delovanjem (Hart, 1995, str. 679). Teorija agenta dodatno predpostavlja, da delovanje upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada ( $e$ ) s strani lastnikov ni posebej nadzorovano. Zaradi tega predlaga, da višina nagrade agenta ( $I$ ), to je upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada, ni vezana neposredno na delovanje agenta ( $e$ ), temveč je funkcija doseženega cilja ( $\Pi$ ).<sup>4</sup> Opisani odnos je prikazan z naslednjo enačbo:

$$I = I(\Pi)$$

<sup>3</sup> Enačba je napisana po analogiji opredelitve funkcije maksimiranja dobička v podjetju ob danih omejitvah. V agentskem odnosu med lastniki in vodstvom podjetja, slednje prevzema vlogo agenta, medtem ko lastniki podjetja prevzemajo vlogo principala.

<sup>4</sup> Predpostavljeno je tudi, da lastnik ne nadzoruje spreminjajočega se stanja sistema ( $\varepsilon$ ).

Kjer je:

I: nagrada agentu

II: doseženi cilj

Nagrajevanje agentov je v skladu s teorijo agenta eden od ključnih dejavnikov vzdrževanja plodnega agencijskega razmerja. Pravilno oblikovan instrument nagrajevanja na agenta vpliva tako, da ga motivira, da deluje v skladu s strani principala postavljenimi cilji.<sup>5</sup> Pri oblikovanju načina nagrajevanja agenta principal v skladu s teorijo agenta upošteva negotovost prihodnjih dogodkov in tveganje, povezano z njo, ter temu primerno oblikuje način nagrajevanja.<sup>6</sup> Kot je predstavljeno v zgornji enačbi, teorija agenta predlaga, da je nagrajevanje agenta vezano na uspešnost doseganja cilja, postavljenega s strani principala, kar pri vzajemnih pokojninskih skladih pomeni, da je nagrada upravljavca vezana na njegovo učinkovitost upravljanja s sredstvi, vloženimi v vzajemni pokojninski sklad. Opredeljeni model nagrajevanja predstavlja tehtanje med tveganjem in donosnostjo. Če so nagrade upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov (I) oblikovane na način, da so izredno občutljive na gibanje donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad (II), upravljavce spodbujajo k doseganju čim boljših rezultatov, to je višje donosnosti sredstev ob danem tveganju. Če so nagrade upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov (I) oblikovane na način, da so neobčutljive na nihanja v donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad (II), so upravljavci obvarovani pred tveganji o gibanju višine nagrad za njihovo delovanje (Hart, 1995, str. 679).<sup>7</sup> Velik del literature s področja obravnavanja problema agenta se ukvarja prav z določanjem optimalnega ravnotežja med učinkovitostjo in izpostavljenostjo tveganju posamezne interesne skupine (Hart, 1995, str. 679). Lastnik mora, v skladu z navedenim, nagrajevati upravljavca na način, da bo deloval v njegovem interesu ter hkrati s svojimi sledil tudi njegovim ciljem.

Poleg oblikovanja učinkovitega načina nagrajevanja agenta je pomemben tudi način nadzora nad delovanjem agenta, ki nastopa kot dodatni element zmanjševanja problema agenta v organizaciji. Nadzor dodatno pridobi na pomenu, če nagrada agenta ni funkcija s strani principala postavljenega cilja. Način vpeljave in lastnosti nadzora agenta so v veliki meri odvisni od lastnosti preostalih terjatev posamezne organizacije. Fama in Jensen sta v svoji raziskavi agencijskih odnosov ugotovila, da je v primeru, ko pride do ločitve lastniške in upravljske funkcije v določeni organizaciji, potrebno za učinkovito nadzorovanje problema agenta ločiti tudi upravljsko funkcijo in funkcijo kontrole v tej organizaciji (Fama in Jensen, 1983, str. 322). Ugotovila sta, da za vzajemne pokojninske sklade ni značilna zgolj ločitev lastniške funkcije od upravljske znotraj organizacije, temveč tudi

<sup>5</sup> Kot predpogoj za uspešno delovanje agenta je pomembno tudi jasno izražanje s strani principala začrtanega cilja ter poznavanje dejavnikov, ki vplivajo na učinkovito doseganje omenjenega cilja (Fabozzi, 1997, str. 7).

<sup>6</sup> Eden od možnih načinov nagrajevanja agenta je nagrajevanje z uporabo primerjav uspešnosti delovanja agentov med primerljivimi vzajemnimi pokojninskimi skladi. Koncept temelji na izbiri pravilne osnove za primerjavo (ang. benchmark), s pomočjo katere lahko principal ugotovi dejansko uspešnost delovanja agenta. Kot primer, katerega logiko bi lahko vzporedno prenesli na nagrajevanje agentov v vzajemnih pokojninskih skladih, literatura navaja podobna, konkurenčna podjetja, katerih delovanje in uspešnost sta osnovi za ugotavljanje uspešnosti delovanja agenta v primerjanem podjetju. Pri nagrajevanju agentov v vzajemnih pokojninskih skladih se kot največji problem pojavlja izbira ustrezne osnove za primerjavo uspešnosti njihovega delovanja.

<sup>7</sup> Običajno je principal do tveganja nevtralen, agent pa tveganju ni naklonjen. Navedena nagnjenost k tveganju posamezne interesne skupine izhaja iz tega, da ima lastnik vzajemnega pokojninskega sklada svoje premoženje diverzificirano, v nasprotju z njimi upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada pravilom nima možnosti diverzifikacije in je zaradi tega v celoti odvisen od uspešnosti svojega delovanja pri upravljanju sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Razlog za nastanek agencijskega razmerja izhaja iz tovrstne specializacije posameznih interesnih skupin. Posamezne interesne skupine s specializacijo povečajo tveganje izgube nagrade za svoje delovanje (Prašnikar in Debeljak, 1998, str. 301).

močno razpršena lastniška struktura s številnimi majhnimi lastniki, ki dodatno povečuje možnosti za razvoj problema agenta. Ravno iz razpršenosti lastništva preostalih terjatev izhaja, da nadzor delovanja upravljavca lahko postane javna dobrina. Majhni lastniki imajo malo ali pa celo nimajo interesa nadzorovati delo upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada zaradi stroškov, povezanih s tem. Koristi namreč, v nasprotju s stroški, poberejo vsi obstoječi lastniki vzajemnega pokojninskega sklada. Omenjeni stroški so vzrok, da vsak od malih lastnikov predpostavlja, da bo delovanje upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada nadzirala tretja oseba, kar se izraža v končnem majhnem nadzoru njegovega delovanja. Zaradi navedenega teorija agenta v primeru razpršenega lastništva ločeno od lastniške funkcije predlaga oblikovanje posebnih organov, katerih naloga je izključno izvajanje nadzora nad delovanjem agenta. Kljub upoštevanju tega predloga in razmejitvi lastništva in nadzora nad sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada obstaja nevarnost, da upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada pri svojem delovanju namesto ciljev lastnikov sklada zasleduje lastne cilje (Hart, 1995, str. 681).

Nadzor nad delovanjem agenta se lahko izvršuje na formalen ali neformalen način. Formalni nadzor lahko poteka preko mehanizmov nadzora, kot so svet zavarovancev in delodajalcev, preko pooblaščenca, večjih lastnikov ter preko državnih organizacij. Neformalna oblika nadzora je delovanje trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Posebnost izvajanja tovrstnega nadzora izhaja iz lastnosti preostalih terjatev vzajemnih pokojninskih skladov, ki omogočajo zavarovanje premoženja z njegovo unovčitvijo pri vzajemnem pokojninskem skladu. Unovčitev sredstev, kot obliko delnega prevzema sklada in odvzeta nadzora nad sredstvi upravljavcu sklada, lahko lastniki izvedejo individualno z relativno nizkimi transakcijskimi stroški (Fama in Jensen, 1983a, str. 338).

Država mora predvsem zagotoviti primerno pravno okolje, v katerem delujejo organizacije, ki se srečujejo s problemom agenta. Ustrezno pravno okolje je po eni strani potreben, vendar ne zadosten pogoj za reševanje problema agenta. Po drugi strani ravno pravno okolje narekuje mehanizme nadzora, ki bodo učinkoviti pri reševanju problema agenta (Shleifer in Vishny, 1997, str. 750). Z zakoni in njihovim izvajanjem mora država v primeru kršitve pogodbe, ki ureja razmerje med interesnimi skupinami, ki vstopajo v agentsko razmerje in hkrati izpolnjujejo pravnoformalne okvire, zaščititi vsako interesno skupino, ki je bila zaradi problema agenta oškodovana oziroma obstaja možnost, da bo oškodovana. Posamezne interesne skupine so v različnih državah z zakoni zaščitene do različne stopnje. Pravna zaščita lastnikov sredstev, vloženih v določeno obliko organizacije, predstavlja zgolj enega od mehanizmov nadzora, kljub temu je potrebna osnova za reševanje problema agenta (Shleifer in Vishny, 1997, str. 753).

Strnjeno je mogoče ugotoviti, da vzroki za nastanek problema agenta v vzajemnih pokojninskih skladih med lastniki, ki se pojavljajo v vlogi principala, in upravljavci, ki prevzemajo vlogo agenta, izhajajo iz ločitve lastništva sredstev, vloženih v vzajemne pokojninske sklade, od upravljanja z njimi. Dodatni vzrok so različni, včasih celo nasprotujoči si cilji posameznih interesnih skupin, ki vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in so medsebojno povezane preko delovanja vzajemnih pokojninskih skladov. Ključni pri reševanju obravnavanega problema agenta v vzajemnih pokojninskih skladih so elementi agencijskega razmerja, ki se oblikujejo na podlagi proučevanja lastnosti preostalih terjatev vzajemnih pokojninskih skladov. Ti zajemajo ureditev odnosa med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov, način nagrajevanja upravljavcev s strani lastnikov ter nadzor nad delovanjem upravljavcev s strani države, vplačnikov premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, lastnikov vzajemnih pokojninskih skladov kakor tudi preko delovanja trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

### **3. PROSTOVOLJNO DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE V SLOVENIJI**

Organiziranost pokojninskega sistema v državi, lastnosti pravnega okolja, v katerem delujejo vzajemni pokojninski skladi, ter razvitost trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v veliki meri vplivajo na pojavno obliko problema agenta v vzajemnih pokojninskih skladih. V nadaljevanju bom zaradi lažjega razumevanja problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov opredelila razloge za vpeljavo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v pokojninski sistem v Sloveniji. Z istim namenom bom opisala okolje, v katerem delujejo vzajemni pokojninski skladi, in potek poslovnega procesa prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

#### **3.1 VZROKI ZA VZPOSTAVITEV IN POMEN**

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je bilo vzpostavljeno na podlagi reforme pokojninskega sistema, ki predstavlja enega od osrednjih problemov, s katerimi so se srečevale oziroma se srečujejo številne evropske države, med njimi tudi Slovenija. Spremenjene gospodarske razmere ne podpirajo pokojninskih sistemov, vzpostavljenih v preteklosti. Zaradi podaljšanja pričakovane življenjske dobe, zmanjševanja rodnosti, povečevanja odstotka starejših, sprememb v gospodarskem razvoju, težav pri zagotavljanju zadostne gospodarske rasti in posledično zaposlovanja ter drugih težav, povezanih s prehodom v tržno gospodarstvo, se je pokazala potreba po reformi pokojninskega sistema tudi v Sloveniji.

V Sloveniji je bil v preteklosti vzpostavljen javni sistem zagotavljanja prejemkov za starost, invalidnost in smrt - sistem obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja, ki je temeljil izključno na medgeneracijskem sporazumu. Državni zbor je leta 1992 s sprejetjem Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju: ZPIZ) naredil prvi korak v smeri razvoja novega pokojninskega sistema. Omenjeni zakon ni odstopal od že uveljavljenih načel vzajemnosti in solidarnosti ter odmere pokojnine glede na dopolnjeno pokojninsko dobo in višino plače. Prav tako ni posegel v obstoječi krog obvezno zavarovanih oseb. Kot novost je ZPIZ uvedel možnost prostovoljne vključitve obveznih zavarovancev v zavarovanje za dodatni obseg pravic, omejil hitro rast števila upokojenecv ter zaostрил sistem financiranja pokojnin. Naraščajoči proračunski primanjkljaj Zavoda za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije, d. d. (v nadaljevanju: Zavod), kot ključnega posrednika pri prenosu pokojnin po medgeneracijskem sporazumu po uveljavitvi ZPIZ kljub vse večjim dodatnim plasmajem sredstev iz državnega proračuna in javnih skladov je potrdil tezo, da bi bila za zagotavljanje socialne varnosti upokojenih oseb potrebna korenitejša in dolgoročna sprememba pokojninskega sistema od opisane (glej Priloga A). Začetek reforme sega v leto 1996, ko je Vlada Republike Slovenije pripravila in sprejela Izhodišča za reformo sistema pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Nadaljevanje reforme predstavlja sprejem Bele knjige o reformi pokojninskega in invalidskega zavarovanja v letu 1997, v kateri so bili obrazloženi razlogi za reformo in cilji reforme pokojninskega sistema ter nakazane najpomembnejše rešitve. Leta 1999 je bil sprejet ZPIZ-1 in dodatno v letu 2001 Zakon o spremembah. Z njima se je končala reforma pokojninskega in invalidskega zavarovanja v Sloveniji. Pokojnina, kot glavni vir prihodkov upokojenecv, bo tako po ZPIZ-1 sestavljena iz treh delov:

1. del pripada upokojencu, podobno kot doslej, po medgeneracijskem sporazumu,
2. del je pokojnina pridobljena, iz naslova obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja, t. i. poklicna pokojnina,
3. del je pokojnina pridobljena, iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Pomen pokojninskega sistema, ki temelji izključno na medgeneracijskem sporazumu, se bo na podlagi ZPIZ-1 po posameznih letih zmanjševal, na pomembnosti pa bodo pridobivale nove oblike dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki jih opredeljuje omenjeni zakon.<sup>8</sup> Pokojnine upokojencev, ki se v celoti financirajo iz prihodkov Zavoda, bodo kljub pokojninski reformi še vedno predstavljale najpomembnejši in relativno gledano največji del celotne izplačane pokojnine. Te naj bi zagotavljale osnovni materialni standard vsem upokojencem, tudi tistim, ki sami ne bi mogli privarčevati dovolj sredstev za socialno varnost v starosti ali v primeru invalidnosti (Bela knjiga, 1997). Namen vpeljave dodatnih sprememb, vpeljanih z ZPIZ-1, je v postopnem manjšanju pomena medgeneracijskega sporazuma pri zagotavljanju pokojnin, ki naj bi predvidoma znašale približno 75 % pokojnin iz obstoječega sistema. Na pomenu pri zagotavljanju zadovoljive življenjske ravni v starosti pa naj bi pridobivali prihodki upokojencev iz naslova dodatnega pokojninskega in invalidskega zavarovanja (Bela knjiga, 1997).

Drugi del pokojnin predstavljajo v času trajanja zavarovalne dobe zaposlenega z obveznim dodatnim pokojninskim zavarovanjem zbrana sredstva, po upokojitvi izplačana upokojencem v obliki rent. V obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje so vključene zgolj osebe, zaposlene na delovnih mestih, kjer se opravljajo posebno težka in zdravju škodljiva dela, oziroma osebe, ki opravljajo dela, ki jih po določeni starosti ni mogoče več uspešno poklicno opravljati. Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje nadomešča dosednji institut beneficirane zavarovalne dobe, ki je delavcem na težjih delovnih mestih omogočala upokojevanje pri nižji starosti, ne da bi bili pri tem prikrajšani pri odmeri pokojnine. Premije dodatnega pokojninskega in invalidskega zavarovanja v skladu z ZPIZ-1 vplačujejo izključno delodajalci za manjši del vseh zaposlenih v Sloveniji. Vplačane premije se zbirajo na osebnih kapitalskih računih zavarovancev pri Skladu obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja (v nadaljevanju: SODPZ) in se ob izpolnitvi pogojev za pridobitev rente izplačajo v obliki poklicnih oziroma znižanih poklicnih pokojnin. SODPZ je edini izvajalec obveznega dodatnega zavarovanja v Sloveniji.<sup>9</sup> To je v celoti regulirano s strani države in zaradi tega ni podvrženo splošnim tržnim pravilom.

### 3.2 OPREDELITEV

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, kot tretji del pokojnine, je ena od oblik varčevanja z namenom zagotoviti dodatno socialno varnost zavarovancev v življenjskem obdobju po upokojitvi. Je zavarovanje, ki proti plačilu premije zagotavlja dodatne pravice, poleg tistih, ki jih zagotavlja obvezno pokojninsko zavarovanje. Vse osebe, ki so vključene v sistem javnega pokojninskega in invalidskega zavarovanja, so lahko tudi prostovoljno dodatno pokojninsko in invalidsko zavarovane. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji temelji na pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki (ang. defined contribution plan). Premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja so pri omenjeni obliki varčevanja določene, medtem ko rente, ki jih bodo zavarovanci prejeli po upokojitvi, niso znane, njihova višina pa je odvisna od uspešnosti upravljanja s sredstvi, vloženi v vzajemni pokojninski sklad (Harrison, 1998, str. 12). Sredstva, namenjena za izplačevanje pokojnin iz naslova dodatnih oblik pokojninskega in

<sup>8</sup> Medgeneracijski sporazum (ang. pay as you go) je oblika pokojninskega načrta, ki se financira po principu medgeneracijske izmenjave. Pokojnine se izplačujejo upokojencem iz tekočih prispevkov delodajalcev in zaposlenih za pokojninsko in invalidsko zavarovanje (Bešter, 1997, str. 22).

<sup>9</sup> SODPZ je vzajemni pokojninski sklad, ustanovljen s potrditvijo pokojninskega načrta s strani ministra, pristojnega za delo, na začetku leta 2001. Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d. (v nadaljevanju: Kapitalska družba), po ZPIZ-1 opravlja posle zbiranja premij obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja, vodenja osebnih kapitalskih računov zavarovancev, upravlja premoženje SODPZ in izplačuje obe obliki poklicnih pokojnin: predčasno poklicno in poklicno pokojnino. Zakon o spremembah ureja, da poleg SODPZ lahko, sredstva, ki se natečejo iz naslova obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja, upravljajo tudi pokojninske družbe, ustanovljene izključno za upravljanje dejavnosti obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja. V Sloveniji do konca januarja 2002 še ni bila ustanovljena nobena tovrstna pokojninska družba.

invalidskega zavarovanja, se zbirajo na osebnih kapitalskih računih zavarovancev pri vzajemnih pokojninskih skladih in se ob izpolnitvi pogojev izplačajo v obliki rent. Tveganje glede višine pokojnin pri omenjeni obliki zavarovanja prevzemajo zavarovanci.<sup>10</sup> Kljub temu prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji ni čista oblika pokojninskega načrta z vnaprej določenimi prispevki, saj je tveganje, ki ga praviloma nosijo izključno zavarovanci, z instrumentom minimalne zajamčene donosnosti na vplačano čisto premijo delno prerazporejeno tudi na izvajalce prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.<sup>11</sup> Zakon o spremembah ureja dve obliki prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja:

- individualno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, v katero se lahko vključi vsak posameznik, ki je vključen v sistem javnega pokojninskega in invalidskega zavarovanja;
- kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, v katero se vključijo omenjeni posamezniki preko delodajalca, ki v celoti ali delno financira pokojninski načrt.<sup>12</sup>

Obravnavana oblika varčevanja zaposlenih za starost ni obvezna, vendar jo država spodbuja z davčnimi olajšavami na vplačane premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja do zakonsko določene višine vplačane premije na letni ravni.<sup>13</sup> Vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je lahko delodajalec kakor tudi zavarovanec sam. Davčna olajšava na vplačano premijo je priznana tako zavarovancu v obliki odložitve plačila dohodnine kakor tudi delodajalcu, ki financira pokojninski načrt, v obliki olajšave od davka na dobiček.<sup>14</sup> Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je le v manjši meri regulirano s strani države in posledično bolj izpostavljeno pravilom tržne ekonomije. Pretežno prosto, prisotne so le manjše zakonske omejitve pri nastopu novih izvajalcev prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj in pridobitvi davčnih olajšav s strani vplačnikov premij, se vzpostavlja konkurenca znotraj posamičnih skupin subjektov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.<sup>15</sup> Zaradi navedenega je proučevanje poslovnega odnosa prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in nastanka agencijskega razmerja znotraj vzajemnih

---

<sup>10</sup> Poznana je tudi oblika pokojninskih načrtov, pri kateri tveganja ne nosijo zavarovanci, ampak sponzorji pokojninskega načrta (delodajalci). Pokojninski načrt, pri katerem tveganje o višini pokojnin v celoti preide na sponzorja pokojninskega načrta, se imenuje pokojninski načrt z vnaprej določenimi pravicami (ang. defined benefit plan). Pokojnina je določena vnaprej in je odvisna od zaslužka v enem letu (v letih) pred upokojitvijo in od let članstva v pokojninskem načrtu (Bešter, 1997, str. 27).

<sup>11</sup> ZPIZ-1 definira minimalno zajamčeno donosnost, ki jo mora zagotoviti upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada kot minimalno letno stopnjo donosnosti na čisto vplačano premijo, ki ne sme biti nižja od 40 % povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Čista premija je vplačana premija, zmanjšana za vstopne stroške, ki pripadajo izvajalcu pokojninskega načrta.

<sup>12</sup> V kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje se po Zakonu o spremembah ne more vključiti oseba in posameznik, ki je pretežni lastnik podjetja, zavoda ali zadruga, v kateri je zaposlen. Za pretežnega lastnika podjetja, zavoda ali zadruga se šteje oseba, če je imetnik poslovnega deleža, delnic ali drugih pravic, na podlagi katerih ima 25 % glasovalnih pravic ali 25 - odstotni delež v kapitalu določene pravne osebe.

<sup>13</sup> Izraz premija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja se v tem primeru nanaša na seštevek plačane premije s strani delodajalca kot tudi zaposlenega. Po Zakonu o spremembah znesek mesečne premije v koledarskem letu ne sme biti nižji od 3.683 SIT. Znesek davčne olajšave za premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, vplačane v koledarskem letu, lahko znaša največ 24 % obveznih prispevkov za pokojninsko in invalidsko zavarovanje za zavarovanca oziroma 5,844 % bruto plače zavarovanca, vendar ne več kot 441.958 SIT letno. Znesek premije in znesek davčne olajšave se ustrezno revalorizirata s koeficientom rasti povprečnih plač zaposlenih v Sloveniji.

<sup>14</sup> Po Zakonu o spremembah davčno olajšavo za plačani znesek premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja najprej pridobi delodajalec, ki za svoj račun in v imenu zaposlenega plačuje premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in šele nato pridobi davčno olajšavo zaposleni (zavarovanec) za v svojem imenu in za svoj račun vplačano premijo.

<sup>15</sup> Minister, pristojen za delo, mora odobriti pokojninski načrt, da lahko vplačnik premij pridobi davčno olajšavo iz naslova tovrstnih vplačil.

pokojninskih skladov med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov po mojem mnenju upravičeno in zanimivo.<sup>16</sup>

Predstavljene tri načine varčevanja za starost opredeljuje država kot bodisi obvezne bodisi prostovoljne oblike varčevanja za starost in jih spodbuja z davčno politiko. Zaradi tovrstnega odnosa države do njih ti predstavljajo uradni, organizirani pokojninski sistem v Sloveniji. Na višino prejemkov upokojenih oseb poleg naštetih vplivajo tudi ostale vrste premoženja, ki niso zajete v okvir pokojninskega sistema: davčno nespodbujene oblike zavarovanj, prihodki, ustvarjeni s premoženjem v obliki zemlje, nepremičnin, depozitov in naložb v vrednostne papirje ter morebitna honorarna zaposlitev upokojenih oseb. Pričakovanja o višini tovrstnega premoženja posameznika lahko, podobno kot pričakovana višina pokojnine po medgeneracijskem sporazumu in iz naslova obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja, bistveno vplivajo na njegovo obnašanje v zvezi z davčno spodbujenimi prostovoljnimi oblikami varčevanja za starost, kot je prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje.

### 3.3 POTEK

Potek prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja bom opisala preko delovanja vzajemnih pokojninskih skladov, pri čemer bom prikaz poenostavila s pomočjo bilance stanja vzajemnega pokojninskega sklada, prikazane na Sliki 1.

Osnova za vzpostavitev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je pokojninski načrt. Ta je večdimenzionalen poslovni načrt, oblikovan z namenom urejanja odnosov med interesnimi skupinami prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in ustvarjanja koristi vsake od interesnih skupin, ki sodelujejo pri izvajanju pokojninskega načrta. Poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja se začne s pristopom zavarovanca k pokojninskemu načrtu, ki ga izvaja vzajemni pokojninski sklad.<sup>17</sup> V skladu s pokojninskim načrtom vplačniki premij na transakcijski račun vzajemnega pokojninskega sklada vplačajo denarna sredstva. Premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja se med pasivi bilance stanja vzajemnega pokojninskega sklada razporedijo v skladu z vnaprej določenimi ključi razporejanja vplačanih sredstev.<sup>18</sup> Od pravilno razporejenih vplačanih premij upravljavec sklada obračuna vstopne stroške. Čiste premije nato pretvori v enote premoženja vzajemnega pokojninskega sklada. Število enot premoženja v lasti posameznega zavarovanca se beleži na osebem kapitalnem računu vsakega posameznega zavarovanca.<sup>19</sup> Za vsakokrat vplačano čisto premijo se poveča velikost bilance stanja vzajemnega pokojninskega sklada. Zavarovanci, za račun katerih se v vzajemni pokojninski sklad vplačujejo denarna sredstva, so hkrati lastniki vzajemnega pokojninskega sklada v delu, ki je sorazmeren številu enot premoženja na njihovih osebnih

---

<sup>16</sup> V državah, ki prehajajo iz izključno medgeneracijskega sistema zagotavljanja pokojnin k pokojninskemu sistemu, ki delno temelji na osebem kapitalnem varčevanju, je potrebna določena stopnja previdnosti in prehodnega poostrenega nadzora države, saj lahko v nasprotnem primeru pride do nepričakovanih izpadov dohodka upokojenih oseb in posledično do socialnih problemov znotraj države. Ljudje namreč svoje načrte za prihodnost pretežno gradijo na izkušnjah oziroma preteklih dogodkih in se težko in počasi navajajo na spremembe ter delovanje v okviru izvedenih sprememb.

<sup>17</sup> Pri tem sem predpostavila, da tako vplačniki premij kot tudi izvajalci prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj zadostijo zakonskim določilom za sklenitev zavarovanj oziroma pridobitev v ZPIZ-1 in Zakonu o spremembah opredeljenih davčnih olajšav iz naslova sklenjenega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Vse omenjene zakonske omejitve so opisane v točkah 4.1 in 4.2.

<sup>18</sup> Delodajalec kot vplačnik premij lahko skupni znesek premij, namenjenih za vse zaposlene, ki so pristopili k pokojninskemu načrtu sklada, nakaže na transakcijski račun vzajemnega pokojninskega sklada. Hkrati pa mora upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada obvestiti, po kakšnem ključu naj nakazana denarna sredstva razporedi med zavarovance, za račun katerih delodajalec vplačuje premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

<sup>19</sup> Čisto premijo dobimo tako, da od vplačane premije odštejemo vstopne stroške, ki v skladu z ZPIZ-1 in po pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada pripadajo upravljavcu.



kapitalskih računih glede na število vseh enot premoženja vzajemnega pokojninskega sklada.

Slika 1: Bilanca stanja vzajemnega pokojninskega sklada.

Aktiva		Pasiva	
Denarna sredstva		Kratkoročne obveznosti	
Kratkoročni vrednostni papirji		Enote premoženja	
Dolgoročni vrednostni papirji			
Naložbeni kuponi vzajemnih skladov in delnic naložbenih družb			
Depoziti pri bankah			
Nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičninah		Čisti nerealizirani kapitalski dobički	
Dana posojila		Rezervacije vzajemnega pokojninskega sklada	
Terjatve		Prejeti predujmi in varščine	
Aktivne časovne razmejitve		Pasivne časovne razmejitve	
Zunajbilančna aktiva		Zunajbilančna pasiva	

Vir: Sklep o računovodskih izkazih vzajemnih pokojninskih skladov, 2001

Upravljevec vzajemnega pokojninskega sklada upravlja z denarjem na način, da tega pretvori v enote premoženja vzajemnega pokojninskega sklada in ustrezno razporedi med zavarovance med pasivi bilance stanja. Vplačana denarna sredstva se kopičijo (ang. pooling) med aktivni vzajemnega pokojninskega sklada. Tako zbrana denarna sredstva upravljevec skladno s pokojninskim načrtom oziroma naložbeno politiko, opredeljeno v pokojninskem načrtu, naloži v primerne naložbe zaradi povečanja vrednosti v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev. Donosi, ustvarjeni z upravljanjem sredstev, se pripišejo lastnikom vzajemnega pokojninskega sklada na način, da se poveča vsakokratna vrednost enote premoženja vzajemnega pokojninskega sklada. V okviru naložbene politike ima upravljevec nabor primernih naložbenih priložnosti, med katerimi se mora odločati.<sup>20</sup> Pri sprejemanju odločitev o primernosti naložb upravljavcem s pomočjo zagotavljanja ustreznih informacij in izvajanja konkretnih transakcij pomagajo številne podporne službe, ki so lahko oblikovane znotraj sklada ali pa sklad izvajalce omenjenih storitev najame (ang. outsourcing). Model, predstavljen na Sliki 2, predlaga, da pri sprejemanju odločitev o naložbah z upravljavcem aktivno sodeluje naložbeni odbor vzajemnega pokojninskega sklada in svetovalci. Določeno višino sredstev sklada lahko upravljevec izloči iz upravljanja znotraj vzajemnega pokojninskega sklada. Odda jih v upravljanje tretji osebi in z njo sklene ustrezno poslovno razmerje. Upravljevec mora pri tem upoštevati zahteve, ki so opredeljene v pokojninskem načrtu sklada. Dodatno morajo neto koristi izločenega upravljanja sredstev preko tretje osebe presegati neto koristi upravljanja sredstev znotraj vzajemnega pokojninskega sklada (Gordon, 2000, str. 79).<sup>21</sup> Upravljevec z upravljanjem sredstev ustvari donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženih neto premij. O poslovanju in višini ustvarjene donosnosti poroča zavarovancem in njihovim predstavnikom. Z

<sup>20</sup> Na Sliki 1 so naložbene možnosti razdeljene v naslednje naložbene razrede: kratkoročni in dolgoročni vrednostni papirji, naložbeni kuponi vzajemnih skladov in delnic naložbenih družb, dana posojila, depoziti pri bankah, nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičninah. Omejitve glede nalaganj premoženja vzajemnih pokojninskih skladov v posamezne naložbene razrede postavlja Zakon o zavarovalništvu.

<sup>21</sup> ZPIZ-1 dovoljuje izločitev sredstev vzajemnega pokojninskega sklada v upravljanje družbi za upravljanje samo, če ima ta dovoljene ATVP za upravljanje naložbenih skladov.

upravljavcem preko svojih predstavnikov aktivno sodelujejo tudi delodajalci in zavarovanci, zaradi hitrejšega in učinkovitejšega približevanja zastavljenim ciljem, nadzora delovanja upravljavca ter sprotnega obveščanja o dogajanjih v zvezi s poslovanjem vzajemnega pokojninskega sklada. V procesu upravljanja sredstev sklada aktivno, preko davčne politike in izvajanja nadzora nad potekom prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, sodeluje tudi država. Država nadzoruje delovanje vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji preko Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: ATVP). Za uveljavljanje davčnih olajšav tako vplačniki premij kakor tudi upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov o vplačilih sredstev v vzajemni pokojninski sklad v aktualnem letu enkrat letno poročajo Davčni upravi Republike Slovenije.

Že iz opisa poteka poslovnega odnosa prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je razvidno, da je v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih ločeno lastništvo sredstev od upravljanja z njimi. Lastniki sredstev, vloženi v vzajemni pokojninski sklad, so zavarovanci sami, medtem ko s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada v skladu s pokojninskim načrtom in naložbeno politiko sklada, upravlja upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada. V vzajemnih pokojninskih skladih v Sloveniji tako obstaja osnova za nastanek problema agenta, ki izhaja iz ločitve lastništva sredstev vzajemnega pokojninskega sklada od upravljanja z njimi.

V nadaljevanju bom identificirala subjekte prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, proučila cilje, s katerimi vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Proučevala bom učinke delovanja izvajalcev prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj na doseganje ciljev vsake izmed opredeljenih skupin subjektov. Pri tem se bom osredotočila na izvajanje prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja izključno preko vzajemnih pokojninskih skladov.<sup>22</sup>

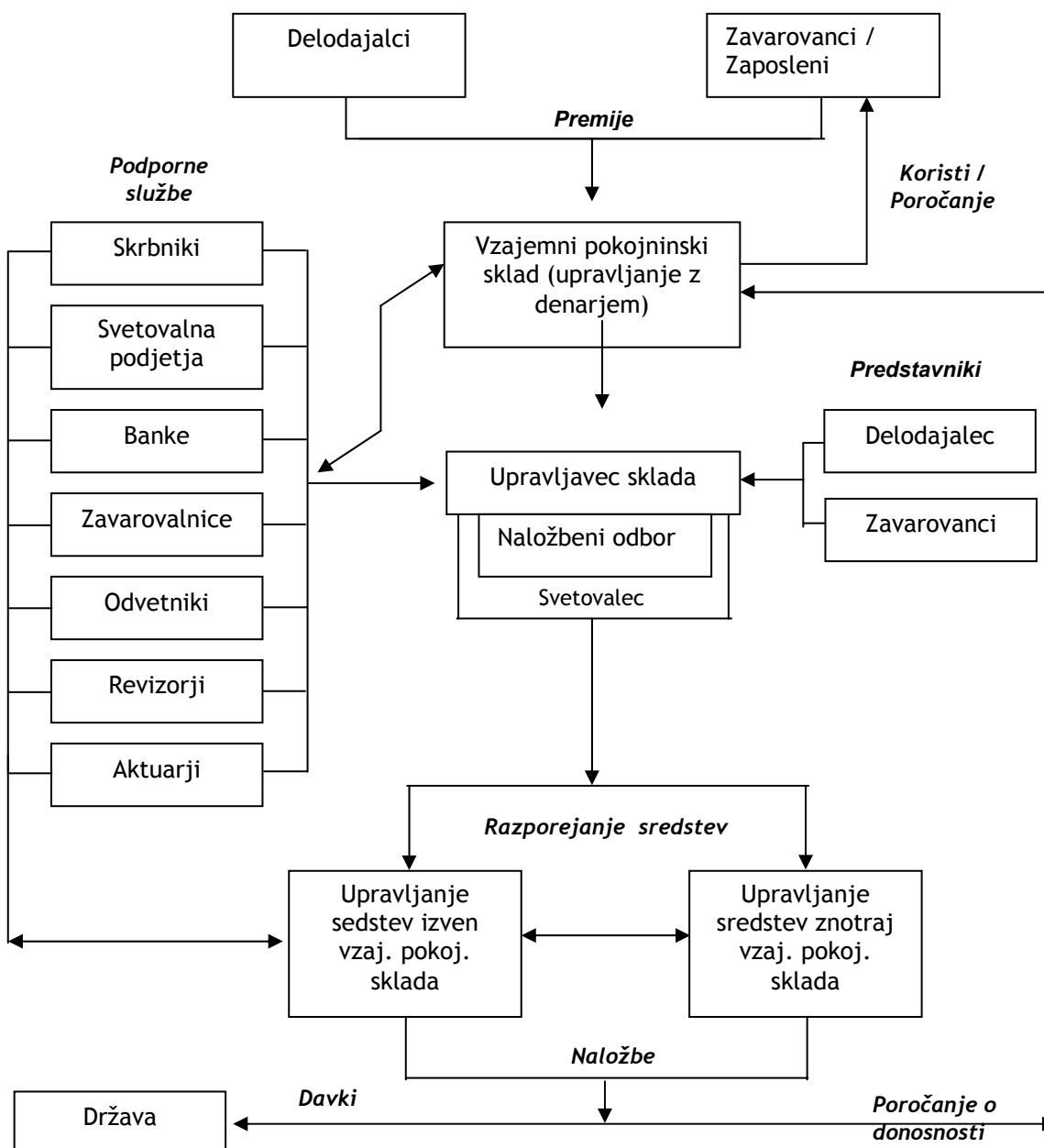
---

<sup>22</sup> Na proučevanje vzajemnih pokojninskih skladov kot izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja se bom osredotočila zaradi transparentnejšega pregleda učinkov delovanja posameznih interesnih skupin na doseganje ciljev preostalih interesnih skupin, ki vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Zavarovanci so hkrati lastniki vzajemnih pokojninskih skladov, tako da se vsi pozitivni (npr. dosežena donosnost nad zajamčeno donosnostjo) in negativni izidi delovanj izvajalcev vzajemnih pokojninskih skladov neposredno, brez dodatnih odločanj, pripišejo njim.

#### 4. OPREDELITEV INTERESNIH SKUPIN

Pri analizi poslovnega odnosa prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja se v grobem srečamo s petimi interesnimi skupinami, v katere se uvrščajo subjekti, ki v prostovoljno pokojninsko zavarovanje vstopajo s podobnimi cilji, to so: vplačniki premij, izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, zavarovanci in prejemniki rent, podporne službe ter država.

Slika 2: Subjekti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in prikaz delovanja vzajemnih pokojninskih skladov



Vir: Gordon, 2000, str. 79

Slika 2 prikazuje subjekte dodatnega pokojninskega zavarovanja in povezave med njimi v državah, v katerih ima prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje daljšo zgodovino in je skladno s tem bolj razvito kot v Sloveniji.<sup>23</sup> Dodatno pokojninsko zavarovanje, ki temelji na osebnem kapitalskem varčevanju in upravljanju s privarčevanimi sredstvi, je v Sloveniji nova oblika pokojninskega zavarovanja. V razvitih tržnih ekonomijah (npr. anglo-ameriške države) je ta oblika varčevanja za starost že poznana in na nekaterih področjih tudi dobro uveljavljena. Model delovanja dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki izhaja iz tovrstnih ekonomij in ga prikazuje Slika 2, v celoti ne izraža dejanskega stanja na področju prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji. Kljub temu menim, da predstavlja ustrezno osnovo za ponazoritev procesa prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji. S pomočjo Slike 2 bom opredelila interesne skupine prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja skladno s funkcijami, ki jih imajo v poslovnem odnosu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Opozorila bom tudi na razvitost posameznih interesnih skupin v Sloveniji.

#### 4.1 VPLAČNIKI PREMIJ

Vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemni pokojninski sklad so na podlagi ZPIZ-1 lahko:

- zaposleni, ki premije plačujejo v svojem imenu in za svoj račun,
- delodajalci, ki premije plačujejo v imenu zaposlenih,
- zaposleni in delodajalci hkrati.

Premije prostovoljnega pokojninskega zavarovanja lahko vplačniki premij plačujejo za vse fizične osebe, za katere se plačujejo prispevki rednega pokojninskega in invalidskega zavarovanja ter so hkrati vključene v pokojninski načrt enega od izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Fizična oseba se vključi v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje po pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada tako, da pristopi k pravilom sklada s pravicami in obveznostmi člana vzajemnega pokojninskega sklada. Po Zakonu o spremembah je lahko zavarovanec istočasno vključen v vzajemni pokojninski sklad na podlagi pokojninskega načrta kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in na podlagi pokojninskega načrta individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Navedeno pomeni, da lahko zaposleni vplačuje premijo prostovoljnega pokojninskega zavarovanja po ločenem pokojninskem načrtu od pokojninskega načrta, na podlagi katerega za zaposlenega premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vplačuje delodajalec. Član oziroma zavarovanec vzajemnega pokojninskega sklada je hkrati tudi njegov lastnik.

Premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vplačujejo vplačniki premij v skladu s pokojninskim načrtom vzajemnega pokojninskega sklada. Pokojninski načrti dopuščajo tako redno mesečno plačevanje kot tudi enkrat ali večkrat letno vplačilo premij. Prav tako pokojninski načrti določenih izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja dopuščajo moratorij vplačil premij v obdobjih, ko se zanj odloči vplačnik premij. Z Zakonom o spremembah je določen znesek davčne olajšave za premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, vplačane v koledarskem letu. V vzajemni pokojninski sklad lahko vplačniki premij vplačajo tudi več denarnih sredstev, kot je znesek davčne olajšave, vendar v višini presežka ti niso upravičeni do davčnih olajšav.

---

<sup>23</sup> Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje (ang. private pension plan) predstavlja v večini pokojninskih sistemov nadgradnjo javnega pokojninskega zavarovanja, vendar je njegova pomembnost pri zagotavljanju socialne varnosti zavarovancev v obdobju po upokojitvi med posameznimi pokojninskimi sistemi v različnih državah različna. Skupno večini držav je dejstvo, da pomembnost dodatnega pokojninskega zavarovanja v času zaradi različnih vzrokov narašča.

### 4.1.1 Delodajalci

V skladu z Zakonom o spremembah se v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji lahko vključijo podjetja, v katerih najmanj 51 odstotkov zaposlenih izrazi željo po vključitvi podjetja v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. V tem primeru lahko delodajalec za svoj račun in v imenu zaposlenih vplačuje premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Zaposleni so tako vključeni v kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Pravico do vključitve v pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja morajo imeti vsi zaposleni pri istem delodajalcu pod enakimi pogoji.<sup>24</sup>

Delodajalec lahko zaradi večjega števila zavarovancev, v imenu katerih sklepa prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, aktivno vpliva na vsebino pokojninskega načrta, na podlagi katerega v vzajemni pokojninski sklad vplačuje denarna sredstva. Lahko oblikuje tudi svoj pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki ga realizira v obliki zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada, ki ga upravlja sam ali pa odda v upravljanje. Delodajalec je, v višini v vzajemni pokojninski sklad vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, upravičen do davčne olajšave. Davčno olajšavo lahko pridobi samo do višine zneska davčne olajšave za posameznega zaposlenega. Delodajalec lahko na podlagi Zakona o spremembah pravico do davčne olajšave uveljavi prednostno pred zaposlenim.

### 4.1.2 Zaposleni

Premije lahko, neodvisno od izpolnitve v točki 4.1.1 navedenih zakonskih omejitev in neodvisno od vplačil premij za račun zaposlenega s strani delodajalcev, v vzajemni pokojninski sklad v svojem imenu in za svoj račun vplačujejo zaposleni sami.<sup>25</sup> Zaposleni so tako vključeni v individualno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Zaposleni, ki se zavarujejo individualno, imajo pri sklepanju prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj predvsem pasivno vlogo, kar pomeni, da lahko zgolj izbirajo med posameznimi ponudniki in njihovimi pokojninskimi načrti, medtem ko na vsebino pokojninskih načrtov bistveno ne morejo vplivati. Premije lahko v vzajemni pokojninski sklad v svojem imenu in za svoj račun plačujejo tudi po kolektivnem pokojninskem načrtu iz svoje neto plače. V obeh primerih je zaposleni upravičen do davčne olajšave na vplačane premije v višini razlike med zneskom davčne olajšave, opredeljenim z Zakonom o spremembah in zneskom s strani delodajalca vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v koledarskem letu. Če zaposleni premije v vzajemni pokojninski sklad plačujejo po kolektivnem pokojninskem načrtu iz svoje bruto plače, davčna olajšava iz tega naslova ne pripada njim, temveč delodajalcu.

## 4.2 IZVAJALCI PROSTOVOLJNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA

Izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja so različne oblike finančnih institucij, ki jim je skupna vloga posrednika pri prenosu sredstev od vplačnikov premij na zavarovance in kreiranja dodane vrednosti za vplačnike premij, lastnike vplačnikov premij, zavarovance in prejemnike rent ob najnižjih stroških in najnižjem tveganju neplačila rent zavarovancem (Fabozzi, 1997, str. 4).<sup>26</sup> Izplačila rent se pojavijo z dolgim časovnim

<sup>24</sup> Pogoj za uveljavitev pravice do vključitve zaposlenega v pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je lahko, da mora biti zaposleni v delovnem razmerju pri delodajalcu določeno časovno obdobje, ki pa ne sme biti daljše od enega leta. Vključitev v pokojninski načrt prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ne sme biti pogoj za sklenitev delovnega razmerja pri delodajalcu.

<sup>25</sup> Podobno lahko premijo v svojem imenu in za svoj račun plačuje brezposelna oseba, ki je prijavljena na Zavodu za zaposlovanje Republike Slovenije in je hkrati vključena v pokojninski načrt pri enem od izvajalcev prostovoljnega pokojninskega zavarovanja.

<sup>26</sup> S terminom lastniki vplačnikov premij so mišljeni lastniki podjetij, ki plačujejo premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja za svoje zaposlene.

zamikom glede na vplačila premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. V vmesnem času izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja upravljajo s sredstvi in v skladu z naložbeno politiko, zapisano v pokojninskem načrtu, povečujejo njihovo vrednost. Izvajalci imajo torej, grobo gledano, pri izvajanju poslov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja predvsem dvojno vlogo:

- prvič: zbirajo premije in
- drugič: kopičijo zbrana sredstva, katerih vrednost nato v skladu z ustrezno naložbeno politiko povečujejo.

Dovoljenje za opravljanje dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, pridobijo izvajalci na podlagi potrditve ustreznosti pokojninskega načrta s strani ministra, pristojnega za delo, in organa, pristojnega za nadzor nad izvajalci. ZPIZ-1 loči tri oblike izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, vendar samo dve vrsti izvajalcev:

- vzajemne pokojninske sklade, ki predstavljajo prvo vrsto izvajalcev, in
- pokojninske družbe in zavarovalnice kot drugo vrsto izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Obe vrsti izvajalcev se med seboj delno ločita po poslovni obliki, po cilju, s katerim vstopata v pokojninski sistem, in po poslih, ki jih lahko opravljata. V magistrskem delu se bom v skladu s podanimi predpostavkami osredotočila zgolj na izvajanje prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja preko vzajemnih pokojninskih skladov.

Vzajemni pokojninski sklad ni pravna oseba. Je skupek premoženja, ki je financirano s sredstvi, zbranimi z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja oziroma ustvarjeno z upravljanjem s temi sredstvi. Premoženje sklada je namenjeno kritju obveznosti do zavarovancev in je v lasti zavarovancev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja oziroma članov sklada. Z ZPIZ-1 je opredeljeno najmanjše število članov vzajemnega pokojninskega sklada (1.000) in najmanjša čista vrednost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada (50 mio SIT).<sup>27</sup> Če se število članov ali čista vrednost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada zmanjša pod zakonsko opredeljeni meji in jih v treh mesecih ponovno ne doseže, je potrebno sklad likvidirati. Vzajemne pokojninske sklade bi po mednarodnih merilih in v skladu z zgoraj navedenimi lastnostmi uvrstili med vzajemne sklade. Zavarovanec lahko zahteva izplačilo sredstev neposredno od vzajemnega pokojninskega sklada. Z vrednostnimi papirji vzajemnih pokojninskih skladov (t. i. enotami premoženja vzajemnega pokojninskega sklada) se ne trguje na organiziranem trgu, temveč se jih unovči neposredno pri skladu. Vzajemni pokojninski skladi nimajo stalne bilančne vrednosti. Ta se spreminja z vsakokratnim vplačilom premije, izplačilom sredstev, spreminja se zaradi spreminjanja vrednosti sredstev kot posledice upravljanja z njimi ali katerega drugega vzroka. Vzajemni pokojninski sklad lahko neposredno opravlja le posle zbiranja premij in upravljanja s premoženjem sklada v obdobju varčevanja zavarovancev. V obdobju črpanja pravic, to je po izpolnitvi pogojev zavarovanca za pridobitev rente, vzajemni pokojninski sklad ne more neposredno opravljati poslov izplačevanja pokojnin. Upravljavca mora v imenu in za račun zavarovanca skleniti zavarovalno polico pri eni od zavarovalnic in prenesti sredstva, zbrana na osebnem kapitalskem računu zavarovanca v njeno upravljanje.<sup>28</sup> Vzajemne pokojninske sklade glede

<sup>27</sup> Opredelitvam je potrebno zadostiti ob izteku enega leta od ustanovitve vzajemnega pokojninskega sklada.

<sup>28</sup> Vzajemni pokojninski skladi v pokojninskih načrtih prepuščajo izbiro zavarovalnice, ki bo izplačevala rento, zavarovancem. Zavarovanci imajo tako možnost izbire ob njihovi upokojitvi najbolj konkurenčne zavarovalnice.

na ustanovitelja oziroma pogoje za pridobitev članstva v njih v skladu z ZPIZ-1 delimo na zaprte in odprte.

#### 4.2.1 Zaprti vzajemni pokojninski sklad

Zaprti vzajemni pokojninski sklad je vzajemni sklad, katerega člani lahko postanejo le zavarovanci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki so v delovnem razmerju pri delodajalcu, ki je ustanovitelj sklada.<sup>29</sup> Delodajalec lahko zaprti pokojninski sklad, ločeno od ostalega premoženja, upravlja sam ali pa ga odda v upravljanje upravljavcem, ki po ZPIZ-1 lahko upravljajo vzajemne pokojninske sklade.<sup>30</sup> Menim, da bodo delodajalci, če se bodo odločili za ustanovitev zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada, tega oddali v upravljanje, saj dodatno zaposlovanje in razvijanje ustrezne tehnične ter informacijske podpore v podjetju zgolj z namenom upravljanja zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada dolgoročno vsekakor ne bo konkurenčno.<sup>31</sup> Tovrstna dejavnost ne bo mogla doseči ekonomije obsega in bo s tem izgubljala na realizirani donosnosti v primerjavi z ostalimi večjimi, odprtimi vzajemnimi pokojninskimi skladi. Problem, ki dodatno povečuje nekonkurenčnost zaprtih vzajemnih pokojninskih skladov, predstavljajo stroški prehoda med skladi v primeru menjave zaposlitve zavarovanca. Verjetnost, da bodo omenjeni stroški nastali v primeru, če je zavarovanec član zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada, je večja, kot če je zavarovanec član odprtega vzajemnega pokojninskega sklada.

#### 4.2.2 Odprti vzajemni pokojninski sklad

Odprti vzajemni pokojninski sklad je vzajemni pokojninski sklad, ki članstva ne pogojuje z delovnim razmerjem pri določenem delodajalcu. Lahko ga ustanovijo banke, zavarovalnice ter Kapitalska družba pod v ZPIZ-1 določenimi pogoji.<sup>32</sup> Ustanovitelji odprtih vzajemnih pokojninskih skladov so finančne institucije. Zato vsaj v prvi fazi ni pričakovati večjega prenosa poslov upravljanja z ustanovitelja na druge finančne institucije.<sup>33</sup> Zaradi narave in stopnje razvitosti finančnih trgov in razvijajočega se trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj je upravičeno pričakovati, da bosta tako ustanovitelj kot tudi upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada vsaj v prehodnem obdobju ista pravna oseba.

### 4.3 ZAVAROVANCI

Zavarovanci so zaposlene fizične osebe, ki so preko kolektivnega ali individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja pristopile k pokojninskemu načrtu enega od izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in v imenu

---

<sup>29</sup> Zaprti vzajemni pokojninski sklad lahko ustanovi delodajalec, ki je oblikoval pokojninski načrt, na podlagi katerega je od ATVP pridobil dovoljenje za oblikovanje zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada in zadostuje enemu od naslednjih pogojev, da je: (I) gospodarska družba oziroma več gospodarskih družb, ki skupaj izpolnjujejo pogoje za razvrstitev v veliko družbo po Zakonu o gospodarskih družbah (v nadaljevanju: ZGD-F); (II) Republika Slovenija; (III) zadruga oziroma več zadrug, ki po predpisu o vodenju poslovnih knjig skupaj izpolnjujejo pogoje za veliko gospodarsko družbo; (IV) javni zavod oziroma javni zavodi, ki imajo posamično ali skupaj več kot tisoč zaposlenih. Delodajalec se mora zavezati, da bo premijo ali del premije za račun svojih zaposlenih vplačeval v zaprti vzajemni pokojninski sklad, ki ga ustanavlja.

<sup>30</sup> Upravljalci vzajemnih pokojninskih skladov so po ZPIZ-1 lahko zavarovalnice in banke, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja zavarovalništvo oziroma bančništvo, ter Kapitalska družba.

<sup>31</sup> Navedeno v največji meri velja za delodajalce, katerih osnovna dejavnost ne obsega dejavnosti upravljanja s finančnimi sredstvi.

<sup>32</sup> Ustanovitelji odprtega vzajemnega pokojninskega sklada po ZPIZ-1 so lahko banke, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja bančništvo, in zavarovalnice, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja zavarovalništvo.

<sup>33</sup> ZPIZ-1 določa, da lahko ustanovitelj oziroma upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada del poslov upravljanja, to je upravljanje premoženja ali dela premoženja vzajemnega pokojninskega sklada, prenese na družbo za upravljanje, ki je pridobila dovoljenje ATVP za upravljanje naložbenih skladov.

katerih vplačniki premij v vzajemne pokojninske sklade vplačujejo denarna sredstva. Zavarovanci so člani in hkrati tudi lastniki vzajemnih pokojninskih skladov. Iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja bodo zavarovanci, ko izpolnijo v ZPIZ-1 določene pogoje, pridobili rente. V trenutku, ko zavarovanci izpolnijo omenjene pogoje, redno preneha prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje.<sup>34</sup>

#### 4.4 PODPORNE SLUŽBE

Specializirane, iz vzajemnih pokojninskih skladov izločene, podporne službe, prikazane na Sliki 2, v Sloveniji še niso razvite in jih ZPIZ-1 ne ureja. Posamezne dejavnosti, potrebne za podporo izvajanja prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, se v manjši meri izvajajo v finančnih institucijah, ki so na slovenskem finančnem trgu prisotne že dalj časa in niso nastale kot izključna podpora novemu pokojninskemu sistemu. Nekateri upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov imajo podporne službe oblikovane znotraj vzajemnih pokojninskih skladov oziroma za več vzajemnih pokojninskih skladov pod okriljem enega upravljavca. Razlog za nerazvitost tovrstnih storitev je potrebno iskati v mladem sistemu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in v splošnem finančnem sistemu v državi, ki temelji predvsem na bankah kot glavnem prenosniku denarnih sredstev iz suficitnih na deficitne gospodarske celice. Podporne službe se bodo po pričakovanjih, podobno kot v drugih državah s primerljivim razvojem pokojninskega sistema, oblikovale postopoma, skladno z razvojem finančnega trga v Sloveniji.<sup>35</sup>

#### 4.5 DRŽAVA

Vloga države pri prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju je majhna v primerjavi z njeno vlogo pri zagotavljanju pokojnin po medgeneracijskem sporazumu in obveznem dodatnem pokojninskem zavarovanju. Država namreč ne uporablja instrumenta prisile za vključevanje zaposlenih v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Zaposleni se o pristopu k tej obliki varčevanja za starost odločajo prosto. Kljub navedenemu ima država v slovenskem prostoru pomembno vlogo pri zagotavljanju potrebnih pogojev za delovanje prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Država deloma regulira število ponudnikov storitve prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja na trgu. Namen tovrstnega reguliranja ni v oblikovanju monopolnega položaja države pri izvajanju dodatnih oblik varčevanja za starost, temveč v ohranitvi varnosti v vzajemnih pokojninskih skladih privarčevanih sredstev zavarovancev. S tem, ko država odobri pokojninske načrte izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja le v primeru, če ti ustrezajo kriterijem, postavljenim s strani države, preko ministra, pristojnega za delo, že na začetku neposredno preverja ustreznost izvajalcev prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj. Število ponudnikov je v prvi vrsti odvisno od kakovosti predlaganih pokojninskih načrtov, po njihovi osnovni potrditvi pa se oblikuje prosto na trgu, v skladu s pravili tržne ekonomije. Država v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje posega tudi na način, da njegov razvoj vzpodbuja z davčno politiko.<sup>36</sup> Možnost uveljavitve davčnih olajšav za v aktualnem letu v vzajemni

<sup>34</sup> Zavarovanec dobi pravico do dodatne starostne pokojnine najprej, ko je izpolnjen zadnji od naštetih treh pogojev: (1) starost zavarovanca (dopolnjeno 58. leto starosti), (2) obdobje plačevanja premije (od vključitve v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je preteklo najmanj 120 mesecev), (3) uveljavitev pravice do starostne pokojnine iz obveznega zavarovanja. ZPIZ-1 dodatno ureja tudi pravico do izplačila predčasne dodatne starostne pokojnine, dodatne invalidske pokojnine in dodatne družinske pokojnine, če pravico do njihovega izplačila omogoča pokojninski načrt vzajemnega pokojninskega sklada.

<sup>35</sup> Pokojninski skladi, kot oblika institucionalnih investitorjev, vplivajo na simultani razvoj drugih oblik institucionalnih investitorjev, kot so zavarovalnice in vzajemni skladi. Preko pokojninskih skladov se individualni investitorji seznanijo s koristmi, ki izhajajo iz vlaganja v sklade in tržne vrednostne papirje. Dodatno so pokojninski skladi podlaga za razvoj tako svetovalnih kot tudi finančnih storitev, kot so: odkup terjatev (ang. factoring), poslovni in finančni zakup (ang. leasing), ponudba tveganega kapitala (ang. venture capital), hipotekarne finance (ang. mortgage finance) (Vittas, 1999, str. 17).

<sup>36</sup> Država se pri davčnem vzpodbujanju prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v celoti ne odpove davčnim prihodkom iz naslova davka od dobička pravnih oseb oziroma dohodnine, temveč del prihodkov od



pokojninski sklad vplačane premije ne oblikuje konkurenčne prednosti, s katerimi bi lahko eden od ponudnikov pridobil na uspešnosti v primerjavi z drugim ponudniki enakih storitev. Vsekakor pa ravno s pomočjo davčnih olajšav država dviguje konkurenčnost prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v primerjavi z ostalimi oblikami dolgoročnega varčevanja in tako ustvarja ugodnejše pogoje za razvoj trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj v Sloveniji. Država lahko vpliva na hitrost razvoja prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in na njegov pomen pri zagotavljanju rent tudi preko zakonodajne oblasti, z uravnavanjem pogojev za pridobitev pokojnin ter višine pokojnin po medgeneracijskem sporazumu. Pomembna je tudi vloga države kot nadzornega organa pri delovanju izvajalcev prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj, saj lahko z ustreznim nadzorom, prepreči nastanek morebitnih nepravilnosti pri njihovem delovanju. V Sloveniji poteka nadzor nad izvajanjem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja preko vzajemnih pokojninskih skladov na tri načine:

1. ATVP v sodelovanju z Agencijo za zavarovalni nadzor izvaja nadzor nad upravljanjem vzajemnih pokojninskih skladov.
2. Minister, pristojen za delo, nadzoruje izvajanje določb ZPIZ-1 v zvezi s pokojninskim načrtom in pravicami zavarovancev, ki izhajajo iz njega.
3. Pristojni davčni urad opravlja nadzor nad izvajanjem določb ZPIZ-1 v zvezi s pridobitvijo davčnih olajšav (Strojan, 2001, str. 55).

Strog nadzor države v državah v razvoju nad izvajanjem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja preko zato ustanovljenih agencij ne koristi samo učinkovitemu razvoju prostovoljnega dodatnega pokojninskega sistema v državi, ampak tudi učinkovitemu razvoju ostalih področji državnega finančnega sistema (Vittas, 1999, str. 7).

Na podlagi opisanih lastnosti ključnih subjektov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je mogoče ponovno zaključiti, da v prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju v Sloveniji obstaja osnova za nastanek problema agenta. Iz njihovega opisa je razvidno, da je v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih funkcija lastništva sredstev ločena od funkcije upravljanja z njimi. Med seboj izključujoči cilji, s katerimi posamezni subjekti vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, so zgolj posledica ločitve omenjenih funkcij.

---

pobiranja dohodnine prenese v prihodnost, ko zavarovanci iz naslova prostovoljnih dodatnih zavarovanj prejema rente.

## 5. CILJI POSAMEZNIH INTERESNIH SKUPIN

Cilji, s katerimi v prejšnjem poglavju opredeljeni subjekti vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, so odvisni od njihove narave ter ureditve poslovnega in pravnega okolja, v katerem delujejo.<sup>37</sup> Med seboj izključujoči cilji subjektov, sodelujočih v istem poslovnem odnosu, predstavljajo osnovo za nastanek problema agenta. Zaradi ločitve lastniške in upravljalvske funkcije v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih je verjetnost obstoja med seboj izključujočih ciljev subjektov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, povezanih preko vzajemnih pokojninskih skladov, velika. V nadaljevanju bom posamično opredelila cilje subjektov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki jih navaja strokovna literatura oziroma izhajajo iz ureditve prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji. Opredelila jih bom z namenom, da ugotovim, ali skladno s teorijo agenta v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih obstaja osnovo za nastanek problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov, ki izhaja iz nezdržljivosti ciljev obeh interesnih skupin.

### 5.1 CILJI VPLAČNIKOV PREMIJ

Cilji vplačnikov premij le v manjšem delu neposredno vplivajo na agentsko razmerje med lastniki in upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada. Njihov neposredni vpliv je prisoten samo, ko je vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja zavarovanec sam, ki je v skladu z lastnostmi vzajemnega pokojninskega sklada hkrati tudi njegov lastnik. V relativno večjem delu premije za svoje zaposlene plačujejo delodajalci, ki niso in ne morejo biti lastniki vzajemnih pokojninskih skladov. Cilji, s katerimi vstopajo v poslovni donos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, tako zgolj posredno vplivajo na agentsko razmerje med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov. Kljub posrednemu vplivu na obravnavano agentsko razmerje so cilji delodajalcev pomembni. Njihov vpliv je podrobneje opisan v točki 6.1.

V sklopu točke bom predstavila zgolj cilje delodajalcev, medtem ko bodo cilji zaposlenih oziroma zavarovancev, kot druge skupine vplačnikov premij, predstavljeni v točki 5.3.<sup>38</sup> Delodajalci kot pretežni vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja za svoje zaposlene nimajo neposrednega interesa vplačevati premije v vzajemne pokojninske sklade. Njihovo plačevanje za podjetje predstavlja dodatni strošek, ki bremeni poslovanje podjetja in posledično niža njegovo uspešnost. V očeh delodajalcev kot lastnikov podjetja vplačilo premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja viša stroške dela in s tem manjša donosnost v podjetje vložnega kapitala. Status premij se iz dodatnega, nepotrebne stroška v podjetju spremeni v trenutku, ko delodajalec njihovo plačevanje vgradi kot obliko nagrajevanja zaposlenih. V primeru racionalnega odločanja delodajalec, prednostno pred ostalimi oblikami nagrajevanja zaposlenih v podjetju, zaposlene nagrajuje z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zaposlenih v vzajemne pokojninske sklade. Razloga za to izhajata iz dejstva, da lahko delodajalec v višini vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zaposlenih v skladu z Zakonom o spremembah koristi

<sup>37</sup> Osnovne značilnosti subjektov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja so, ne glede na državo, v kateri delujejo, podobne. Podobni so tudi cilji, ki jih ti subjekti sledijo. Menim, da poslovno in pravno okolje v večji meri vplivata na to, katere lastnosti subjektov bodo prevladale in kakšna bo intenzivnost sledenja subjektov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja posameznim ciljem.

<sup>38</sup> Zavarovanci v prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju nastopajo v dvojni vlogi: kot vplačniki premij in upravičenci do rent prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Menim, da na njihovo prioriteto pri postavljanju ciljev v večji meri vpliva njihova vloga prejemnikov rent in jih zaradi tega težje enačimo z delodajalci kot vplačniki premij, ki v prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju nimajo dvojne vloge. Zavarovanci, za razliko od delodajalcev, tako poleg kratkoročno uresničljivih ciljev, kot so davčne olajšave, sledijo predvsem dolgoročnim ciljem, kot je višina izplačila rent prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

davčne olajšave. Dodatno je zanj pomembno tudi dejstvo, da vplačane premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ne predstavljajo osnove za obračunavanje prispevkov za socialno varnost.

### **5.1.1 Davčne olajšave delodajalca**

V višini vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zaposlenih lahko delodajalec prednostno pred zaposlenimi kot vplačniki premij koristi davčno olajšavo, vendar največ do višine zakonsko opredeljenega zneska. Višina zneska davčne olajšave je z ZPIZ-1 navzgor omejena oziroma je odvisna od višine bruto plače zaposlenega, za katerega se vplačuje premija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.<sup>39</sup> V primerjavi z ostalimi oblikami nagrajevanja, ki v pretežni meri nimajo nevtralnega davčnega statusa, temveč so celo dodatno obdavčene, prinese prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje davčne olajšave delodajalcu s tem, ko podjetju niža davčno osnovo za izračun davka od dobička pravnih oseb za leto, v katerem je delodajalec v vzajemni pokojninski sklad v imenu zaposlenih plačal premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Z davčnega vidika bi bilo v interesu delodajalca tudi, da premije v vzajemni pokojninski sklad po pokojninskem načrtu o kolektivnem prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju vplačujejo zaposleni v svojem imenu iz svoje bruto plače, saj bi tudi v tem primeru davčne olajšave iz naslova vplačil premij dobili delodajalci in ne zaposleni. Neposredni strošek delovne sile v podjetju v obliki bruto plače se tako zmanjša ravno zaradi opisanega davčnega štita iz naslova tovrstnih vplačil.

### **5.1.2 Nižanje prispevkov za socialno varnost**

Na plačane premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zaposlenih delodajalec ne plačuje prispevkov za socialno varnost zaposlenih, ki jih sicer plačuje od višine bruto plače zaposlenega. To še povečuje konkurenčnost tovrstnega nagrajevanja zaposlenih. V interesu delodajalca je tudi, da premije v vzajemni pokojninski sklad po pokojninskem načrtu o kolektivnem prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju vplačujejo tudi zaposleni v svojem imenu iz svoje bruto plače. Zaposleni se tako dejansko odpovejo delu svoje bruto plače. Pomembno je poudariti, da s tem zaposleni ne nižajo zgolj svojih trenutnih prihodkov iz naslova plače, temveč tudi višino pokojnine po medgeneracijskem sporazumu. Tako plačane premije se pri ugotavljanju osnove za obračunavanje prispevkov za obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje odštevajo od bruto plače zaposlenega, kar pomeni, da se zaradi tega zmanjšujejo prispevki za socialno varnost tako delodajalca kot tudi zaposlenega. Manjšanje prispevkov za socialno varnost delodajalcev v imenu zaposlenih in zaposlenih v svojem imenu posledično vpliva na zmanjšanje ravni pravic do prejemanja rente po upokojitvi iz naslova medgeneracijskega sporazuma.

### **5.1.3 Konkurenčna prednost podjetij**

Vplačevanje premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s strani delodajalca v imenu zaposlenih, ob predpostavki enake bruto plače zaposlenega, je lahko ena od konkurenčnih prednosti podjetja, preko katere lahko to pridobi oziroma obdrži kvalitetnejši kader ter tako vpliva na učinkovito in izboljšano poslovanje podjetja. Gledano z drugega vidika lahko, ob enaki predpostavki, neplačevanje premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s strani delodajalca v imenu svojih

---

<sup>39</sup> V primeru, da z njegove strani v imenu zaposlenih vplačana premija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja presega zakonsko opredeljen znesek davčnih olajšav, lahko delodajalec davčne olajšave koristi samo v višini omenjenega zneska. Če premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja poleg delodajalca v imenu zaposlenega vplačuje tudi zaposleni sam v svojem imenu, se pri določitvi višine premije, za katero se priznava davčna olajšava, upošteva kumulativni znesek vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, delodajalec pa prednostno pred zaposlenim uveljavlja pravico do davčnih olajšav iz naslova vplačil premij v imenu zaposlenih.

zaposlenih deluje kot destimulativni dejavnik pri njihovem delovanju, saj so ti v primerjavi z zaposlenimi v drugih podjetjih prikrajšani za boniteto iz tega naslova. Ne glede na napisano se mora nagrajevanje zaposlenih v obliki vplačil premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zaposlenih ujemati s splošnim konceptom nagrajevanja v podjetju oziroma delovanjem podjetja. Vgrajeno mora biti v ostale poslovne procese, ki se odvijajo v podjetju. Tovrstna vplačila premij naj bi bila praviloma v prvi vrst domena med lastniki podjetja in njegovim vodstvom.<sup>40</sup>

#### **5.1.4 Učinkovito upravljanje s sredstvi**

Glede na obliko prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji, ki jo lahko po višini in spremenljivosti premij enačimo s pokojninskim načrtom z vnaprej določenimi prispevki, se uspešnost upravljanja z vplačanimi sredstvi ne odraža v znižanju višine vplačanih premij. Ta oblika prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja tako ne spodbuja delodajalcev, kot vplačnikov premij, k nadzoru upravljanja z vzajemnimi pokojninskimi skladi zaradi sledenja lastnim neposrednim interesom.<sup>41</sup> Nadzor nad upravljanjem s sredstvi, vloženi v vzajemni pokojninski sklad, delodajalci v določeni meri izvajajo zgolj zaradi sledenja svojim posrednim interesom, ki izhajajo predvsem iz varovanja interesov zaposlenih v podjetju. Delodajalec ima v primerjavi s svojimi zaposlenimi možnosti večjega vplivanja na delovanje upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov.

### **5.2 CILJI UPRAVLJAVCEV VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV**

Vzajemni pokojninski sklad je ustanovljen z namenom izplačevanja rente lastnikom vzajemnega pokojninskega sklada po njihovi upokojitvi ob čim nižjih stroških varčevanja v njem ter ob najnižjem možnem tveganju neizplačila rent. Vse naložbene aktivnosti vzajemnega pokojninskega sklada morajo biti usmerjene k doseganju opredeljenega namena. Sodobna finančna teorija ter formalne in neformalne oblike nadzora uspešnosti delovanja vzajemnega pokojninskega sklada v procesu izvajanja prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja predstavljajo načine, ki pripomorejo k doseganju osnovnega cilja delovanja vzajemnega pokojninskega sklada (Mansfield, 1993, str. 5).

Navedeni namen ustanovitve vzajemnega pokojninskega sklada je teoretično pravilen, vendar vsebinsko enostranski. Vsekakor se pri ustanavljanju in delovanju vzajemnega pokojninskega sklada poleg opredeljenih interesov lastnikov sklada pojavljajo tudi s temi neskladni interesi upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada. Zadnji se razlikujejo glede na velikost, pogajalsko moč in zrelost vzajemnega pokojninskega sklada. Interesi upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada izhajajo iz dejstva, da ti tržijo znanje oziroma storitev upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada, za katero pričakujejo nagrado. Nagrada je osnovna, merljiva oblika koristi, ki jo iz poslovnega odnosa prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja pričakujejo upravljavci. Način nagrajevanja upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada zato v veliki meri oblikuje cilje, ki jim bo ta sledil pri svojem delovanju. Na oblikovanje ciljev upravljavcev vplivajo tudi zakonski okviri, v katerih delujejo vzajemni pokojninski skladi. V nadaljevanju pri

---

<sup>40</sup> Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v praksi s izvajalci zavarovanj v večini primerov sklepa vodstvo podjetja neodvisno od mnenja lastnikov. Pomembno je, da vodstvo podjetja pri tem sledi osnovnemu cilju podjetja po povečevanju vrednosti v podjetje vložene kapitala, ki je praviloma postavljen s strani lastnikov podjetja.

<sup>41</sup> Zagotoviti uspešno upravljanje s sredstvi prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki jih posamezni delodajalec plača za svoje zaposlene, za delodajalca pridobi na pomenu v primeru, da ta financira pokojninski načrt z vnaprej določenimi pravicami. Če je uspešnost upravljanja s sredstvi nad pričakovano, se znižajo potrebe po dodatnih vplačilih sredstev s strani delodajalca, kar pozitivno vpliva na splošno finančno stanje podjetja, ki vplačuje omenjene premije (Mansfield, 1993, str. 11). Če bi dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji temeljilo na zavarovanju z vnaprej določenimi prejemki, bi se kot eden ključnih ciljev vplačnikov zavarovanj pojavil tudi nadzor nad izvajalci prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj.

definiranju ciljev upravljalcev vzajemnih pokojninskih skladov predpostavljam, da si ti na srednji in dolgi rok v prvi vrsti prizadevajo za maksimiranje nagrade za upravljanje sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada je za storitev upravljanja v Sloveniji v skladu z ZPIZ-1 nagrajen:

- preko vstopnih stroškov,
- izstopnih stroškov ter
- upravljaljske provizije.

Prav tako je z ZPIZ-1 in odredbo določena zgornja meja nagrad oziroma jo, v okviru omenjenih zakonskih določil, opredeljuje pokojninski načrt vzajemnega pokojninskega sklada.<sup>42</sup> Vse oblike nagrade se obračunavajo v odstotku od ustrezne vrednosti. Cilje upravljalcev vzajemnih pokojninskih skladov bom v nadaljevanju poglavja opisala, v poglavju 7.2 pa bom zaključke dodatno analitično podkrepila.

## **5.2.1 Pridobivanje zavarovancev**

### **5.2.1.1 Zakonsko določena kritična meja zavarovancev**

Glede na obstoječo zakonodajo, ki ureja prostovoljna dodatna pokojninska zavarovanja in vzajemne pokojninske sklade, je prvi najpomembnejši cilj upravljalca vzajemnega pokojninskega sklada pridobivanje zadostnega števila zavarovancev. ZPIZ-1 namreč, kot potrební pogoj za obstoj vzajemnega pokojninskega sklada, predpisuje najmanjše število zavarovancev in najnižjo čisto vrednost sredstev sklada, pri čemer dopušča določeno prehodno obdobje, v katerem ima lahko vzajemni pokojninski sklad obe kategoriji manjši od predpisanega minimuma. Če vzajemni pokojninski sklad v zakonsko predpisanem roku ne preseže zakonsko opredeljenih kritičnih mej, preneha obstajati. Zadostitev navedenima zakonskima pogojema je osnovni pogoj za obstoj vzajemnega pokojninskega sklada in uresničevanja nadaljnjih ciljev vsakega subjekta prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in s tem tudi upravljalca vzajemnega pokojninskega sklada.

### **5.2.1.2 Točka preloma**

Naslednja kritična meja števila zavarovancev vzajemnega pokojninskega sklada ni arbitrarno določena in ne izhaja iz pravne ureditve izvajalcev prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj, temveč učinkovitosti poslovanja vzajemnega pokojninskega sklada. Vzajemni pokojninski sklad mora za dolgoročni obstoj pridobiti najmanj število zavarovancev, pri katerem so prihodki sklada enaki njegovim odhodkom.<sup>43</sup> Števila zavarovancev in s tem točke preloma pri delovanju vzajemnih pokojninskih skladov ni mogoče enoznačno določiti za vse vzajemne pokojninske sklade, temveč je ta lastna posameznemu vzajemnemu pokojninskemu skladu in učinkovitosti njegovega delovanja.<sup>44</sup> Če vzajemni pokojninski sklad ne pridobi omenjenega kritičnega obsega zavarovancev in povprečna vplačana premija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ni

<sup>42</sup> Zgornje meje nagrajevanja opredeljuje Odredba o najvišjem dovoljenem odstotku vstopnih in izstopnih stroškov ter najvišji proviziji za upravljanje vzajemnega pokojninskega sklada (v nadaljevanju: Odredba).

<sup>43</sup> Omenjeni koncept izhaja iz izračunavanja točke preloma (ang. operating breakeven) pri delovanju podjetja, ki je določena s količino prodanih proizvodov oziroma storitev, pri kateri so prihodki od prodaj proizvodov oziroma storitev enaki odhodkom iz naslova delovanja podjetja (Brigham, 1999, str. 367).

<sup>44</sup> Število zavarovancev vzajemnega pokojninskega sklada, pri katerem sklad dosega točko prelom, je odvisno tudi od višine povprečne v vzajemni pokojninski sklad vplačane premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

ustrezno visoka, dolgoročni obstoj vzajemnega pokojninskega sklada zaradi nerentabilnosti njegovega poslovanja ni mogoč.<sup>45</sup>

## 5.2.2 Pridobivanje novih zavarovancev

Obstoječi način nagrajevanja spodbuja upravljavce vzajemnih pokojninskih skladov k pridobivanju čim večjega števila zavarovancev ter vzpodbujanju zavarovancev, da v vzajemni pokojninski sklad vplačajo čim višjo premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Tovrstna trditev izhaja iz načina nagrajevanja upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov, ki ga predpisuje ZPIZ-1 oziroma je dodatno opredeljen v pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada:

- Vstopni stroški se obračunavajo ob vplačilu premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemni pokojninski sklad v odstotku od v vzajemni pokojninski sklad vplačanih premij. Večje kot je število zavarovancev in večja kot je povprečna vplačana premija na posameznega zavarovanca vzajemnega pokojninskega sklada, tem višja je nagrada, merjena v absolutnem znesku, ki si jo izplača upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada v obliki vstopnih stroškov.<sup>46</sup>
- Upravljavska provizija se obračunava v odstotku od povprečne letne čiste vrednosti sredstev, ki jih upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada upravlja v obdobju, za katero se obračunava upravljavska provizija. V točki 7.2.1.2 bom analitično prikazala, da je višina upravljavske provizije, ki si jo kot nagrado izplača upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada, v večji meri odvisna od v vzajemni pokojninski sklad vplačanih sredstev in le v majhnem delu na njeno absolutno višino vpliva uspešnost upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada pri upravljanju s sredstvi.<sup>47</sup>
- Izstopni stroški se obračunavajo v odstotku od odkupne vrednosti enot premoženja, beleženih na osebem kapitalskem računu zavarovanca v trenutku njegovega izstopa iz vzajemnega pokojninskega sklada. Podobno kot upravljavska provizija je absolutna višina izstopnih stroškov v pretežni meri odvisna od v vzajemni pokojninski sklad vplačanih sredstev in le v majhnem delu na njeno absolutno višino vpliva uspešnost upravljanja upravljavca s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada.<sup>48</sup>

---

<sup>45</sup> Pri delovanju vzajemnega pokojninskega sklada se pojavljajo fiksni, polvariabilni in variabilni stroški. Pri učinkovitosti in rentabilnosti delovanja vzajemnega pokojninskega sklada so večjega pomena polvariabilni stroški, ki rastejo s številom zavarovancev, vendar niso odvisni od višine v vzajemni pokojninski sklad vplačane premije (npr. stroški obveščanja zavarovancev). Zanje velja naslednje: višja, kot je povprečna v vzajemni pokojninski sklad vplačana premija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, manjši odstotek sredstev vzajemnega pokojninskega sklada predstavljajo obravnavani polvariabilni stroški, ki izhajajo iz delovanja vzajemnega pokojninskega sklada.

<sup>46</sup> Vstopni stroški lahko znašajo največ 6 % vplačane premije ob vplačilu. Vzajemni pokojninski sklad lahko v prvih treh letih po ustanovitvi zaračunava do 9 % vstopnih stroškov, vendar mora v tem primeru v pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada predvideti tudi vstopne stroške, ki jih bo zaračunaval po izteku triletnega obdobja.

<sup>47</sup> Letna provizija za upravljanje vzajemnega pokojninskega sklada lahko znaša največ 1,5 % povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada.

<sup>48</sup> Izstopni stroški lahko znašajo največ 1 % odkupne vrednosti enote premoženja vzajemnega pokojninskega sklada.

### 5.2.3 Doseganje zajamčene donosnosti sredstev <sup>49</sup>

V primeru nedoseganja v pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada opredeljene zajamčene donosnosti sredstev, ki mora presegati minimalno zajamčeno donosnost sredstev, opredeljeno z ZPIZ-1, ZPIZ-1 upravljavcu vzajemnega pokojninskega sklada nalaga, da mora v sklad vplačati nepovratna denarna sredstva v višini razlike med dejansko čisto vrednostjo sredstev vzajemnega pokojninskega sklada in zajamčeno čisto vrednostjo sredstev vzajemnega pokojninskega sklada.<sup>50</sup> Tovrstna zaveza prenaša na upravljavca določeno stopnjo tveganja, ki izhaja iz negotovosti o uspešnosti upravljanja s sredstvi sklada. Tveganje, ki izhaja iz negotovosti v zvezi s prihodnjimi relevantnimi dogodki, bi v skladu z osnovno obliko varčevanja z vnaprej določenimi prispevki morali nositi zavarovanci sami. Na podlagi instrumenta zajamčene donosnosti upravljavec jamči za oplemenitenje sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, najmanj do čiste zajamčene vrednosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Omenjeno jamstvo usmeri delovanje upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada na način, da ta zmanjšuje možnost nedoseganja zajamčene donosnosti oziroma vsaj zmanjšuje tveganje, povezano z negotovo prihodnostjo. Z zakonsko postavljeno minimalno zajamčeno donosnostjo je postavljena neke vrste osnova za ugotavljanje uspešnosti delovanja upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada (ang. benchmark). Osnova upravljavcu narekuje, naj sredstva pretežno nalaga v vrednostne papirje, ki sestavljajo omenjeno osnovo za primerjavo. Izpostavljenost do predpisane osnove lahko upravljavca sklada pri neugodnem gibanju tečajev vrednostnih papirjev, ki predstavljajo naložbe sklada, ogrozi na način, da mora ta v vzajemni pokojninski sklad vplačati nepovratna denarna sredstva.<sup>51</sup>

### 5.2.4 Učinkovito upravljanje s sredstvi

Pri upravljanju s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada mora upravljavec slediti naložbeni politiki, opredeljeni v pokojninskem načrtu sklada, ter načelom tveganja, donosnosti in likvidnosti, ki izhajajo iz nje. Učinkovito upravljanje s sredstvi je dolgoročno gledano najpomembnejši cilj in hkrati osnovni namen ustanovitve vzajemnega pokojninskega sklada. Zgolj uspešno zasledovanje navedenega cilja omogoča preživetje vzajemnega pokojninskega sklada znotraj konkurence izvajalcev prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj.<sup>52</sup> Donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev

<sup>49</sup> ZPIZ-1 opredeljuje minimalno zajamčeno donosnost, ki jo lahko v okviru zakona upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada dodatno opredeli v pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada. Minimalna zajamčena donosnost ne sme biti nižja od 40 % povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom, ki se izračunava v skladu s Pravilnikom o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje (v nadaljevanju: Pravilnik).

<sup>50</sup> Dejanska čista vrednost sredstev (v nadaljevanju: ČVS) se izračuna na način, da se od sredstev odštejejo obveznosti vzajemnega pokojninskega sklada (kratkoročne obveznosti, prejeti predujmi, pasivne časovne razmejitev, dolgoročne obveznosti). Čista zajamčena vrednost sredstev je enaka vsoti vplačanih čistih premij, povečanih za zajamčeno donosnost od dneva konverzije posamezne čiste premije do dneva, na katerega se izračunava zajamčena vrednost sredstev. Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada mora v vzajemni pokojninski sklad vplačati nepovratna sredstva za pokrivanje vrzeli med dejansko in zajamčeno čisto vrednostjo sredstev, ko je dejanska čista vrednost sredstev manjša od zajamčene.

<sup>51</sup> Osnova za izračunavanje minimalne zajamčene donosnosti je v svojih značilnostih v času izredno spremenljiva. Značilnosti osnove za izračunavanje minimalne zajamčene donosnosti sredstev so v veliki meri odvisne od novih izdaj državnih vrednostnih papirjev, ki jih je izdala Republika Slovenija v javni ponudbi na domačem ali tujem trgu in so nominirani v SIT ali v EUR, z dospelostjo nad enim letom. Minimalna zajamčena donosnost je namreč izračunana kot 0,4 - kratnik tehtanega povprečja donosnosti že omenjenih državnih vrednostnih papirjev, pri čemer predstavljata ponderja za njeno izračunavanje: delež skupne vrednosti tolarskih izdaj državnih vrednostnih papirjev v vseh izdajah državnih vrednostnih papirjev in vsota tolarskih protivrednosti evro nominiranih izdaj državnih vrednostnih papirjev v vseh izdajah državnih vrednostnih papirjev. Pomembna komponenta, ki vpliva na izračunavanje vrednosti minimalne zajamčene donosnosti je tudi datum njenega izračunavanja. Povprečna donosnost se izračunava mesečno, pri čemer se za izračun povprečne donosnosti v danem mesecu upoštevajo nedospeli vrednostni papirji s prej navedenimi lastnostmi, izdani v obdobju dveh let do izteka meseca, za katerega se računa povprečna donosnost.

<sup>52</sup> Učinkovitost upravljavcev v Sloveniji pri upravljanju s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada se niža:

relativno glede na tveganje, ki so mu sredstva izpostavljena, je najpomembnejša kategorija konkurenčnosti sklada. Donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev lahko merimo dva načina: donosnost bruto premij in čistih vplačanih sredstev. Za potrebe primerjave prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja z alternativnimi oblikami varčevanja je ustrezno izračunavanje donosnosti bruto premij, torej sredstev pred odbitjem vstopnih stroškov. Pri tovrstnem izračunu donosnosti se namreč tako pri fizičnih kot tudi pravnih osebah upoštevajo davčni učinki vplačila premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemni pokojninski sklad. Davčni učinki bistveno vplivajo na konkurenčnost prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj v primerjavi z ostalimi oblikami varčevanja. Izvajalci prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj na podlagi Sklepa o izračunavanju donosnosti, čiste vrednosti sredstev, vrednosti enot premoženja in načinu določitve datuma konverzije (v nadaljevanju: Sklep) v svojih poročilih in z izračunavanjem vrednosti enote premoženja objavljajo donosnost ČVS, vplačanih v vzajemni pokojninski sklad.<sup>53</sup> Vsekakor je donosnost sredstev v prvi vrsti rezultat naložbene politike, strategije upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada, v veliki meri pa nanjo vplivajo dogajanja na finančnih trgih, na katerih vzajemni pokojninski sklad sodeluje s svojimi vložki.<sup>54</sup>

Povzamem lahko, da je delovanje izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja zaradi ZPIZ-1 določene oblike njihovega nagrajevanja usmerjeno predvsem k rasti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Višina sredstev vzajemnega pokojninskega sklada raste:

- z rastjo števila zavarovancev,

- 
- s trenutno opredelitvijo obrazca za izračunavanje minimalne zajamčene donosnosti, ki upravljavec usmerja k naložbam, uporabljenim za izračun minimalne zajamčene donosnosti, ter
  - zaradi zakonsko predpisane strukture naložb vzajemnega pokojninskega sklada, zaradi katere so upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov primorani vlagati v določen razred vrednostnih papirjev, čeprav se morajo za to odpovedati morebitnemu ugodnejšemu razmerju med tveganjem in donosnostjo, ki izhaja iz strukture zavarovancev vzajemnega pokojninskega sklada.

<sup>53</sup> Donosnost vzajemnega pokojninskega sklada se izračunava na podlagi VEP po naslednji enačbi:

$$d_{(t)} = (VEP_{(t)} - VEP_{(t-12)}) / (VEP_{(t-12)}) * 100$$

Kjer je:

$d_{(t)}$ : letna donosnost na dan t

$VEP_{(t)}$ : VEP na dan t

$VEP_{(t-12)}$ : VEP na dan pred 12 meseci

pri čemer se VEP na dan konverzije izračuna po naslednji enačbi:

$$VEP_{(t)} = \check{C}VS_{(t)} / n_{(t)}$$

Kjer je:

t: dan konverzije

$VEP_{(t)}$ : VEP na dan t

$\check{C}VS_{(t)}$ : čista vrednost sredstev na dan konverzije

$n_{(t)}$ : število enot premoženja vzajemnega pokojninskega sklada v obtoku na dan konverzije, ki je enako vsoti števila enot v obtoku na dan pred dnem konverzije in števila enot, konvertiranih na dan konverzije, zmanjšanih za število odkupljenih enot premoženja vzajemnega pokojninskega sklada na ta dan

ČVS vzajemnega pokojninskega sklada pa se izračunava tako, da se: (I) izračuna dejanska ČVS na način, (II) dejanska ČVS se na določeni dan primerja s čisto zajamčeno vrednostjo sredstev, (III) ČVS je enaka višji od obeh primerjanih vrednosti.

<sup>54</sup> V Sloveniji je najobičajnejša oblika varčevanja fizičnih oseb vezava depozita na banki. Donosnost sredstev, vezanih pri banki, je v Sloveniji relativno visoka, vendar se pričakuje njeno zmanjšanje iz dveh razlogov: (I) povečanje ponudbe prihrankov na trgu, (II) vpeljava davka na obresti. V skladu z osnovami finančne teorije je upravičeno pričakovati višjo ali vsaj enako donosnost, kot je donosnost dolgoročnih depozitov pri banki, saj so bančne vloge že po definiciji malo tvegane naložbe. Pomemben dejavnik, ki vpliva na višino donosnosti vplačanih sredstev, so tudi davki. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je davčno spodbujena storitev, kar mu skozi višanje donosnosti vsekakor, v primerjavi z alternativnimi možnostmi vlaganj, dviguje konkurenčnost.



- z rastjo višine v vzajemni pokojninski sklad vplačane povprečne premije in
- z uspešnostjo upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada.

Ravno uspešnost upravljavca pri upravljanju s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada, od katere bi morala biti, skladno s teorijo agenta, v največji meri odvisna višina nagrade upravljavca, najmanj vpliva na njeno višino. Trditev bom dodatno podkrepila z analizo nagrad upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov v točki 7.2. V začetnem obdobju delovanja trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj je tako upravičeno pričakovati, da si bodo upravljavci relativno bolj prizadevali pri pridobivanju novih zavarovancev in povečevanju povprečnih vplačanih premij kot pri upravljanju s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada. Obe dejavnosti jim bosta v večji meri povečali nagrade za upravljanje kot donos, ustvarjen z upravljanjem s sredstvi sklada.<sup>55</sup> Kljub temu menim, da se upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji zavedajo, da je uspešnost upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada eden od ključnih dejavnikov pridobivanja novih zavarovancev. Najuspešnejši vzajemni pokojninski skladi bodo, v primerjavi s svojimi konkurenti, v prihodnosti lažje pridobivali nove zavarovance in obdržali stare.

### 5.3 CILJI ZAPOSLENIH OZIROMA ZAVAROVANCEV

Interes zavarovancev kot lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada je maksimiranje vrednosti na njihovih osebnih kapitalskih računih pri vzajemnem pokojninskem skladu zbranih sredstev oziroma maksimiranje donosnosti omenjenih sredstev ob danih omejitvah.<sup>56</sup> Navedeni interes zavarovancev izhaja iz njihove želje po doseganju ciljev, kot so: socialna varnost in ohranjanje zelene ravni življenjskega standarda v obdobju po upokojitvi, pridobivanje dodatne rente, poleg rente iz naslova obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja, ter koristi, ki so jih deležni zaradi vplačil premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju varčevanja (npr. davčne olajšave). Zavarovanci so interesna skupina, ki vstopa v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja bodisi neposredno z vplačili premij v svojem imenu ali posredno, če v njihovem imenu premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vplačuje delodajalec. Blagostanje zavarovancev po upokojitvi je v veliki meri odvisno od uspešnosti delovanja vzajemnih pokojninskih skladov v državi. Zavarovanci oziroma lastniki vzajemnih pokojninskih skladov so končni kupci storitev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Različne lastnosti in zahteve končnih kupcev narekujejo način poslovanja vzajemnega pokojninskega sklada in njegovo naložbeno politiko. Vzajemni pokojninski skladi tako niso zgolj skupek različnih vrst premoženja

<sup>55</sup> Pridobivanje zavarovancev je v začetni fazi delovanja trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in vzajemnih pokojninskih skladov v veliki meri neodvisno od uspešnosti delovanja upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov iz dveh razlogov:

- Upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov zaradi kratkega obdobja njihovega delovanja nimajo ustrezne zgodovine svojega delovanja, na podlagi katere bi potencialni zavarovanci in vplačniki premij lahko sklepali o njihovi kvaliteti.
- V skladu z napisanim v prejšnji alineji in nerazvitostjo trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov pretežno preko sklepanja kolektivnih prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj z delodajalci uporabljajo druge vzvode za pridobivanje novih članov.
- Prehod obstoječih članov vzajemnih pokojninskih skladov iz enega pokojninskega načrta k drugemu je v skladu z ZPIZ-1 mogoč zgolj, če je premija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zavarovanca plačana za obdobje, ki ni krajše od 36 mesecev.

<sup>56</sup> Oportunitetno gledano zavarovanci od upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada pričakujejo, da bo s sredstvi upravljaj na način, da se bo njihova vrednost ob danih omejitvah povečala za več, kot znaša seštevek povečanja vrednosti sredstev, ki bi ga dosegel zavarovanec sam, in nagrade upravljavca za njegovo delovanje.

nasprotno, ti predstavljajo način preživetja zavarovancev v njihovi prihodnosti (Mansfield, 1993, str. 10).<sup>57</sup>

### 5.3.1 Socialna varnost

Poglavitni cilj zavarovancev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je zagotoviti si socialno varnost v obdobju po upokojitvi. Vsi prejemki, ki jih bodo v omenjenem obdobju dobivali zavarovanci iz različnih naslovov, morajo zadostovati za preživetje ter socialno preskrbljenost zavarovanca po upokojitvi.<sup>58</sup> Če zavarovanec pričakuje zadovoljivo višino rente zgolj iz naslova medgeneracijskega sporazuma in obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja brez dodatnih oblik prostovoljnega varčevanja, ni motiviran za vključitev v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje s ciljem zagotoviti si socialno varnost po upokojitvi. V nasprotnem primeru, če zavarovanec visokih rent iz tega naslova ne pričakuje, je doseganje navedenega cilja v prvi vrsti povezano z višino rente, ki jo bodo zavarovanci prejeli od izpolnitve pogojev za pridobitev rente iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja dalje.

### 5.3.2 Ohranitev življenjskega standarda

Višja raven pri postavljanju ciljev, v primerjavi s ciljem zagotoviti si socialno varnost po upokojitvi, je ohraniti življenjski standard po upokojitvi. Kako visok je minimalni znesek rente, ki ga želijo prejemati zavarovanci, je odvisno predvsem od pričakovanj o višini prejemkov v obdobju po upokojitvi. Teorija življenjskega cikla (ang. life-cycle hypothesis) pravi, da ljudje po upokojitvi kljub padcu njihovih prejemkov ne želijo občutiti padca v njihovem življenjskem standardu, merjenem z njihovo potrošnjo. Ljudje morajo zaradi ohranitve svojega življenjskega standarda varčevati v svojem delovnem obdobju (Mankiw, 2000, str. 451). Prejemki v obdobju po upokojitvi so sestavljeni iz:

- pokojnin po medgeneracijskem sporazumu,
- rent obveznega in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja,
- kapitalskih dobičkov, obresti in prihodkov iz naslova različnih vrst finančnega in realnega premoženja, ki ga imajo v lasti, ter
- drugih oblik prihodkov, povezanih z vključenostjo v družbeni prostor (dediščine, preživitve itd.).

Vsota pričakovanih prejemkov mora zadostovati za vzdrževanje želene življenjske ravni v celotnem obdobju po upokojitvi. Vsi zavarovanci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja bodo v skladu s pokojninsko politiko v državi prejeli pokojnine po medgeneracijskem sporazumu, nekateri med njimi tudi iz naslova obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Pričakovanja zavarovancev o prejemkih iz omenjenih naslovov v najvišji meri kreirajo potrebo po prejemkih iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Višji, kot so pričakovani prejemki po medgeneracijskem sporazumu, tem nižji je pričakovani potrebni znesek rente iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (Davis, 1998, str. 10). Prejemki iz obeh naslovov so do določene stopnje v domeni države. Država namreč regulira višino prispevkov zaposlenih in delodajalcev za pokojnine po medgeneracijskem sporazumu kakor tudi višino prispevkov delodajalcev za obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje. Obe stopnji prispevkov

<sup>57</sup> Lastnosti končnih strank, kot je na primer starost zavarovanca, bistveno vplivajo na naložbeno politiko vzajemnega pokojninskega sklada: mlajši, kot so zavarovanci vzajemnega pokojninskega sklada, daljši je njihov naložbeni horizont in višja je njihova nagnjenost k tveganju (Mansfield, 1993, str. 10).

<sup>58</sup> Med prejemke upokojenecv poleg pokojnine po medgeneracijskem sporazumu in iz naslova dodatnega pokojninskega zavarovanja uvrščam tudi davčno nespodbujene oblike zavarovanj, prihodki, ustvarjeni s premoženjem v obliki zemlje, nepremičnin, depozitov in naložb v vrednostne papirje ter morebitna honorarna zaposlitev upokojenih oseb.

predstavljata osnovo za oblikovanje višine osnovnih prejemkov zavarovancev po upokojitvi.<sup>59</sup>

### 5.3.3 Višina rente

Ob, sumarno gledano, enakem vplačilu premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju varčevanja želijo zavarovanci v obdobju po izpolnitvi pogojev za pridobitev rente ob določeni izpostavljenosti tveganju dobivati čim višjo rento, kar pomeni, da morajo biti stroški varčevanja v vzajemnem pokojninskem skladu čim nižji.<sup>60</sup> Ljudje se bodo za prostovoljno dodatno pokojninsko varčevanje v razvojni dobi te oblike varčevanja po mojem mnenju odločili le v primeru, če jim bo ta, skupaj z davčnimi olajšavami, obljubljal večjo donosnost ob enaki izpostavljenosti tveganju kot primerljive alternativne naložbe.

### 5.3.4 Varnost izplačila

Varčevanje za starost je oblika manj tveganih naložb prihrankov ljudi. Prihranki, ki jih bodo fizične osebe vložile v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, bodo pri nekaterih zavarovancih predstavljali vse, pri drugih pa samo del njihovega dodatnega premoženja, namenjenega za preživetje v obdobju po upokojitvi. Ne glede na proporcionalni delež prihrankov iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v premoženju lahko trdimo, da bo večina fizičnih oseb omenjeni del prihrankov obravnavala kot eno izmed najmanj tveganih naložb in skladno s tem zahtevala varno upravljanje s temi sredstvi. Ne glede na povedano, upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov ne morejo predpostaviti, da so sredstva, zbrana na osebnih kapitalskih računih zavarovancev, njihova presežna denarna sredstva, s katerimi so se zavarovanci pripravljali izpostavljeni velikemu tveganju (Mansfield, 1993, str. 10).

### 5.3.5 Koristi v obdobju varčevanja in neto davčne koristi

Fizične osebe vstopajo v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje tudi zaradi pridobitve koristi v obdobju varčevanja. Te opredeljuje pokojninska zakonodaja, pri čemer mislim predvsem na davčne olajšave, ki prenesejo obveznosti plačevanja dohodnine iz obdobja varčevanja v obdobje pridobivanja rent.

#### 5.3.5.1 Teorija življenjskega cikla

V skladu s teorijo življenjskega cikla človek v obdobju zaposlitve, ko ustvarja svoje premoženje, varčuje z namenom ohranjanja življenjske ravni v obdobju po upokojitvi. V tem obdobju njegovi prejemki presegajo življenjske stroške in ostanejo mu prosta sredstva za varčevanje. Po upokojitvi, ko so praviloma prejemki ljudi zopet nižji od življenjskih stroškov, ki izhajajo iz načina življenja, ljudje porabljajo predhodno privarčevano premoženje (Mankiw, 2000, str. 454).

Neto davčne koristi fizične osebe pridobijo ravno zaradi razlike v višini prejemkov v posameznih življenjskih obdobjih. Povedano drugače: v obdobju zaposlitve imajo fizične osebe v povprečju najvišje prejemke, od katerih morajo po Zakonu o dohodnini odvajati davek državi. Če v tem obdobju zaposleni vplačujejo premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, se te v celoti odštevajo od njihove davčne osnove, kar

<sup>59</sup> S svojim delovanjem v zvezi z zagotavljanjem rent po medgeneracijskem sporazumu in v skladu z obveznim dodatnim pokojninskim zavarovanjem lahko država ali spodbuja ali pa destimulira varčevanje zaposlenih za starost v obliki prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

<sup>60</sup> Poudariti je potrebno, da pri zaposlenih v Sloveniji zaradi dosedanjega pokojninskega sistema in splošnega, na bankah temelječega finančnega sistema, prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje nima vloge posebne, absolutno preferirane naložbe. Nasprotno zaposleni obravnavano obliko varčevanja sprejemajo z nezaupanjem in jo neposredno primerjajo z ostalimi oblikami varčevanj in kapitalskih vlaganj.

zmanjšuje njihovo takratno obveznost iz plačila dohodnine do države. Zaposleni tako obveznost plačila dohodnine preložijo na obdobje po upokojitvi, ko so po pričakovanjih prejemi fizičnih oseb manjši, zato tudi dodatne rente iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja niso obdavčene z enako visoko davčno stopnjo, kot bi bili obdavčeni prihodki v obdobju varčevanja fizičnih oseb. Pri izračunavanju neto davčnih koristi fizičnih oseb se v skladu s teorijo življenjskega cikla lahko upravičeno predvideva, da se bodo fizične osebe pri obračunavanju dohodnine po upokojitvi uvrstile v nižji davčni razred kot v obdobju zaposlitve.

### **5.3.5.2 Pričakovanja ljudi v Sloveniji**

Pred reformo pokojninskega sistema je pokojnine v Sloveniji po medgeneracijskem sporazumu v celoti zagotavljala država. Zaradi tega ljudje pričakujejo njeno aktivnost pri zagotavljanju pokojnin tudi v prihodnje. Če se država hitro umakne s področja zagotavljanja pokojnin ter hkrati umakne tudi instrument obveznih dodatnih pokojninskih zavarovanj, lahko pride do porasta socialno nepreskrbljenih starejših ljudi. Ljudje si v dobi zaposlitve na podlagi preteklih izkušenj ustvarjajo neutemeljena, lažna upanja o premoženjskem stanju po upokojitvi oziroma prejemkih po upokojitvi, zato končajo v revščini oziroma nesposobnosti vzdrževanja nivoja pričakovanega življenjskega standarda. Zaradi tega zaposleni v dobi zaposlitve ne ustvarjajo prihrankov, s katerimi bi povečevali svoje premoženje za potrebe preživetja po upokojitvi, temveč se zaradi svojih preteklih izkušenj pri zagotavljanju socialne varnosti v obdobju po upokojitvi opirajo na državo.<sup>61</sup> Spremembe, določene s pokojninsko reformo, se morajo v pokojninski sistem prav zaradi navedenega vpeljevati postopoma. Ljudje se morajo postopoma navaditi na skrb za svojo socialno varnost po upokojitvi.

Povzamem lahko, da je prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje le ena od možnosti nalaganja sredstev zavarovancev z namenom povečanja njihove vrednosti. Zaradi tega bodo ljudje v to obliko varčevanja vstopali le pod pogojem, da jim bo ob enaki izpostavljenosti tveganju prinašala večje donose kot primerljive alternativne naložbe. Če izberejo obravnavano obliko varčevanja za starost, zavarovanci v vzajemnem pokojninskem skladu varčujejo z naslednjim namenom: zagotoviti si socialno varnost in ustrezno življenjsko raven v obdobju po upokojitvi ter pridobiti neto davčne koristi.<sup>62</sup>

## **5.4 CILJI DRŽAVE**

Pokojninska reforma v smeri dodatnega pokojninskega zavarovanja predstavlja obsežen poseg v gospodarstvo države, katerega pozitivni rezultat je mogoče pričakovati na dolgi rok. Cilji države niso in ne morejo biti omejeni zgolj na eno področje gospodarstva, v tem primeru na pokojninski sistem, ampak morajo zajemati tudi ostale mikroekonomske in makroekonomske nivoje. Dimitri Vittas v svoji raziskavi navaja tri cilje, ki naj bi jih zasledovala država pri implementaciji pokojninske reforme, temelječe na zasebnem varčevanju:

- vpeljati pokojninski sistem, ki je dolgoročno vzdržen in zagotavlja ustrezne ter dovolj visoke pokojnine,
- vzpostaviti močno povezavo med vplačili v pokojninske načrte in koristmi, ki izhajajo iz teh vplačil,

<sup>61</sup> V skladu s povedanim se mora neposredna vloga države pri zagotavljanju pokojnin postopoma manjšati. Z relativnim manjšanjem pokojnin oziroma rent, ki pripadajo zavarovancem po medgeneracijskem sporazumu ob enaki ravni pravic iz naslova obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja, raste pomen prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (Vittas, 1999, str. 2).

<sup>62</sup> Ob enakem vplačilu premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in opredeljeni naložbeni politiki želijo zavarovanci pridobiti čim višjo rento iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

- vzpodbuditi dolgoročno varčevanje, ki bo vzpodbudilo razvoj kapitalskega trga (Vittas, 1999, str. 2).

Vsakega od naštetih ciljev bom v nadaljevanju kratko opisala.

#### **5.4.1 Dolgoročno vzdržen pokojninski sistem**

Vpeljava dolgoročno vzdržnega pokojninskega sistema predstavlja prvi in najpoglavitejši cilj, ki ga zasleduje država s pokojninsko reformo. Smiselno bi ga lahko razdelili na dva sklopa: premostitev težav prehoda med pokojninskimi sistemi in vzpostavitev novega pokojninskega sistema.

##### **5.4.1.1 Premostiti težave prehoda**

Za zagotovitev srednjeročne vzdržnosti medgeneracijskega sporazuma so potrebne določene parametrične prilagoditve: zvišanje upokojitvene starosti, zaostrovanje pogojev za predčasno in invalidsko upokojitev, zmanjševanje pokojnin po medgeneracijski shemi, povečanje davkov od osebnih prejemkov in poostreitev nadzora njihovega plačevanja (Vittas, 1999, str. 2). Tradicionalni pokojninski sistem mora namreč omogočiti postopno uveljavitev s pokojninsko reformo opredeljenega pokojninskega sistema. Namen postopnega prehoda med pokojninskima sistemoma je v mehkem privajanju vseh gospodarskih celic na nove pogoje delovanja.

##### **5.4.1.2 Vzpostaviti nov pokojninski sistem**

Z uveljavitvijo zasebnega varčevanja za starost si država prizadeva zmanjšati obveznosti zagotavljanja socialne varnosti svojih državljanov v obdobju po upokojitvi ter tako postopoma omejiti povečevanje proračunskih izdatkov Zavoda za zagotavljanje omenjene varnosti. Preko instrumenta prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, skupaj z vsemi vzpodbudami, želi postopoma prenesti odgovornost za socialno varnost po upokojitvi na državljanke same. Cilj bi enoznačno lahko opredelili s postopnim zmanjševanjem stroškov Zavoda iz naslova tekočih transferjev prebivalstvu na minimalne možne. Namen postopnega pristopa države k prostovoljnemu dodatnemu pokojninskemu zavarovanju je naslednji: država mora v osnovi zagotoviti ugodne razmere za kakovosten razvoj ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ter njihov obstoj v času prehoda, ko potencialni varčevalci nove oblike varčevanja za starost še niso sprejeli in gledajo nanjo z določeno stopnjo previdnosti. Na eni strani bo usposobila izvajalce prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja za izvajanje tovrstne dejavnosti in hkrati državljanke vpeljala v novo miselnost pridobivanja prihodkov po upokojitvi. Država v tem primeru deluje kot neke vrste inkubator za vzgojo novega pokojninskega sistema z vsemi podpornimi elementi. Vittas navaja, da mora država kot predpogoj za uspešno implementacijo na osebnem kapitalskem varčevanju temelječega pokojninskega sistema v gospodarstvo zagotoviti naslednje:

- makroekonomska stabilnost, nizko inflacijo (kapitalski trgi in institucionalni investitorji v pogojih visoke in spreminjajoče se stopnje inflacije namreč ne morejo učinkovito delovati) in uravnotežene javne finance,
- stabilne banke in zavarovalnice, katerih razvejan in tehnološko podprt sistem omogoča obdelavo plačil, razvoj podpornih služb in ponudbo življenjskih in drugih vrst zavarovanj, ki sledijo iz privatnega pokojninskega sistema,
- učinkovito zakonodajo, ki služi kot osnova za vzpostavitev novega pokojninskega sistema ter nadzora nad njegovim delovanjem,
- pridobitev kritične mase sredstev, s katerimi upravljajo pokojninski skladi in drugi institucionalni investitorji,

- optimalno obnašanje pokojninskih skladov v smislu reguliranja njihove naložbene politike,
- številnost izvajalcev pokojninskih načrtov, s čimer se vzpodbuja konkurenca, vpeljujejo novosti in pospešuje učinkovitost (Vittas, 1999, str. 7-15).

#### **5.4.2 Zagotoviti varnost in ustrezno donosnost prihrankov**

Zajamčena minimalna donosnost sredstev, vloženih v vzajemne pokojninske sklade prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki je opredeljena z ZPIZ-1, je instrument, s katerim želi država zagotoviti varnost in določeno stopnjo donosnosti sredstev, vloženih v vzajemne pokojninske sklade, ne glede na uspešnost nastopanja upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov na finančnih trgih. Z omenjenim instrumentom in dodatno zakonsko določeno dovoljeno strukturo vlaganja zbranih sredstev naj bi država omejila izpostavljenost sredstev večjim tveganjem.<sup>63</sup> Oba ukrepa države sta vpeljana s ciljem zagotoviti varnost in ustrezno realno vrednost sredstev, ki bodo predstavljali enega izmed osnovnih prejemkov ljudi po upokojitvi.

#### **5.4.3 Dolgoročno varčevanje in razvoj kapitalskega trga**

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje ni niti potreben niti zadostni pogoj za razvoj kapitalskega trga v državi. Z ustreznim zakonodajnim urejanjem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s strani države in soočenjem izvajalcev prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj z delovanjem v konkurenčnem okolju, kjer morajo slediti politiki optimizacije svojega delovanja, lahko v trenutku, ko ti dosežejo kritično maso, bistveno vplivajo na razvoj in posodobitev kapitalskega trga v državi. To je prav tako lahko eden od ciljev, ki ga država sledi pri uvajanju pokojninske reforme (Vittas, 1999 str. 7-15). Ključni pri razvoju kapitalskih trgov so prihranki v državi ter med njimi prihranki prebivalcev, ki so po svoji naravi pretežno suficitne gospodarske celice. Vsota prihrankov v posamezni državi je odvisna od demografske strukture, dohodka na prebivalca, rasti dohodkov, narave trga posojil ter pokojninskega sistema, zato je težko sklepati izključno o vplivu pokojninskih skladov na višino prihrankov v državi. Kljub morebitni predpostavki, da pokojninski skladi ne vplivajo v veliki meri na višino prihrankov v državi, je lahko pomemben njihov vpliv na strukturo teh prihrankov na način, da se povečuje delež dolgoročnih finančnih prihrankov (Škrlj et. al., 2001, str. 514). Pomembne pri tem je vpliv davčne politike. Država z davčnimi olajšavami podpira vplačnike premij, da znatni del razpoložljivih denarnih sredstev, ki bi sicer šla v trenutno porabo, naložijo v vzajemne pokojninske sklade (Končina, 2001, str. 19). Ravno dolgoročni finančni prihranki, zbrani preko pokojninskih skladov, so lahko, še posebej v državah v prehodu, ključnega pomena za razvoj kapitalskih trgov (Škrlj et. al., 2001, str. 514).

V Sloveniji so izvajalci prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj pri vstopu na finančne in kapitalske trge naleteli na vstopno oviro. Tako management podjetij kakor tudi prebivalci Slovenije izhajajo iz bančno usmerjenega gospodarstva. Dodatno bodo na razvoj na osebnem kapitalskem varčevanju temelječega pokojninskega sistema slabo vplivale izkušnje s pooblaščenimi investicijskimi družbami in nastala privatizacijska vrzel, ki je država z nadzornim mehanizmom ni znala obvladati. Omajano je zaupanje potencialnih zavarovancev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v poslovne sposobnosti in strokovnost upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov na eni strani ter v doslednost in temeljitost nadzora državnih institucij na drugi (Končina, 2001, str. 20). Omenjena problematika, ki na prvi pogled izgleda nepomembna, lahko ohromi razvoj vzajemnih pokojninskih skladov ter posledično tudi kapitalski trg. Pokojninski skladi v anglo-ameriških

<sup>63</sup> Za naložbe vzajemnih pokojninskih skladov se uporablja Zakon o zavarovalništvu, ki ureja naložbe kritnega sklada zavarovalnic. Ta ureja pravila o vrsti dovoljenih naložb, o omejitvi posameznih naložb, lokalizaciji in usklajenosti naložb.

državah predstavljajo ene najmočnejših, največjih in zaradi tega tudi najbolj aktivnih subjektov kapitalskega trga. Če se te oblika finančnih institucij pri nas ne bo razvila, lahko Slovenija tudi v prihodnje ostane država, katere finančne transakcije bodo v največji meri upravljale banke.

Na podlagi opisa ciljev, s katerimi lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, lahko zaključim, da njihovi cilji ne sovpadajo popolnoma. Zavarovanci, ki so hkrati lastniki vzajemnega pokojninskega sklada, v vzajemnem pokojninskem skladu varčujejo z namenom maksimiranja donosnosti na njihovih osebnih kapitalskih računih zbranih sredstev ob danih omejitvah. Osnovni cilj upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov, s katerim ti vstopajo v omenjeni poslovni odnos, je maksimiranje nagrade za upravljanje vzajemnega pokojninskega sklada. Če se višina nagrad upravljavcev vzajemnega pokojninskega sklada povečuje, donosnost sredstev v lasti zavarovancev vzajemnega pokojninskega sklada pada. Ker so nagrade upravljavcev v skladu z ZPIZ-1 navzgor sicer omejene, vendar oblikovane na način, da niso vezane na uspešnost doseganja s strani lastnikov postavljenih ciljev, ti, v skladu s teorijo agenta, svojih naporov ne bodo pripravljani usmeriti tako, da bi zasledovali cilje lastnikov. Namesto teh bodo prednostno zasledovali lastne cilje po maksimiranju nagrade preko pridobivanja novih zavarovancev in povečevanja višine povprečne vplačane premije na zavarovanca. Če višina nagrade upravljavca sklada ni funkcija doseženega cilja, pridobi na pomembnosti nadzor delovanja upravljavca s strani lastnika vzajemnega pokojninskega sklada. Ob morebitnem nastanku problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji ostajajo lastniki pri njegovem reševanju nemočni. Razlog za njihovo nemoč izhaja iz zakonsko nezadostno opredeljene oblike formalnega nadzora delovanja upravljavcev skladov, obdobja zamrznitve prehajanja zavarovancev med vzajemnimi pokojninskimi skladi in istočasne želje vplačnikov premij po pridobitvi davčnih olajšav iz naslova vplačila premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemne pokojninske sklade. Delodajalci, kot pretežni vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, bodo, da bi pridobili davčno olajšavo, premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja kljub morebitnem nastanku problema agenta vplačevali v izbrani vzajemni pokojninski sklad. Povečana možnost nastanka obravnavanega problema agenta izhaja tudi iz nerazvitosti trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj, ki se izraža v visokih transakcijskih stroških pri prehodu zavarovancev med vzajemnimi pokojninskimi skladi kot obliki neformalnega nadzora nad uspešnostjo delovanja upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada.

V nadaljevanju bom opisala posredni vpliv delodajalcev kot pretežnih vplačnikov premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemne pokojninske sklade na agentsko razmerje med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov.

## **6. ODNOSI MED OSTALIMI INTERESNIMI SKUPINAMI**

Obravnavano agencijsko razmerje med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov ni edino agencijsko razmerje, ki se pojavi med subjekti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Zaradi vplivov na urejanje in reševanje problema agenta med lastniki in upravljavci slovenskih vzajemnih pokojninskih skladov bom izpostavila še trenutno zanimivejše agencijsko razmerje v slovenskem prostoru: agencijsko razmerje med delodajalci kot pretežnimi vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zaposlenih in zaposlenimi v podjetju. Dodatno bom orisala tudi problem agenta med upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov in upravljavci sredstev omenjenih skladov. Zaradi prakse upravljanja sredstev zavarovancev posameznega vzajemnega pokojninskega sklada znotraj organizacije ta problem agenta v slovenskem prostoru še ni aktualen, vendar bo, podobno kot v državah z razvitim, na osebem kapitalskem varčevanju temelječim pokojninskim sistemom, pridobival na pomenu z razvojem specializiranih podpornih služb.

### **6.1 PROBLEM AGENTA MED DELODAJALCI IN ZAPOSLENIMI V PODJETJU**

Problem agenta, ki izhaja iz agencijskega razmerja med delodajalci in zaposlenimi v podjetju, se prenaša tudi na prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Zaposleni v podjetju v tem agencijskem razmerju prevzemajo vlogo principala, delodajalci pa vlogo agenta. Povedano drugače: delodajalci v zvezi z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja po kolektivnem pokojninskem načrtu delujejo v imenu zaposlenih. Agencijsko razmerje med delodajalci in zaposlenimi v podjetju je delno urejeno z ZPIZ-1, ki opredeljuje vlogo zaposlenih v podjetju pri sklepanju pogodbe o financiranju prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s strani delodajalca po kolektivnem pokojninskem načrtu med delodajalcem kot vplačnikom premij in upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada. ZPIZ-1 navaja, da mora biti pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v skladu s kolektivno pogodbo sklenjeno med delodajalcem in reprezentativnim sindikatom, organiziranim pri delodajalcu. Če omenjena kolektivna pogodba ni sklenjena, delodajalec s svojimi zaposlenimi sklene pogodbo o oblikovanju pokojninskega načrta, skladno z njo se oblikuje pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Kljub navedeni zakonski ureditvi po mojem mnenju zaradi velike pogajalske moči delodajalca in nepoznavanja prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s strani zaposlenih problem agenta med delodajalci in zaposlenimi v podjetju še vedno obstaja. Omenjeni problem agenta je večplasten, vendar so za potrebe analize njegovega vpliva na ureditev odnosa med lastniki vzajemnega pokojninskega sklada oziroma zavarovanci in upravljavci sredstev vzajemnih pokojninskih skladov pomembna naslednja vsebinska področja: izbira oblike izvajalca prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj, izbira vzajemnega pokojninskega sklada, kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje in vključitev zaposlenih vanj, višina vplačane premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s strani delodajalca v posameznem letu, pridobitev davčne olajšave s strani delodajalca.

#### **6.1.1 Izbira oblike izvajalca**

Delodajalci imajo zaradi svoje pogajalske moči in nepoznavanja tematike prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj s strani zaposlenih v primerjavi z zadnjimi možnost večjega vplivanja na sprejeto odločitev pri izbiri oblike izvajalca prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj. Odločajo se med dvema osnovnima oblikama izvajalcev: med vzajemnimi pokojninskimi skladi ter pokojninskimi družbami in zavarovalnicami. Že izbira oblike izvajalca prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj lahko bistveno vpliva na višino koristi, ki jih iz naslova prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj po upokojitvi pridobijo zavarovanci. Dejavniki, ki vplivajo na višino rente, so številni, vendar bom v nadaljevanju opisala zgolj najpomembnejše med njimi: lastništvo izvajalca prostovoljnega



dodatnega pokojninskega zavarovanja, način pripisa donosa, ustvarjenega z učinkovitim upravljanjem s sredstvi zavarovancev, zavezanost k plačilu davka od zavarovalnih poslov in davka od dobička.

#### **6.1.1.1 Lastništvo izvajalca**

Lastniki vzajemnih pokojninskih skladov so zavarovanci sami. Lastnik pokojninskih družb oziroma zavarovalnic pa je lahko tudi delodajalec ali več delodajalcev skupaj. Investitorji v zavarovalnice in pokojninske družbe vlagajo lastniški kapital z namenom povečevanja njegove vrednosti. V primeru dvojne vloge delodajalca, kot vplačnika premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastnika pokojninske družbe oziroma zavarovalnice, lahko ta, prednostno pred sledenjem cilja maksimiranja koristi zavarovancev iz naslova vplačila premij, zasleduje svoje cilje, ki izhajajo iz lastništva pokojninske družbe oziroma zavarovalnice. Iz razlik v lastništvu in obliki izvajalca prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja izhaja tudi različnost v načinu sklepanja prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zaposlenih in v načinu pripisa donosa, ustvarjenega z učinkovitim upravljanjem s sredstvi zavarovancev.

#### **6.1.1.2 Način pripisa donosa**

Donos v višini zajamčenega se ne glede na obliko izvajalca prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja pripiše zavarovancem. Razlika med njimi se pojavi pri načinu pripisa donosa, ustvarjenega nad zajamčenim donosom. Pri vzajemnih pokojninskih skladih se celotni donos nad zajamčenim, ustvarjen z učinkovitim upravljanjem s sredstvi zavarovancev, pripiše neposredno zavarovancem. Upravljaavec vzajemnega pokojninskega sklada pa je nagrajen izključno preko vstopnih stroškov, upravljaljske provizije in izstopnih stroškov. Pri pokojninskih družbah in zavarovalnicah se zavarovancem neposredno pripisuje izključno zajamčeni donos, medtem ko se donos, ustvarjen nad zajamčenim, med poslovnim letom beleži kot dobiček pokojninske družbe oziroma zavarovalnice in se tako ne pripisuje neposredno zavarovancem. O absolutni višini donosa nad zajamčenim, ki bo po zaključenem poslovnem letu pripisan zavarovancem, odloča skupščina pokojninske družbe oziroma zavarovalnice, razpon pripisanega odstotka pa se lahko giblje od nič do sto odstotkov nad zajamčenim donosom ustvarjenega donosa. Dobiček pokojninske družbe oziroma zavarovalnice, ustvarjen iz donosa nad zajamčenim donosom, lahko kot dodatno obliko nagrade poleg vstopnih stroškov, upravljaljske provizije in izstopnih stroškov obdržijo lastniki pokojninske družbe oziroma zavarovalnice.

#### **6.1.1.3 Zavezanost k plačilu davkov**

V primeru izbire pokojninske družbe oziroma zavarovalnice kot izvajalca prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj morebitno prikrajšanje zavarovancev ne izvira samo iz načina pripisa donosa nad zajamčenim, temveč tudi iz naslova zavezanosti pokojninskih družb in zavarovalnic k plačilu davka od zavarovalnih poslov in davka od dobička.<sup>64</sup> V

---

<sup>64</sup> ZPIZ-1 opredeljuje pogoje za najkrajše obdobje zavarovanja. Zavarovanec mora biti vključen v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje vsaj 120 mesecev, da lahko pridobi pravice do starostne pokojnine, in 180 mesecev, da pridobi pravice do predčasne starostne pokojnine. Dodatno ZPIZ-1 navaja, da dobi zavarovanec, za katerega plačuje premije delodajalec, pravico do odkupne vrednosti v primeru izstopa šele po 120 mesecih. Vsi ti pogoji praktično ne dopuščajo možnosti izvajanja zavarovalnih poslov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobjih, krajših od 10 let. To pomeni, da gre v teh primerih za zavarovalne posle, za katere velja davek od zavarovalnih poslov, vendar se glede na njihovo trajanje davek od zavarovalnih poslov ne plačuje. Davek od zavarovalnih poslov mora pokojninska družba oziroma zavarovalnica obračunati in naknadno plačati v primeru, ko prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje preneha pred potekom 10 - letnega obdobja od vključitve v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, ne glede na to, ali pogodbo odpove zavarovanec ali izvajalec pokojninskega načrta (Mohar, 2002, str. 77). Če je izvajalka pokojninskega načrta prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja zavarovalnica ali pokojninska družba, gre v tem primeru z njune strani za izvajanje pridobitne dejavnosti. Zavarovalnica oziroma pokojninska družba ob sestavitvi davčnega izkaza v zvezi z davkom od dobička pravnih oseb vanj zajame vse prihodke in odhodke, kar

nasprotju s pokojninskimi družbami in zavarovalnicami vzajemni pokojninski skladi niso pravne osebe in zato niso zavezani k vodenju davčnih evidenc v zvezi s plačilom davka od zavarovalnih poslov ali davka od dobička (Mohar, 2002, str. 78). Prav zaradi obvezanosti plačila omenjenih davkov se niža absolutni znesek dobička pokojninskih družb oziroma zavarovalnic, ki se lahko pripiše zavarovancem. Pred odločitvijo o sklenitvi prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je tako potrebno, zaradi morebitnih vplivov na donosnost vloženega premoženja posameznika, upoštevati tudi davčni vidik izvajalca pokojninskega načrta (Mohar, 2002, str. 81).

### **6.1.2 Izbira vzajemnega pokojninskega sklada**

Delodajalci so pri izbiri vzajemnega pokojninskega sklada, v katerega bodo v imenu zaposlenih vplačevali premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, indiferentni, saj dosežejo pretežni del ciljev, s katerimi vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ne glede na uspešnost delovanja vzajemnega pokojninskega sklada in stroške varčevanja v njem. Zaradi navedenega jim prav tako ni v neposrednem interesu izvajanje nadzora nad delovanjem vzajemnih pokojninskih skladov.

#### **6.1.2.1 Negativni vpliv delodajalca**

Zaradi svoje pogajalske moči in nepoznavanja tematike prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj s strani zaposlenih lahko delodajalci negativno vplivajo na izbor vzajemnega pokojninskega sklada, ki izvaja kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, in pri tem ne utrpijo nobene neposredne škode.<sup>65</sup> Negativni izbor vzajemnega pokojninskega sklada izhaja predvsem iz nezainteresiranosti delodajalca pri izbiri vzajemnega pokojninskega sklada oziroma upravljavčevega sledenja drugim ciljem, ki ne izhajajo iz osnovnega poslovnega odnosa med delodajalci in zaposlenimi v prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju. Neposredno škodo iz naslova negativnega izbora vzajemnega pokojninskega sklada v celoti utrpijo zaposleni, v katerih imenu delodajalec vplačuje premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, saj se njihove koristi iz naslova prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj v primeru slabšega delovanja izbranega vzajemnega pokojninskega sklada po upokojitvi manjšajo.

#### **6.1.2.2 Pozitivni vpliv delodajalca**

Vsekakor ima delodajalec zaradi pogajalske moči in nepoznavanja tematike prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj s strani zaposlenih v primerjavi z zaposlenimi proti upravljavcem vzajemnih pokojninskih skladov dobra pogajalska izhodišča, ki lahko pozitivno vplivajo na višino koristi, ki jo bodo zaposleni deležni iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja po upokojitvi.<sup>66</sup> Delodajalec lahko pri upravljavcu vzajemnega pokojninskega sklada izposluje ugodnejše pogoje varčevanja po kolektivnem pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada, ki se lahko prenesejo tudi na prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje po individualnem pokojninskem načrtu, po katerem v vzajemni pokojninski sklad vplačujejo zaposleni sami v svojem imenu.

### **6.1.3 Kolektivni pokojninski načrt in zaposleni**

Poleg delodajalcev lahko premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemni pokojninski sklad vplačujejo tudi zaposleni. Zaposleni sami v svojem imenu lahko

---

pomeni, da bodo z davkom od dobička obdavčeni tudi vsi donosi, ki presegaajo zajamčeni donos (Mohar, 2002, str. 80).

<sup>65</sup> Utrpijo posredno škodo, ki se lahko izraža v nezadovoljstvu zaposlenih v zvezi z izborom vzajemnega pokojninskega sklada, ki vpliva na njihovo motiviranost pri delu.

<sup>66</sup> Delodajalec v primerjavi s posameznim zaposlenim lažje vpliva na višino vstopnih stroškov, upravljavske provizije ali izstopnih stroškov, ki jih zaračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada.

vplačujejo premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemni pokojninski sklad iz svoje bruto plače kakor tudi iz svoje neto plače.

#### **6.1.3.1 Vplačila zaposlenega iz svoje bruto plače**

Če zaposleni premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja plačujejo iz svoje bruto plače, se tovrstna vplačila obravnavajo enako, kot bi premijo v imenu zaposlenih v vzajemni pokojninski sklad vplačeval delodajalec. Zaposleni tako plačuje premijo po kolektivnem pokojninskem načrtu. Delodajalec je naklonjen tovrstnim vplačilom zaposlenih, saj s tem pridobi koristi iz naslova zmanjšanja bruto plače zaposlenega, ki je osnova za obračunavanje prispevkov za socialno varnost s strani delodajalcev in zaposlenih.<sup>67</sup> Posledice zmanjšanja prispevkov delodajalcev in zaposlenih iz naslova socialne varnosti se odražajo v zmanjšani pokojnini zaposlenih po upokojitvi po medgeneracijskem sporazumu, kar ni ugodno za zagotavljanje socialne varnosti zaposlenih po upokojitvi. Tem se namreč celotna pokojnina iz naslova medgeneracijskega sporazuma in prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja skupaj zaradi navedenega vzroka poveča za manj, kot bi se jim, če ne bi bilo navedenega učinka zmanjšanja pokojnin po medgeneracijskem sporazumu.

Delodajalec dodatno pridobi davčno olajšavo za s strani zaposlenega vplačane premije, če zaposleni premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja plačuje iz svoje bruto plače. Zaposleni, kljub temu, da se je odpovedal delu bruto plače z namenom vplačil po pokojninskem načrtu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ni upravičen do davčne olajšave pri napovedi dohodnine v posameznem obračunskem obdobju.

#### **6.1.3.2 Vplačila zaposlenega iz svoje neto plače**

Če zaposleni plačuje prispevke iz svoje neto plače, je ta prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovan po individualnem pokojninskem načrtu in je upravičen do davčne olajšave v razliki med zneskoma vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s strani delodajalca in zakonsko določeno ravno davčnih olajšav, ki se obračunajo za posameznega zavarovanca v odstotku od njegove bruto plače.

#### **6.1.4 Višina s strani delodajalca vplačane premije**

Davčna olajšava v vzajemni pokojninski sklad vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v imenu zavarovanca je omejena navzgor. Delodajalec lahko zaradi svoje prednostne pravice pri uveljavljanju davčne olajšave iz naslova vplačil premij v imenu zaposlenega izkoristi celotno davčno olajšavo tako, da je zaposleni za vplačila premij v svojem imenu pri napovedi dohodnine ne more koristiti. Do dodatnega negativnega učinka lahko pride, če delodajalec premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vplačuje v vzajemni pokojninski sklad po kolektivnem pokojninskem načrtu, pri katerem so pogoji varčevanja (uspešnost vzajemnega pokojninskega sklada in stroški varčevanja pri njem) slabši kot pri individualnem pokojninskem načrtu, v katerega želi vplačevati premijo zaposleni.

#### **6.1.5 Pridobitev davčne olajšave**

Delodajalec lahko v imenu zaposlenih poleg rednih, vnaprej predvidenih mesečnih, polletnih ali letnih zneskov premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vplača vzajemni pokojninski sklad enkratni izredni znesek. S tem lahko zaradi predhodno

---

<sup>67</sup> Pogajalci velikokrat pogojujejo višino premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki jo v imenu zaposlenih vplačujejo v vzajemni pokojninski sklad ali v pokojninsko družbo oziroma zavarovalnico, z vplačili določene višine premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja s strani zaposlenih. V primeru vplačil premij v pokojninsko družbo ali zavarovalnico je ta pojav zaradi interesov delodajalcev, opisanih v točki 6.1.1, še pogostejši.

opisane prednostne pravice pri uveljavljanju davčne olajšave izpodrine zaposlenega pri uveljavljanju davčne olajšave na že v vzajemni pokojninski sklad vplačane premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.<sup>68</sup>

Na podlagi napisanega lahko zaključim, da lahko delodajalci, ki v agencijskem razmerju med zaposlenimi in delodajalci prevzemajo vlogo agenta, s svojim delovanjem in korektnim odnosom do zaposlenih zaradi svoje pogajalske moči proti upravljavcem vzajemnih pokojninskih skladov in znanja, povezanega z novimi oblikami varčevanja za starost, prevzamejo pomembno vlogo pri postavljanju učinkovitega pokojninskega načrta prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja za svoje zaposlene. Nasprotno z napisanim lahko delodajalci, če ti prednostno pred cilji zaposlenih, v imenu katerih vplačujejo premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, sledijo svojim ciljem, posredno negativno vplivajo na višino na osebnih kapitalskih računih zavarovancev zbranih sredstev iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. V skladu s tem predvideva slovenska zakonodaja sodelovanje zaposlenih pri uvajanju prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v podjetju preko sindikatov oziroma zbora delavcev, ki pa v praksi zaradi razvijajočega se pokojninskega sistema, temelječega na osebnih kapitalskih računih, in njegovega nezadostnega poznavanja s strani zaposlenih še ni zaživel.

## **6.2 PROBLEM AGENTA MED UPRAVLJAVCI SKLADOV IN UPRAVLJAVCI SREDSTEV**

Agentsko razmerje med upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov in upravljavci sredstev vzajemnega pokojninskega sklada je pričakovati, če bodo upravljavci določen del sredstev vzajemnega pokojninskega sklada izločili in oddali v upravljanje za upravljanje sredstev specializiranim podpornim službam. V skladu z izločitvijo sredstev, oddanih v upravljanje tretji osebi, mora upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada prevzeti vlogo principala v nastalem agentskem razmerju in v skladu s tem opredeliti, kateri subjekt bo nosil tveganje doseganja zajamčenega donosa iz upravljanja celotnega vzajemnega pokojninskega sklada izločenih sredstev. Tveganje doseganja zajamčenega donosa sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, v osnovi nosi upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada do trenutka, ko to z dogovorom o merjenju uspešnosti upravljavcev sredstev in obliki njihovega nagrajevanja v skladu z agentsko teorijo, predstavljeno v drugem poglavju magistrskega dela, ne prenesejo na izdvojenega upravljavca sredstev.

V nadaljevanju bom opozorila na usklajenost elementov, ki urejajo agencijsko razmerje med lastniki in upravljavcem vzajemnih pokojninskih skladov v slovenskem prostoru, s koncepti urejanja agencijskega razmerja, ki izhajajo iz agencijske teorije.

---

<sup>68</sup> Na podlagi napisanega lahko sklepamo, da se zaposlenim premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemni pokojninski sklad ne spleča vplačevati, preden se dokončno ne prepričajo o višini s strani delodajalca vplačane premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v posameznem obračunskem obdobju.

## 7. REŠEVANJE PROBLEMA AGENTA

Opisi poslovnega odnosa prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, lastnosti subjektov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, cilji, s katerimi ti vstopajo v poslovni odnos, ter zaključki, oblikovani na podlagi navedenih opisov, navajajo dejstvo, da skladno s teorijo agenta v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih obstaja problem agenta med lastniki in upravljavci teh skladov. Teorija agenta opredeljuje elemente agencijskega razmerja, s katerimi naj bi se omenjeni problem agenta zmanjševal. Njihov obstoj in njihovo obliko v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih bom preverjala v nadaljevanju magistrskega dela. Ugotavljala bom, ali v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja pretežno zakonsko vpeljani elementi agencijskega razmerja zmanjšujejo problem agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji. S tem namenom postavljam osnovno hipotezo magistrskega dela:

»Hipoteza te naloge je, da višina nagrade upravljavcev pokojninskih skladov v Sloveniji kot eden ključnih elementov pri reševanju problema agenta ni vezana na njihovo uspešnost upravljanja s sredstvi pokojninskega sklada. Izhajajoč iz med seboj izključujočih se ciljev, s katerimi vstopajo zavarovanci in upravljavci pokojninskega sklada v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ter nerazvitega trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj v Sloveniji, se zaradi neprimerne oblike nagrajevanja ter pomanjkljivega nadzora nad delovanjem upravljavcev pokojninskih skladov problem agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov ne zmanjšuje.«

Teorija agenta predpisuje ključni pomen pri reševanju problema agenta načinu urejanja medsebojnih odnosov med principalom in agentom, načinu nagrajevanja agenta in nadzoru nad njegovim delovanjem. V nadaljevanju bom preverjala status navedenih ključnih elementov agencijskega razmerja v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih in vpliv razvitosti trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj na učinkovito izvajanje nadzora nad delovanjem upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov.

Najprej bom opisala namen in vsebino pokojninskega načrta kot primera nepopolne pogodbe, ki ureja odnose med lastniki in upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada v Sloveniji. Zaradi nezmožnosti opredelitve vseh bodočih stanj sistema in obveznosti v agentskem razmerju sodelujočih interesnih skupin, ki izhajajo iz bodočih stanj sistema v pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada, bom izpostavila dejstvo, da so vzajemni pokojninski skladi, njihovi lastniki ter upravljavec izpostavljeni negotovi prihodnosti ter z njo povezanimi številnimi tveganji. Zmanjšanje izpostavljenosti vzajemnega pokojninskega sklada različnim oblikam tveganja principal rešuje tako, da večji del tovrstnih tveganj odda v upravljanje agentu, za kar ga, v primeru uspešnega upravljanja z njimi, primerno nagradi. Da bi se izognil nastanku problema agenta, principal dobro načrtuje obliko nagrajevanja, predvsem pa obdrži neprestan nadzor nad učinkovitostjo delovanja upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada. V sklopu analize pokojninskega načrta bom podrobneje razčlenila dva izmed elementov upravljanja s tveganji, ki jim je izpostavljen vzajemni pokojninski sklad: naložbeno in nagrajevanje upravljavcev. Nagrajevanje upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov in njegov vpliv na reševanje obravnavanega problema agenta bom poskušala prikazati z njegovo kvantitativno analizo. Nadzor upravljavcev vzajemnega pokojninskega sklada kot tretji element upravljanja s tveganji vzajemnega pokojninskega sklada bom v povezavi z razvitostjo trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj obravnavala ločeno.

## 7.1 POGODBA O UREJANJU ODNOSOV MED PRINCIPALOM IN AGENTOM

Pokojninski načrt prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ureja medsebojne pravice in obveznosti upravljavca in zavarovancev oziroma lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada, vrsto ter obseg omenjenih pravic in obveznosti. Vsebino pokojninskega načrta vzajemnega pokojninskega sklada v Sloveniji opredeljujeta ZPIZ-1 in Zakon o spremembah, ki narekujeta, da mora ta obvezno vsebovati naslednje elemente:

- pogoje za vključitev v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje,
- vsebino pravic in obveznosti zavarovanca in izvajalca prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja,
- pogoje prenehanja zavarovanja,
- opredelitev, ali je pokojninski načrt namenjen individualnemu ali kolektivnemu prostovoljnemu dodatnemu pokojninskemu zavarovanju.

ZPIZ-1 loči sestavine pokojninskega načrta na skupne in posebne. Skupne so:

- pogoji za vključitev v pokojninski načrt,
- višina premije oziroma način izračuna premije, način in roki plačevanja premije ter pravne posledice, če premija ni plačana,
- določba o neprenosljivosti pravic,
- višina stroškov, ki jih zaračunava izvajalec pokojninskega načrta,
- določitev pogojev za pridobitev pravic do pokojnine,
- določitev izplačevalca pokojnine,
- pogoji za prenehanje zavarovanja pred pridobitvijo pravice do pokojnine in obveznosti izvajalca zavarovanja.

Posebne sestavine pokojninskega načrta vzajemnega pokojninskega sklada so:

- opredelitev, da gre za zavarovanje, pri katerem zavarovanec prevzema naložbeno tveganje z minimalnim zjamčenim donosom na čisto vplačano premijo,
- določitev naložbene politike, zjamčenega donosa, način izračuna odkupne vrednosti, način izračuna pokojnine.

Zakonska določila o vsebini pokojninskega načrta so potrebna, vendar ne zadostna podlaga za ustrezno delovanje vzajemnega pokojninskega sklada. Država preko zakonsko opredeljenih skupnih in posebnih sestavin pokojninskega načrta postavlja minimalne okvire opredelitve poslovnega odnosa med subjekti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Država se v Sloveniji pojavlja kot ključni subjekt, ki poleg upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov neposredno vpliva na določila pokojninskega načrta vzajemnega pokojninskega sklada. V skladu s teorijo agenta in prakso v državah z razvitim, na osebnem kapitalnem varčevanju temelječim pokojninskim sistemom pri oblikovanju pogodbe o medsebojnem sodelovanju poleg navedenih subjektov sodelujejo še vplačniki premij in lastniki vzajemnih pokojninskih skladov. Slednji namreč z obravnavano pogodbo nedvoumno opredelijo cilje, ki naj bi jim sledil upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada pri svojem delovanju, tveganja, nagrade in nadzor upravljavca. Do glavnih odstopanj med priporočenimi koncepti oblikovanja pogodb o medsebojnem sodelovanju in oblikovanju pokojninskih načrtov vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji prihaja ravno zaradi pasivne vloge vplačnikov premij in lastnikov vzajemnih pokojninskih skladov pri oblikovanju bistvenih elementov pokojninskega načrta. Zaradi navedenega pokojninski

načrti ne vsebujejo naložbene politike, ki bi odražala strukturo in lastnosti pasive vzajemnega pokojninskega sklada. Naložbeno politiko vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji namreč neposredno ali posredno, preko določitve osnove za primerjavo, določa država z že navedeno zakonodajo. Pasivno vlogo vplačnikov premij in lastnikov vzajemnih pokojninskih skladov pri kreiranju pokojninskega načrta vzajemnega pokojninskega sklada je po mojem mnenju moč pripisati zgodnji fazi razvoja prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

V skladu s teorijo agenta ugotovimo, da v pokojninskih načrtih vzajemnih pokojninskih skladov ni mogoče opredeliti vseh možnih stanj sistema v prihodnosti oziroma da bi bili transakcijski stroški, ki bi izhajali iz njihove opredelitve, izredno visoki. Upravljalci vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji se tako soočajo s stohastičnim stanjem sistema v prihodnosti ter pomembnimi dejavniki, ki jih poznajo in na katere lahko vplivajo, z dejavniki, ki jih poznajo oziroma slabo poznajo in nanje ne morejo vplivati, ali celo z dejavniki, ki jih ne poznajo. Povedano drugače: upravljalci vzajemnih pokojninskih skladov se soočajo s tveganji, s katerimi morajo v imenu lastnika vzajemnega pokojninskega sklada učinkovito upravljati.

### 7.1.1 Upravljanje s tveganji v vzajemnih pokojninskih skladih

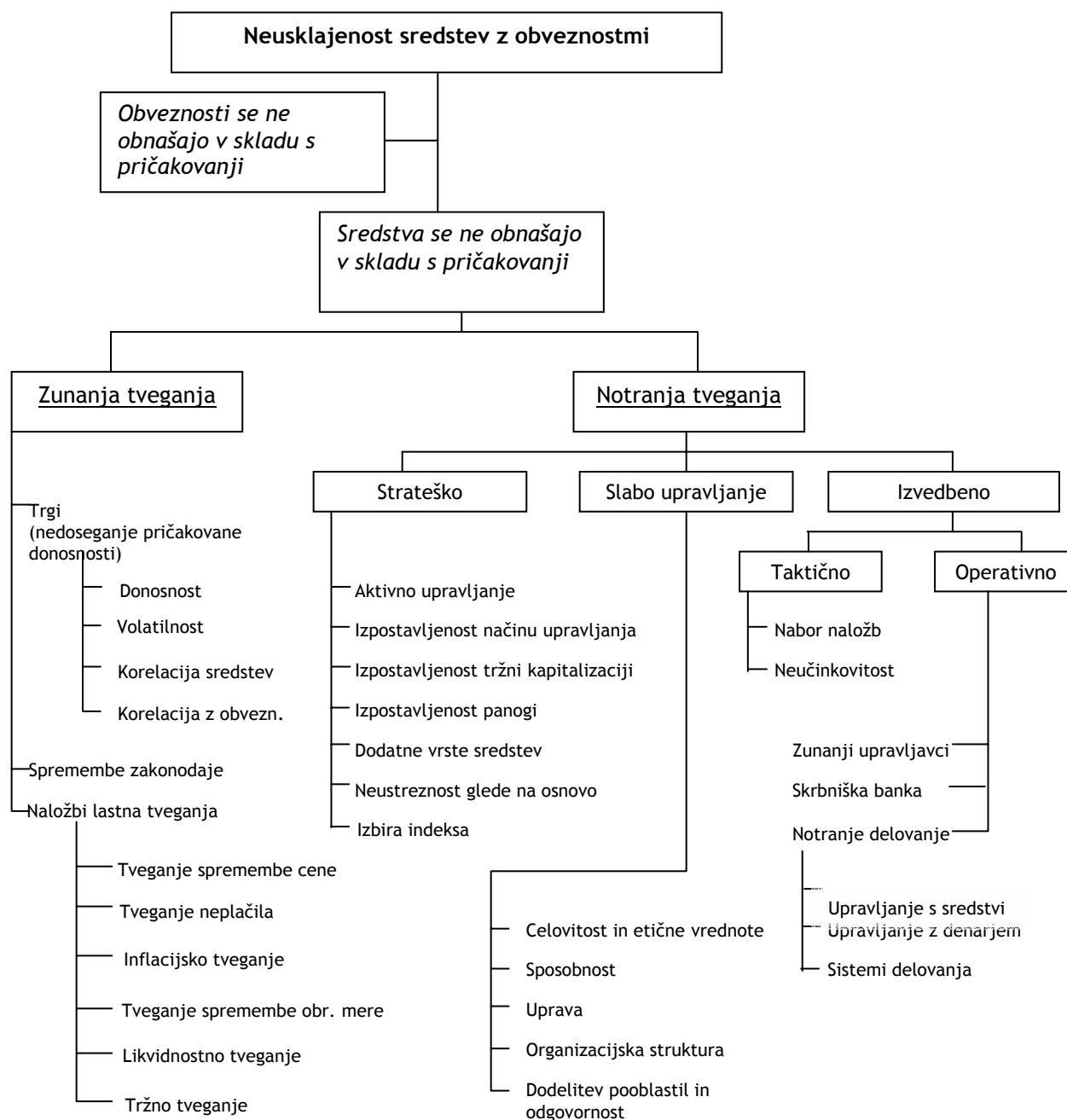
Osnovna naloga vplačnikov premij in lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada je nadzorovanje tveganj, ki jim je ta izpostavljen. Osnovna naloga upravljalcev vzajemnih pokojninskih skladov je maksimiranje donosnosti sredstev sklada ob danih omejitvah naložbenih možnosti in delovanja vzajemnega pokojninskega sklada, postavljenih s strani vplačnikov premij in lastnikov sklada, to je nadzornika izpostavljenosti tveganju (Fabozzi, 1997, str. 26).

Slika 3 prikazuje glavna naložbena tveganja javnih vzajemnih pokojninskih sistemov v tujini, temelječih na pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi pravicami. Menim, da je njihov prikaz uporaben tudi za identifikacijo tveganj, ki so jim izpostavljeni vzajemni pokojninski skladi v Sloveniji, ki jih upravlja en upravljavec in temeljijo na pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki ter opredeljeni minimalni zajamčeni donosnosti sredstev, zbranih v vzajemnih pokojninskih skladih.<sup>69</sup> Slika 3 prikaže naložbena tveganja tako, da najprej opredeli največja, krovna tveganja, s katerimi se srečujejo vzajemni pokojninski skladi, naknadno pa prikazuje tem podrejena tveganja do nivoja, ko se vzajemni pokojninski skladi začnejo srečevati s tveganji, ki so specifična in so jim izpostavljeni zgolj posamezni vzajemni pokojninski skladi ter jih skladno s tem ni mogoče kot pravilo aplicirati na večino.

---

<sup>69</sup> Predpostavke, v katerih okviru so obravnavna tveganja vzajemnih pokojninskih skladov predstavljena na Sliki 3: (I) vzajemni pokojninski skladi razvijajo dolgoročno strategijo razporeditve sredstev med različne naložbene razrede, ki se je držijo, (II) vzajemni pokojninski skladi so dolgoročni investitorji, ki se lahko, ne glede na trenutna gibanja finančnih trgov, držijo dolgoročne naložbene strategije, (III) vzajemni pokojninski skladi so lastniki vrednostnih papirjev, s katerimi trgujejo, (IV) vzajemni pokojninski skladi diverzificirajo z uporabo številnih naložbenih razredov, načinov nalaganja, upravljalcev sredstev in pristopov, (V) vzajemni pokojninski skladi poskušajo maksimirati donosnost sklada, pri čemer minimizirajo izpostavljenost do nenameravanega in nedonosnega tveganja (Public pension systems, 2000).

Slika 3: Poglavitna naložbena tveganja javnih vzajemnih pokojninskih sistemov



Vir: Public pension systems, 2000, str. 7

Neusklajenost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada z njegovimi obveznostmi je glavno tveganje, ki mu je izpostavljen vzajemni pokojninski sklad z vnaprej določenimi prejemki (Public pension systems, 2000). Ta oblika tveganja je manj izrazita pri vzajemnih pokojninskih skladih z vnaprej določenimi prispevki, saj je višina obveznosti sklada natančneje določljiva in predvsem odvisna od gibanja vrednosti sredstev, privarčevanih na osebnih kapitalskih računih posameznika, ter aktuarskih izračunov. Kljub temu je usklajevanje sredstev z obveznostmi vzajemnega pokojninskega sklada pomembno tudi pri slednjih. Ravno razumevanje odnosa med sredstvi sklada in njegovimi napovedanimi obveznostmi predstavlja potrebno osnovo pri postavljanju naložbene politike vzajemnega



pokojninskega sklada (Fabozzi, 1997, str. 262). Struktura zavarovancev vzajemnega pokojninskega sklada in aktuarski izračuni, narejeni na njeni podlagi, narekujejo strukturo naložb vzajemnega pokojninskega sklada, njegovo nagnjenost k tveganju in ročnost zapadanja naložb na način, da vzajemni pokojninski sklad deluje s čim nižjimi transakcijskimi stroški unovčitve sredstev, zbranih na osebnih transakcijskih računih zavarovancev ob njihovi upokojitvi. Usklajevanje sredstev z obveznostmi sklada zaradi nižanja stroškov unovčitve naložb vzajemnega pokojninskega sklada ob upokojitvi zavarovancev pridobi na pomenu tudi zaradi delovanja vzajemnih pokojninskih skladov na razvijajočih se, nelikvidnih kapitalskih trgih. Instrument minimalne zajamčene donosnosti sredstev, za katero jamči upravljavec sklada, je zaščita, s katero se lahko ob neustrezni naložbeni politiki vzajemnega pokojninskega sklada, neugodnem gibanju kapitalskih trgov in neustreznem delovanju upravljavca, omenjeni transakcijski stroški vsaj delno prenesejo z lastnika vzajemnega pokojninskega sklada na upravljavca. Omenjeni prenos transakcijskih stroškov se izvrši v višini med zajamčeno vrednostjo enote premoženja in tržno vrednostjo enote premoženja vzajemnega pokojninskega sklada ob upokojitvi zavarovanca.

Direktno podrejeni glavnemu tveganju sta dve podkategoriji tveganj:

- Obveznosti vzajemnega pokojninskega sklada se ne obnašajo v skladu s pričakovanji, kar se pri vzajemnih pokojninskih skladih z vnaprej določenimi prispevki nanaša na določanje časa zapadlosti obveznosti ter potrebne likvidnosti sklada.
- Sredstva vzajemnega pokojninskega sklada se ne obnašajo v skladu s pričakovanji. Razlogi za to so številni: vse od nihanj na relevantnih trgih vrednostnih papirjev do zakonodajnih sprememb v državi.

Da bi se izognili neusklajenosti sredstev z obveznostmi vzajemnega pokojninskega sklada njihovi upravljavci uporabljajo tri osnovne postopke:

- periodične aktuarske izračune, ki pomagajo pri ugotavljanju trendov gibanja obveznosti in njihove povezanosti z obstoječimi sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada in revizije aktuarskih izračunov s pomočjo neodvisnega aktuarja;
- periodično proučevanje sredstev in obveznosti vzajemnega pokojninskega sklada ter sprememb v njihovem medsebojnem odnosu. Pogostost preverjanja odnosa med obveznostmi in sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada ni enoznačno določljiva in je odvisna od kompleksnosti pokojninskega načrta (Fabozzi, 1997, str. 262);
- modele alokacije sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, ki predvidevajo diverzifikacijo sredstev med različne naložbene razrede, da se ustvari optimalna donosnost, potrebna za pokrivanje pričakovanih obveznosti vzajemnega pokojninskega sklada (Public pension systems, 2000).

Vzroki, da se sredstva vzajemnega pokojninskega sklada ne obnašajo v skladu s pričakovanji, so lahko najrazličnejši. V grobem pa so na Sliki 3 razdeljeni na: zunanje tržne vplive in notranje, operativne vzroke.

### **7.1.1.1 Zunanja tveganja**

#### **7.1.1.1.1 Nedoseganje pričakovanih donosnosti**

Ob predhodno opisanih predpostavkah o lastnostih vzajemnih pokojninskih skladov je obravnavano tveganje lastno posamezni naložbi in ga je moč ublažiti z uporabo faktorjev, kot pričakovana spremenljivost vrednosti posameznih naložb in korelacija gibanja vrednosti naložb znotraj diverzificiranega portfelja vzajemnega pokojninskega sklada. Na Sliki 3 so

prikazani vzroki za dolgoročno odstopanje realiziranih od pričakovanih donosnosti, kot so: dolgoročna donosnost, spremenljivost posamezne naložbe, korelacija naložb znotraj portfelja, korelacija vseh naložb z obveznostmi vzajemnega pokojninskega sklada. Večina vzajemnih pokojninskih skladov uporablja tri orodja za upravljanje z obravnavanim tveganjem: pregledi in ocene diverzifikacije sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, ocenjevanje dolgoročne učinkovitosti upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada na podlagi preteklih gibanj, periodični aktuarski izračuni (Public pension systems, 2000).

#### **7.1.1.1.2 Tveganje spremembe zakonodaje**

Vzajemni pokojninski skladi so izpostavljeni tveganju velikih sprememb relevantne zakonodaje, do katerih bi lahko prišlo brez poznavanja posledic implementiranih sprememb na delovanje vzajemnih pokojninskih skladov. Načini, kako zmanjšati možnosti sprememb zakonodaje, so naslednji:

- dobro izdelana in dokumentirana naložbena politika, ki je bila potrjena s strani ustrezne vladne institucije, je glavno orodje za zmanjšanje nepričakovanih natančnih pregledov naložbene politike vzajemnih pokojninskih skladov;
- izobraževanje zakonodajalcev o možnostih učinkovitega upravljanja s tveganji vzajemnih pokojninskih skladov;
- konstantni nadzor s strani zakonodajne oblasti nad delovanjem vzajemnih pokojninskih skladov in komunikacija med obema omenjenima skupinama (Public pension systems, 2000).

#### **7.1.1.1.3 Naložbi lastna tveganja**

Vsaka naložba nosi določeno, njej pripadajočo, stopnjo tveganja. Vlagatelj s tem, ko svoja sredstva naloži v izbrano naložbo, to vrsto tveganja sprejme in zaradi tega pričakuje ustrezno nagrado, donosnost, katere višina je odvisna od stopnje izpostavljenosti tveganju posamezne naložbe in nagnjenosti investitorja k tveganju. Tovrstna tveganja so: tveganje spremembe cene, tveganje neplačila, inflacijsko tveganje, tveganje spremembe obrestne mere, tržno tveganje. Naštetim oblikam tveganja se ponavadi ni moč izogniti, obstajajo pa načini, kot sta alokacija in diverzifikacija naložb vzajemnega pokojninskega sklada, s katerimi investitor tveganja ublaži (Public pension systems, 2000).<sup>70</sup>

### **7.1.1.2 Notranja tveganja**

#### **7.1.1.2.1 Strateško tveganje**

Naložbena politika vzajemnega pokojninskega sklada in osnova za primerjavo (ang. benchmark) predstavljata glavne temelje, na podlagi katerih se upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada odloča o plasiranju sredstev. Vsako izpostavljanje vzajemnega pokojninskega sklada glede na osnovo za primerjavo v vrsti naložb, načinu upravljanja naložb, tržni kapitalizaciji naložb, regiji, panogi predstavlja strateško odločitev upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada. Upravljavec tovrstno odločitev sprejme na osnovi pričakovanja višjega porasta dosežene donosnosti sredstev, kot je porast izpostavljenosti tveganju vzajemnega pokojninskega sklada glede na osnovo za primerjavo. Predmet razprave o izpostavljenosti strateškemu tveganju vzajemnega pokojninskega sklada je tudi neprimerna izbira osnove za primerjavo, ki nikoli popolnoma ne odseva dejanskega trga vrednostnih papirjev. Upravljanje s strateškim tveganjem zajema:

<sup>70</sup> Znotraj izbranih naložbenih razredov se nato sredstva diverzificirajo npr. med različne načine upravljanja s sredstvi (aktivno, pasivno), različne panoge. Pri alokaciji naložb med naložbene razrede so upoštevani trije glavni faktorji alokacije: pričakovana donosnost, pričakovano tveganje in korelacija.

- natančno opredelitev naložbene politike in osnove za primerjavo, ki sledi iz opredeljene naložbene politike;
- dodatno opredelitev tudi za lastnike sprejemljivih odstopanj od opredeljenih osnov za primerjavo;
- vzpostavitev dolgoročnega nadzora nad učinkovitostjo strateških odločitev, sprejetih v vzajemnih pokojninskih skladih (Public pension systems, 2000).

#### *7.1.1.2.2 Tveganje slabega upravljanja*

Tveganje slabega upravljanja vzajemnega pokojninskega sklada se navezuje na namerno ali nenamerno škodljivo delovanje upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada, njegovih zaposlenih oziroma s strani upravljavca najetih tretjih oseb (npr. zunanji svetovalci, aktuarji, pravniki), ki lahko s svojimi dejanji na sredstva vzajemnega pokojninskega sklada vplivajo na način, da se njihova vrednost ne bo gibala v skladu s pričakovanji. Tveganja slabega upravljanja lahko zajemajo: nesposobnost, slabo opredeljena pravila, slabe komunikacije, pomanjkanje etičnosti in celovitosti pri upravljanju (Public pension systems, 2000).

#### *7.1.1.2.3 Izvedbeno tveganje*

Izvedbeno tveganje je tveganje, da opredeljena naložbena politika vzajemnega pokojninskega sklada in opredeljeni postopki niso pravilno izvedeni. Razloge za izvedbeno tveganje lahko razporedimo v dve skupini: taktični neuspeh in izvedbeni neuspeh. Raziskava opredeljuje dva glavna razloga za taktični neuspeh: prvič, tveganje, da dejanska alokacija sredstev ni v skladu z opredeljeno strategijo alokacije sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, in drugič, tveganje, da dejanska donosnost posamezne naložbe ne dosega donosnosti naložbenega razreda, v katerega je uvrščena. Operativni neuspeh, za razliko od vseh opisanih tveganj, ni neposredno povezan z naložbeno strategijo vzajemnega pokojninskega sklada, temveč se navezuje na vodenje in operativne postopke pri izvajanju opredeljene naložbene strategije. Operativni neuspeh je posledica motnje v sistemu, postopku, ljudeh. Operativni neuspeh se običajno pojavi na treh področjih: pri zunanjih upravljavcih, skrbniških bankah in pri notranjem delovanju (Public pension systems, 2000).

V nadaljevanju bom predstavila naložbeno politiko, ne izključno kot način upravljanja s tveganji vzajemnega pokojninskega sklada, ampak tudi kot obliko načrtovanja delovanja vzajemnega pokojninskega sklada, v kateri so jasno opredeljeni dolgoročni cilji.

### **7.1.2 Naložbena politika vzajemnega pokojninskega sklada**

Naložbena politika vzajemnega pokojninskega sklada je oblika dolgoročnega, strateškega planiranja. S pomočjo naložbene politike vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastniki vzajemnih pokojninskih skladov formalno opredelijo cilje, ki jih želijo doseči z vlaganjem sredstev v posamezni vzajemni pokojninski sklad. Naložbena politika je tako neke vrste poslovni načrt, katerega namen je opredelitev dolgoročnega načina delovanja vzajemnega pokojninskega sklada (Fabozzi, 1997, str. 30). Postavi se neodvisno od trenutnih gospodarskih gibanj, trenutnih povezanosti med posameznimi naložbenimi razredi oziroma posameznimi naložbami. Pri postavljanju naložbene politike se vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastniki sklada osredotočijo na dolgoročne naložbene priložnosti, ki jih dopuščajo finančni trgi ob njihovem normalnem delovanju. Potreba po formalnem oblikovanju naložbene politike izhaja iz zapletenosti in dinamičnosti okolja, v katerem mora upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada sprejemati poslovne in naložbene

odločitve.<sup>71</sup> Za doseganje ciljev, zastavljenih s strani vplačnikov premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastnikov vzajemnih pokojninskih skladov, morajo upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov v daljšem obdobju sistematično slediti zastavljeni naložbeni politiki.<sup>72</sup> Uspešnost delovanja upravljavcev tako ne bo rezultat enkratne naložbene priložnosti, temveč kontinuitete njihovega delovanja in njihovega osredotočenja na pglavitne cilje vzajemnega pokojninskega sklada.

Vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastniki vzajemnega pokojninskega sklada niso poenoteni glede sestavin, ki naj bi jih vsebovala naložbena politika. Izčrpna naložbena politika naj bi bila po mnenju nekaterih avtorjev sestavljena iz več delov, v katerih so opredeljena stališča vplačnikov premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastnikov sklada glede: poslanstva sklada, nagnjenosti k tveganju lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada, naložbenih ciljev, izbora naložb, strukture upravljavcev naložb, ugotavljanja uspešnosti (Fabozzi, 1997, str. 19-25). Vsako od sestavin naložbene politike bom v nadaljevanju podrobneje opredelila.

### **7.1.2.1 Poslanstvo sklada**

Opredelitev poslanstva vzajemnega pokojninskega sklada predstavlja ogrodje naložbene politike, okoli katerega vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastniki sklada izdelajo preostale sestavine naložbene politike. Ob dejstvu, da vsaka sestavina naložbene politike prispeva k doseganju poslanstva sklada, se z opredelitvijo tega oblikuje osrednja točka naložbene politike vzajemnega pokojninskega sklada. V opredelitvi poslanstva lastniki sklada opredelijo svoje osnovne cilje, s katerimi pristopajo k pokojninskemu načrtu vzajemnega pokojninskega sklada. Kompleksnost opredelitve osnovnih ciljev vplačnikov premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je odvisna od tega, ali je vplačnik delodajalec, ki za svoj račun in korist zaposlenih vplačuje sredstva v vzajemni pokojninski sklad, ali zaposleni, ki v svojem imenu in za svoj račun vplačuje v vzajemni pokojninski sklad premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Če je vplačnik premij delodajalec, mora ta poslanstvo pokojninskega sklada uskladiti s poslovno politiko osnovnega podjetja kot način poslovanja v podjetju. Način opredelitve osnovnega cilja, ki mu ob vplačilu premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja sledi delodajalec, je odvisen od vrste pogodbe med delodajalci in zaposlenimi v podjetju, pogajalske pozicije vsake od omenjenih skupin ter načina financiranja pokojninskega načrta v sklopu celotnega finančnega upravljanja podjetja (Fabozzi, 1997, str. 19). Če so vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja fizične osebe oziroma zaposleni v podjetju, mora cilj, opredeljen v poslanstvu sklada, sovpadati z logiko upravljanja osebnih financ zaposlenih.

### **7.1.2.2 Nagnjenosti k tveganju**

Po definiciji je posledica nalaganja sredstev v vrednostne papirje izpostavljenost tveganju. Vlagatelj se ob pričakovanju večje prihodnje porabe, ki je negotova, odpove takojšnji porabi sredstev. Tveganje ni absolutno določljiva kategorija. Njegova velikost je v veliki meri povezana z razmerami, v katerih se ocenjuje. V sklopu ocenjevanja nagnjenosti k tveganju pri prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju je smiselno tveganje označiti kot verjetnost, da poslanstvo vzajemnega pokojninskega sklada ne bo doseženo,

---

<sup>71</sup> Koristi formalno oblikovane naložbene politike so vidne predvsem v obdobju zaznavanja negativnih trendov rasti kapitalskih trgov. V opisanih razmerah odigra naložbena politika vlogo stabilizatorja. Obstoj naložbene politike v razmerah negativnih trendov rasti prisili vplačnika premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, da razmisli, ali je bilo negativno razpoloženje kapitalskih trgov pri postavljanju naložbene politike upoštevano - ne v smislu določitve trenutka, v katerem bo nastopilo, ampak v njegovi intenzivnosti in nepričakovanosti.

<sup>72</sup> Sledenje zastavljeni naložbeni politiki vzajemnega pokojninskega sklada skozi daljše obdobje je mogoče zaradi dolgoročnega naložbenega horizonta lastnikov vzajemnih pokojninskih skladov.

nagnjenost k tveganju vplačnika premij pa kot njegovo pripravljenost pokrivanja stroškov nedoseganja poslanstva pokojninskega sklada (Fabozzi, 1997, str. 19).

Vsak nabor naložb in izbor upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada sta izpostavljena določeni stopnji tveganja, ki v tem primeru pomeni porazdelitev izidov delovanja relativno glede na opredeljeno poslanstvo vzajemnega pokojninskega sklada. Delodajalec kot vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v svojem imenu in za račun svojih zaposlenih v vzajemni pokojninski sklad, ki v Sloveniji temelji na pokojninskih načrtih z vnaprej znanimi prispevki, pri poslovnem odnosu prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj ni neposredno izpostavljen tveganju. Tveganju je izpostavljen zaposleni v podjetju, za katerega račun vplačuje premije delodajalec oziroma se sam pojavlja kot vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v svojem imenu in za svoj račun. Zaposleni oziroma zavarovanec z manjšo nagnjenostjo k tveganju bo zahteval višji pričakovani izid delovanja ob enaki stopnji tveganja, kot ga bo pričakoval zaposleni oziroma zavarovanec z višjo nagnjenostjo k tveganju. Zaradi tega je v praksi določanje delodajalčeve nagnjenosti k tveganju, kot pretežnega vplačnika premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, oteženo, saj ta v večini primerov hkrati deluje za večje število ljudi. Vsak od njih ima drugačno nagnjenost k tveganju. Med njimi je potrebno doseči soglasje, ki nato opredeljuje delodajalčevo nagnjenost k tveganju (Fabozzi, 1997, str. 20). Delodajalec, kot agent principala, to je zaposlenega v podjetju, skupaj z zavarovanci oziroma lastniki vzajemnega pokojninskega sklada sodeluje pri določanju nagnjenosti k tveganju vzajemnega pokojninskega sklada.

### **7.1.2.3 Naložbeni cilji**

Naložbeni cilji predstavljajo identifikacijo rezultatov upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada, ki naj bi vplačniku premij po pokojninskem načrtu podali informacijo o uspešnosti naložbenega programa. V nasprotju s poslanstvom sklada vsebujejo naložbeni cilji natančen seznam kvantitetno izraženih rezultatov nalaganja sredstev, ki naj bi bili doseženi v določenem časovnem intervalu. Vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja lahko postavijo naložbene cilje na različnih ravneh odločitvenega procesa znotraj naložbenega programa (npr. rezultati upravljanja celotnega sklada, razreda naložb, posameznega upravljavca naložb). Naložbeni cilji naj bi imeli naslednje lastnosti: bili naj bi jasno, nedvoumno izraženi, merljivi, skladni s poslanstvom sklada in naj bi odražali nagnjenost k tveganju lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada. Nedvoumna izraženost in merljivost naložbenih ciljev sta pomembni pri ugotavljanju uspešnosti delovanja in nagrajevanju upravljavcev pokojninskega sklada. Če so naložbeni cilji skladni s poslanstvom sklada, lahko lastniki vzajemnega pokojninskega sklada upravičeno pričakujejo, da bo upravljavec zmožen izpolniti poslanstvo sklada. Lastnik, ki ima večjo nagnjenost k tveganju, bo postavil agresivnejše naložbene cilje v okviru poslanstva pokojninskega sklada v primerjavi z lastnikom z nižjo stopnjo nagnjenosti k tveganju (Fabozzi, 1997, str. 21). Naložbeni cilji služijo tako vpogledu v preteklo delovanje vzajemnega pokojninskega sklada kakor tudi postavljanju naložbene politike in izbora upravljavcev v prihodnje. Če so naložbeni cilji postavljeni na zgoraj opisani način, predstavljajo osnovo za ugotavljanje uspešnosti naložbenega programa v smislu primerjave dejanskih izidov delovanja vzajemnega pokojninskega sklada v primerjavi s postavljenimi naložbenimi cilji. Ti dejansko predstavljajo kratkoročne cilje, katerih doseganje nam kaže ustreznost izbrane strategije za doseganje dolgoročno zastavljenega cilja, poslanstva sklada.

#### **7.1.2.4 Politika izbora naložbenih razredov**

Politika izbora naložbenih razredov (ang. policy asset mix) neposredno vpliva na rezultate naložbene politike pokojninskega sklada. Rezultati naložbene politike so najbolj odvisni od alokacije sredstev po posameznih naložbenih razredih v skladu z naložbeno politiko. Le v manjši meri vpliva na rezultate naložbene politike aktivno upravljanje s sredstvi sklada (npr. izbor posameznih naložb, trenutka vstopa (izstopa) na trg - market timing). Kljub navedenemu dejstvu je uresničevanje poslanstva sklada še vedno v zadostni meri odvisno tudi od primerne izbora. Uporabljajo se različni načini izbora naložb. Nekateri vplačniki premij in lastniki vzajemnih pokojninskih skladov izberejo preproste metode, kot npr.: oblikujejo nabor naložb, kot ga imajo »podobni« pokojninski načrti, upoštevajo nasvete profesionalnih tržnih strategov. Problem tovrstnih naborov naložb je njihova neprilagojenost nestandardnim zahtevam v zvezi s poslanstvom sklada, naložbenimi cilji ter naklonjenosti tveganju posameznih lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada. Uporabljajo se tudi različne kvantitativne metode alokacije sredstev. Želeni izbor naložb se pri kvantitativnih metodah alokacije sredstev oblikuje preko hkratne simulacije pričakovanih donosov posameznih naložbenih razredov, spremenljivosti pričakovanih donosov in korelaciji donosov po posameznih naložbenih razredih. Pri tem izboru naložb se hkrati z navedenim upoštevajo tudi naložbeni cilji vzajemnega pokojninskega sklada. Potrebno je poudariti, da uporabniki kvantitativnih metod alokacije sredstev gradijo svoja predvidevanja na podlagi preteklih dogajanj na kapitalskih trgih. Številni vplačniki premij in lastniki vzajemnih pokojninskih skladov se v preveliki meri osredotočijo predvsem na izbor ciljnih naložb, pri tem pa pozabijo najprej izbrati ciljne naložbene razrede. Ciljni naložbeni razred je definiran kot razpršen nabor vrednostnih papirjev, ki zaradi skladnosti naložbenega razreda s politiko izbora naložb predstavljajo naložbene možnosti (Fabozzi, 1997, str. 23).

#### **7.1.2.5 Struktura upravljavcev naložb**

Vplačniki premij po pokojninskem načrtu so v ZDA do začetka šestdesetih leti zaupali zbrana sredstva v upravljanje zgolj enemu upravljavcu. Ta je zanje izdelal tako nabor ustreznih naložbenih razredov kot tudi izbor posameznih vrednostnih papirjev. Po prehodnem obdobju glede načina upravljanja s sredstvi, zbranimi za namen izplačevanja pokojnin, se sedaj večina vplačnikov premij odloča, da sredstva preda v upravljanje večjemu številu upravljavcev, ki jih izbere glede na njihove načine upravljanja z naložbami in njihova strokovna znanja. Struktura upravljavcev naložb opisuje dva koraka razporeditve sredstev:

- prvič: dolgoročno alokacijo sredstev s strani vplačnikov premij med pasivne in aktivne upravljavce naložb znotraj posameznega naložbenega razreda in
- drugič: znotraj dela naložb, katerega upravljanje bo aktivno, izbor posameznih upravljavcev naložb.

Poleg posameznih upravljavcev naložb pri delu naložb, katerega upravljanje bo aktivno, glede na njihovo sposobnost ustvarjanja dodane vrednosti, morajo vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja izbirati upravljavce naložb tudi glede na njihove načine upravljanja z naložbami, ki morajo, gledano v celoti, sovpadati s cilji posameznih naložbenih razredov (Fabozzi, 1997, str. 24). Odločitev vplačnikov premij, da zbrana sredstva predajo v upravljanje večjemu številu upravljavcev, se mora odražati v med seboj usklajenem delovanju upravljavcev naložb.

#### **7.1.2.6 Ocenjevanje uspešnosti**

Ocenjevanje uspešnosti obsega proces merjenja in interpretacije uspešnosti naložbenega programa, oblikovanega s strani vplačnika premij in lastnika vzajemnega pokojninskega

sklada. Natančno izvedeno ocenjevanje uspešnosti slednje opozori na prednosti in slabosti naložbenega programa, hkrati pa razkrije področja možnih izboljšav. Potrebno je ločiti med ocenjevanjem uspešnosti in merjenjem uspešnosti. Merjenje uspešnosti je pomensko enako izračunavanju donosnosti v pokojninski sklad vloženih sredstev. Pri ocenjevanju uspešnosti informacije, zbrane z merjenjem uspešnosti, uporabimo zato, da z njihovo pomočjo ugotovimo učinkovitost naložb. Ugotovljeno učinkovitost naložb vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastnik vzajemnega pokojninskega sklada uporabijo pri prihodnjih odločanjih o ustreznosti naložbenega programa (Fabozzi, 1997, str. 25). Ocenjevanje uspešnosti v sklopu naložbene politike predstavlja povratno informacije in kontrolni mehanizem vplačnika premij in lastnika sklada. Vplačniki premij in lastniki sklada so pri nadzorovanju tveganj najučinkovitejši, če se na njihovo osnovno funkcijo osredotočijo tako, da razvijejo in dosledno uporabljajo primerno naložbeno politiko. Njihova naloga je, da vzpostavijo, nadzorujejo in, ko je to potrebno, prilagodijo naložbeni program.

Naložbeno politiko vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji namesto vplačnikov premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in lastnikov vzajemnih pokojninskih skladov v največji meri oblikujejo z ZPIZ-1 in Zakonom o zavarovalništvu določene omejitve vlaganja v vzajemne pokojninske sklade. Slovenski vzajemni pokojninski skladi imajo tako podobno naložbeno politiko, ki ni odraz strukture zavarovancev in njihove nagnjenosti k tveganju.

## **7.2 NAGRAJEVANJE UPRAVLJAVCEV VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV**

Upravljalci vzajemnih pokojninskih skladov za upravljanje in sledenje cilju zavarovancev, to je maksimiranje donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada ob danih omejitvah naložbenih možnosti in delovanju vzajemnega pokojninskega sklada, pričakujejo nagrado. Ta je osnovni, merljivi cilj, s katerim ti vstopajo v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Nagrade predstavljajo strošek zavarovanca, povezan z varčevanjem v vzajemnem pokojninskem skladu, ki znižuje donosnost vloženih sredstev. Hkrati so lahko nagrade upravljavcev eden od ključnih elementov reševanja problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov. S pravilno zastavljenim načinom nagrajevanja agenta, ki je vezan na njegovo uspešnost pri doseganju s strani principala postavljenih ciljev, se v skladu s teorijo manjša problem agenta v vzajemnih pokojninskih skladih.

S pomočjo teoretičnih primerov bom preverila, ali je višina nagrade upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji vezana na uspešnost doseganja s strani lastnikov vzajemnih pokojninskih skladov postavljenih ciljev. Pri tem bom predpostavila, da je mogoče cilje, ki jih zasledujejo lastniki slovenskih vzajemnih pokojninskih skladov, meriti in se odražajo v povečanju vrednosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad. Iz ugotovitev o vezanosti višine nagrade upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov na uspešnost doseganja s strani lastnikov postavljenih ciljev bom sklepala o vplivu nagrajevanja upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji na reševanje problema agenta med upravljavci in lastniki vzajemnih pokojninskih skladov. Zavedam se, da je na razvitih trgih prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja uspešnost upravljavca pri doseganju ciljev zavarovancev sklada eden od pomembnih elementov pridobivanja novih vplačil premij. Pri analiziranju problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov bom predpostavila, da višina v vzajemni pokojninski sklad vplačanih premij ni odvisna od uspešnosti upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada. Z navedeno predpostavko bom analizo nagrajevanja upravljavcev skladov približala razmeram delovanja vzajemnih pokojninskih skladov v

Sloveniji, ki so posledica razvijajočega se trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in kratkega obdobja poslovanja vzajemnih pokojninskih skladov.<sup>73</sup>

### 7.2.1 Opredelitev nagrad

Rast sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, ni odvisna zgolj od uspešnosti delovanja upravljavca in naložbene politike vzajemnega pokojninskega sklada, splošnih gospodarskih gibanj ter gibanj finančnih trgov. V veliki meri na njihovo rast vpliva tudi višina nagrade za upravljanje vzajemnega pokojninskega sklada, do katere je upravičen upravljevalec sklada. Višina in način obračunavanja omenjene nagrade sta v skladu z ZPIZ-1 opredeljena v pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada. Nagrade upravljavcem se obračunavajo v odstotku od vrednosti sredstev, ki jih vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vloži v vzajemni pokojninski sklad, oziroma v odstotku od vrednosti sredstev, ki se ustvarijo z upravljanjem s sredstvi, vloženimi v vzajemni pokojninski sklad. Glede na zakonska določila so lahko upravljalci nagrajeni preko vstopnih stroškov, upravljalne provizije in izstopnih stroškov. Nagrado upravljavcem lahko vsebinsko razdelimo na del, s katerim je v vzajemni pokojninski sklad vplačana premija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja obremenjena enkrat, to so vstopni in izstopni stroški, in del, s katerim je ista premija večkrat obremenjena, to je upravljalna provizija. Naslednja smiselna razdelitev oblik nagrajevanja upravljalcev v vzajemnih pokojninskih skladih v Sloveniji je glede na njihovo povezanost z donosnostjo v sklad vloženih sredstev. Ne glede na njihovo naravo relativnega zaračunavanja je višina prve kategorije nagrade upravljavcu dodatno odvisna tudi od uspešnosti upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada, druga kategorija nagrade upravljavcu pa od te ni odvisna. V prvo kategorijo se uvrščata upravljalna provizija in izstopni stroški, v drugo pa vstopni stroški.<sup>74</sup>

V nadaljevanju bom najprej predstavila lastnosti posamezne oblike nagrade upravljavcem, prikazala bom njihov pomen v času in v povezavi s tem njihov vpliv na donosnost sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad.<sup>75</sup> Na koncu poglavja bom v proučevanje vpliva nagrad upravljalcev na donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev vnesla tudi element tveganja oziroma negotovosti.

#### 7.2.1.1 Vstopni stroški<sup>76</sup>

Vstopni stroški vsako v vzajemni pokojninski sklad vplačano premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju varčevanja v pokojninskem skladu obremenijo enkrat. Njihova višina je v skladu z njihovo relativno naravo odvisna od višine sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, ne pa od uspešnosti upravljanja s sredstvi tega sklada. Vstopne stroške upravljevalec sklada obračuna v trenutku, ko vplačnik premij v vzajemni pokojninski sklad vloži denarna sredstva. Obračunajo se od vsake v vzajemni

<sup>73</sup> V večji meri na višino v vzajemni pokojninski sklad vplačanih sredstev vplivajo drugi elementi, kot je npr. višina vstopnih stroškov.

<sup>74</sup> Poleg naštetih vrst v Sloveniji ne poznamo podrobnejše razdelitve upravljalnih stroškov, ki bi opisovala namen dejanske porabe s strani upravljavca pridobljenih sredstev. V ZDA upravljalci skladov lahko zaračunavajo stroške, katerih poraba je podrobno opredeljena (npr. 12b-1 fee: pridobljena sredstva v višini največ 1 % povprečnih neto sredstev sklada so namenjena pokrivanju stroškov promocije v širšem pomenu besede, ki obsega oglaševanje, promocijsko literaturo, vključno z letnimi poročili in prospekti, provizijo posrednikom, ki pridobivajo nove investitorje).

<sup>75</sup> Izračunavanje donosnosti na sredstva, vložena v vzajemni pokojninski sklad, se lahko oblikuje na naslednja načina: donosnost na sredstva, vložena v pokojninski sklad (bruto premije), in donosnost na sredstva, vložena v pokojninski sklad, zmanjšana za morebitne vstopne stroške (neto premije).

<sup>76</sup> Vstopni stroški lahko pri pokojninskih skladih v Sloveniji v skladu z ZPIZ-1 znašajo največ šest odstotkov vloženih sredstev. Dodatno se njihova višina opredeli v pokojninskem načrtu sklada, vendar ne sme presegati omenjenega nivoja. Nekateri pokojninski skladi imajo v pokojninskem načrtu opredeljeno postopno zmanjševanje vstopnih stroškov, ki se oblikuje po določenih letih članstva v skladu.



pokojninski sklad vplačane bruto premije. Višina vstopnih stroškov je tako premosorazmerna z višino v vzajemni pokojninski sklad vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

*Primer 1:* Vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju enega leta vsak mesec vloži v vzajemni pokojninski sklad 10.000 SIT (bruto premija). Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada v skladu s pokojninskim načrtom zaračunava 5 - odstotne vstopne stroške.

- a) Realna donosnost sredstev na letni ravni je 6 %, kar na mesečni ravni (izračunano konformno) predstavlja 0,4867 %.
- b) Realna donosnost sredstev na letni ravni je 5 %, kar na mesečni ravni (izračunano konformno) predstavlja 0,4074 %.

Tabela 1 prikazuje neodvisnost absolutne vrednosti vstopnih stroškov, ki jih zaračuna upravljavec pokojninskega sklada, od donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad. Ne glede na višino donosnosti sredstev znašajo v prikazanem primeru vstopni stroški mesečno v absolutni vrednosti 500 SIT (5 % bruto premije) ob predpostavki mesečnega vplačila (bruto premije) v višini 10.000 SIT. S prvim primerom sem želela prikazati povezanost med donosnostjo v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev in vstopnimi stroški glede na možnosti vplivanja donosnosti sredstev na višino vstopnih stroškov. Ugotovila sem, da uspešnost upravljavca pri upravljanju s sredstvi, vloženimi v vzajemni pokojninski sklad, ne vpliva na višino absolutne vrednosti nagrade upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada, obračunane preko vstopnih stroškov. Ti se namreč, ne glede na različni stopnji donosnosti v primeru (a) in (b), ne spreminjajo. Vstopni stroški, kot nagrada upravljavcu vzajemnega pokojninskega sklada, se namreč obračunajo pred začetkom delovanja upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada.

Tabela 1: Prikaz s strani upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada obračunanih vstopnih stroškov, v SIT

Mesec	Mesečna bruto premija	Vstopni stroški	Mesečna premija po odbitju vstopnih stroškov (neto premija)	Višina sredstev na osebнем kapitalnem računu zavarovanca (a)	Višina sredstev na osebнем kapitalnem računu zavarovanca (b)
1	10.000	500	9.500	9.500	9.500
2	10.000	500	9.500	19.046,24	19.038,70
3	10.000	500	9.500	28.638,95	28.616,27
4	10.000	500	9.500	38.278,35	38.232,86
5	10.000	500	9.500	47.964,67	47.888,62
6	10.000	500	9.500	57.698,14	57.583,73
7	10.000	500	9.500	67.478,99	67.318,33
8	10.000	500	9.500	77.307,45	77.092,59
9	10.000	500	9.500	87.183,75	86.906,68
10	10.000	500	9.500	97.108,12	96.760,75
11	10.000	500	9.500	107.080,80	106.654,96
12	10.000	500	9.500	117.102,02	116.589,49
13	10.000	500	9.500	127.172,02	126.564,49

Vir: Lastni izračuni

Z drugim primerom bom obravnavani odnos med vstopnimi stroški in donosnostjo v vzajemni sklad vloženih sredstev opredelila v obratni smeri. Zanima me vpliv vstopnih stroškov na donosnost sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, oziroma vpliv vstopnih stroškov na višino sredstev, zbranih na osebem kapitalnem računu zavarovanca.

**Primer 2:** Vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju enega leta vложи v vzajemni pokojninski sklad vsak mesec 10.000 SIT (bruto premija). Realna donosnost sklada na letni ravni je 6 %, kar na mesečni ravni (konformni izračun) znaša 0,486 7%.

- a) Vstopni stroški, ki jih zaračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada, znašajo 5 %.
- b) Vstopni stroški, ki jih zaračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada, znašajo 6 %.

Tabela 2 prikazuje višino sredstev na osebem kapitalnem računu zavarovanca ob različni višini vstopnih stroškov in enaki donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev. Prikazuje vrednosti sredstev na začetku posameznega meseca. Na koncu prvega leta znaša razlika med vrednostma sredstev na osebni kapitalni računih približno 1.338 SIT v prid sklada z nižjimi vstopnimi stroški. Razlika med višino sredstev na osebem kapitalnem računu ni enaka eni odstotni točki, kolikor znaša razlika v vstopnih stroških, temveč vseskozi raste s stopnjo rasti donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev.

**Tabela 2: Prikaz vpliva vstopnih stroškov na vrednost sredstev, zbranih na osebem kapitalnem računu zavarovanca, v SIT**

Mesec	Mesečna bruto premija	Vstopni stroški (a)	Vstopni stroški (b)	Mesečna premija po odbitku vstopnih stroškov (a)	Mesečna premija po odbitku vstopnih stroškov (b)	Višina sredstev na osebem kapitalnem računu zavarovanca (a)	Višina sredstev na osebem kapitalnem računu zavarovanca (b)
1	10.000	500	600	9.500	9.400	9.500	9.400
2	10.000	500	600	9.500	9.400	19.046,24	18.845,75
3	10.000	500	600	9.500	9.400	28.638,95	28.337,49
4	10.000	500	600	9.500	9.400	38.278,35	37.875,42
5	10.000	500	600	9.500	9.400	47.964,67	47.459,78
6	10.000	500	600	9.500	9.400	57.698,14	57.090,80
7	10.000	500	600	9.500	9.400	67.478,99	66.768,69
8	10.000	500	600	9.500	9.400	77.307,45	76.493,69
9	10.000	500	600	9.500	9.400	87.183,75	86.266,02
10	10.000	500	600	9.500	9.400	97.108,12	96.085,93
11	10.000	500	600	9.500	9.400	107.080,80	105.953,63
12	10.000	500	600	9.500	9.400	117.102,02	115.869,37
13	10.000	500	600	9.500	9.400	127.172,02	125.833,37

Vir: Lastni izračuni

Višina vstopnih stroškov vpliva na višino sredstev, zbranih na osebem kapitalnem računu zavarovanca, preko osnovnega vložka sredstev, katerega vrednost se povečuje. Pri primeru (a) znaša neto premija, katere vrednost skozi celotno obdobje varčevanja narašča, 9.500 SIT. V primeru višjih vstopnih stroškov (b) že na samem začetku na osebem

kapitalskem računu zavarovanca ostane manj sredstev. Razlika med vrednostmi sredstev na osebem kapitalskem računu zavarovanca pri različnih vstopnih stroških se s časom, ob predpostavki enake donosnosti, povečuje. Pri ugotavljanju vpliva vstopnih stroškov na višino donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, je pomemben način izračunavanja donosnosti. Z rastjo vstopnih stroškov pada donosnost sredstev le, ko za osnovo pri izračunavanju donosnosti sredstev upoštevamo bruto vrednost vplačanih premij. Če je osnova za izračunavanje donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, neto vrednost vplačane premije, višina odstotka vstopnih stroškov ne vpliva na donosnost sredstev, saj se neto vrednost vplačane premije izračuna tako, da se ti odštejejo od bruto vplačane premije.<sup>77</sup>

### 7.2.1.2 Upravljavska provizija<sup>78</sup>

Upravljavska provizija se v obdobju varčevanja v vzajemnem pokojninskem skladu zaračunava enkrat letno. Upravljavska provizija tako vsako v vzajemni pokojninski sklad vplačano premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju varčevanja v pokojninskem skladu večkrat obremeni. Njena absolutna višina je odvisna tako od višine sredstev, vloženih v sklad, po odbitku morebitnih vstopnih stroškov (neto premije) kot tudi od učinkovitosti upravljanja s temi sredstvi.

*Primer 3:* Vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju enega leta vloži v vzajemni pokojninski sklad vsak mesec 10.000 SIT (bruto premija). Ta ne zaračunava vstopnih stroškov (neto premija je enaka bruto premiji).

- a) Upravljavska provizija, ki jo zaračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada enkrat letno, znaša 1,5 %. Realna donosnost sklada na letni ravni je 6 %, kar na mesečni ravni (konformni izračun) znaša 0,4867 %.
- b) Upravljavska provizija, ki jo zaračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada enkrat letno, znaša 1,0 %. Realna donosnost sklada na letni ravni je 6 %, kar na mesečni ravni (konformni izračun) znaša 0,4867 %.
- c) Upravljavska provizija, ki jo zaračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada enkrat letno, znaša 1,5 %. Realna donosnost sklada na letni ravni je 7 %, kar na mesečni ravni (konformni izračun) znaša 0,5654 %.
- d) Upravljavska provizija, ki jo zaračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada enkrat letno, znaša 1,5 %. Realna donosnost sklada na letni ravni je 5 %, kar na mesečni ravni (konformni izračun) znaša 0,4074 %.

Tabela 3 prikazuje odnos med višino upravljavske provizije in višino sredstev, zbranih na osebem kapitalskem računu zavarovanca pri vzajemnem pokojninskem skladu. Ob predpostavki enake donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev z višino upravljavske provizije vrednost sredstev, zbranih na osebem kapitalskem računu zavarovanca, pada. Pri primeru (b), kjer je upravljavska provizija nižja kot v primeru (a), je višina sredstev, zbranih na osebem kapitalskem računu zavarovanca, višja kot v primeru (a). Absolutna vrednost upravljavske provizije je v primeru (b) nižja. Iz izračuna je razvidno, da je absolutna višina upravljavske provizij odvisna od donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad. Tako primer (a) kakor tudi primer (c) in (d) imajo enako relativno vrednost upravljavske provizije v višini 1,5 odstotka. V primeru (a) znaša

<sup>77</sup> Donosnost v vzajemni pokojninski sklad neto vplačanih premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja izračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada in o njej poroča zavarovancem. Z vidika upravljavca tako vstopni stroški ne znižujejo donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vplačanih premij.

<sup>78</sup> Z ZPIZ-1 predpisana najvišja letna provizija za upravljanje, ki jo sme zaračunavati upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada v Sloveniji, znaša 1,5 % povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada.

realna letna donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženi sredstev 6 %, v primeru (c) je ta za 1 odstotno točko višja in znaša 7 %, v primeru (d) pa 1 odstotno točko nižja in znaša 5 %. Ob povečanju donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vloženi sredstev za 1 odstotno točko se absolutna vrednost upravljalvske provizije poveča za 0,436 odstotka, absolutna vrednost sredstev, zbranih na osebnem kapitalskem računu zavarovanca, pa za 0,476 odstotka. Ob zmanjšanju donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vloženi sredstev za 1 odstotno točko se absolutna vrednost upravljalvske provizije zmanjša za 0,438 odstotka, absolutna vrednost sredstev, zbranih na osebnem kapitalskem računu zavarovanca, pa za 0,477 odstotka.

Tabela 3: Prikaz absolutne vrednosti upravljalvske provizije za primere (a), (b), (c) in (d), v SIT

Mesec	Mesečno vplačilo	Upravljalvska provizija (a)	Upravljalvska provizija (b)	Upravljalvska provizija (c)	Upravljalvska provizija (d)	Višina sredstev v skladu (a)	Višina sredstev v skladu (b)	Višina sredstev v skladu (c)	Višina sredstev v skladu (d)
1	10.000	/	/	/	/	10.000	10.000	10.000	10.000
2	10.000	/	/	/	/	20.048,68	20.048,68	20.056,54	20.040,74
3	10.000	/	/	/	/	30.146,26	30.146,26	30.169,94	30.122,39
4	10.000	/	/	/	/	40.293,00	40.293,00	40.340,53	40.245,11
5	10.000	/	/	/	/	50.489,13	50.489,13	50.568,62	50.409,08
6	10.000	/	/	/	/	60.734,89	60.734,89	60.854,54	60.614,45
7	10.000	/	/	/	/	71.030,52	71.030,52	71.198,62	70.861,40
8	10.000	/	/	/	/	81.376,26	81.376,26	81.601,19	81.150,10
9	10.000	/	/	/	/	91.772,37	91.772,37	92.062,58	91.480,71
10	10.000	/	/	/	/	102.219,07	102.219,07	102.583,11	101.853,42
11	10.000	/	/	/	/	112.716,63	112.716,63	113.163,13	112.268,38
12	10.000	/	/	/	/	123.265,28	123.265,28	123.802,97	122.725,78
13	10.000	1.857	1.238	1.865	1.848	132.007,30	132.626,63	132.635,43	131.377,39

Vir: Lastni izračuni

Večji del tveganja, povezanega s spreminjanjem donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, tako nosi zavarovanec, saj pridobi upravljavec sklada manjši delež upravljalvske provizije z zaračunavanjem odstotka upravljalvske provizije od dela, v katerem so se povečala v vzajemni pokojninski sklad vložena sredstva, to je donosa. Del upravljalvske provizije, ki jo upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada pridobi na podlagi zaračunavanja upravljalvskih provizij na vložek vplačnika premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, je večji in pomembnejši. V Tabeli 4 je prikazana struktura upravljalvske provizije po posameznih primerih.

Iz Tabele 4 je razvidno, da ob predpostavki nespremenjene donosnosti (primera (a) in (b)) predstavlja upravljalvska provizija, obračunana na osnovni vložek kar 96,96 % celotne upravljalvske provizije ne glede na višino odstotka obračunane upravljalvske provizije. Upravljalvska provizija od donosa na osnovni vložek v primerih (a) in (b) predstavlja zgolj 3,04 % celotne upravljalvske provizije. Če se ob predpostavki nespremenjenega odstotka upravljalvske provizije donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženi sredstev poveča za eno odstotno točko, se struktura upravljalvske provizije spremeni v prid deleža upravljalvske provizije, obračunane na donos na osnovni vložek (primer (c)). Če se ob enaki predpostavki donosnost v pokojninski sklad vloženi sredstev zmanjša za eno odstotno

točko, se struktura upravljske provizije spremeni v prid deleža upravljske provizije na osnovni vložek (primer (d)). S časom tako del upravljske provizije, obračunane od donosa na osnovni vložek, pridobiva, del upravljske provizije na osnovni vložek pa zgublja na pomenu.

Tabela 4: Prikaz strukture upravljske provizije, v SIT

Začetek meseca	Primer	Vrednost sredstev pred upravljsko provizijo	Vrednost osnovnega vložka	Vrednost donosa na osnovni vložek	Upravljska provizija na osnovni vložek	Upravljska provizija na donos	Celotna upravljska provizija	Upravljska provizija na osnovni vložek (%)	Upravljska provizija na donos (%)
		I=II+III	II	III	IV	V	VI=IV+V	VII=IV/VI	VIII=V/VI
13	a	123.767	120.000	3.767	1.800	57	1.857	96,96 %	3,04 %
13	b	123.767	120.000	3.767	1.200	38	1.238	96,96 %	3,04 %
13	c	124.307	120.000	4.307	1.800	65	1.865	96,53 %	3,47 %
13	d	123.226	120.000	3.226	1.800	48	1.848	97,38 %	2,62 %

Vir: Lastni izračuni

Tabela 5 prikazuje padanje pomembnosti dela upravljske provizije na osnovni vložek in naraščanje dela upravljske provizije na donos na osnovni vložek. Pod predpostavko, da vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemni pokojninski sklad mesečno vlaga realni znesek v višini 10.000 SIT 30 let in je donosnost na sredstva, vložena v sklad, 6,0 % ter stopnja upravljske provizije 1,5 %, je struktura upravljske provizije na koncu tridesetega leta naslednja: 48,37 % celotne upravljske provizije predstavlja upravljska provizija na osnovni vložek, 51,63 % celotne upravljske provizije pa predstavlja upravljska provizija na donos na osnovni vložek.

Tabela 5: Prikaz strukture upravljske provizije po letih za primer (a), v SIT

Konec leta	Primer	Vrednost sredstev pred upravljsko provizijo	Vrednost osnovnega vložka brez upoštevanja donosnosti	Vrednost donosa na vložena sredstva	Upravljska provizija na osnovni vložek	Upravljska provizija na donos	Celotna upravljska provizija	Upravljska provizija na osnovni vložek (%)	Upravljska provizija na donos (%)
		I=II+III	II	III	IV	V	VI=IV+V	VII=IV/VI	VIII=V/VI
1	a	123.767	120.000	3.767	1.800	57	1.857	96,96 %	3,04 %
5	a	676.414	600.000	76.414	9.000	1.146	10.146	88,70 %	11,30 %
10	a	1.515.724	1.200.000	315.724	18.000	4.736	22.736	79,17 %	20,83 %
15	a	2.557.162	1.800.000	757.162	27.000	11.357	38.357	70,39 %	29,61 %
20	a	3.849.403	2.400.000	1.449.403	36.000	21.741	57.741	62,35 %	37,65 %
30	a	7.442.444	3.600.000	3.842.444	54.000	57.637	111.637	48,37 %	51,63 %

Vir: Lastni izračuni

Kljub določeni meri povezanosti absolutne višine celotne upravljske provizije z donosnostjo v vzajemni pokojninski sklad vloženi sredstev je nagrajevanje preko upravljske provizije še vedno nevezano na dejansko uspešnost delovanja izvajalca. Višina

upravljaljske provizije je odvisna predvsem od vrednosti osnovnega vložka in le delno od donosa, ustvarjenega z osnovnim vložkom, ki jo je upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada ustvaril za zavarovance.

### 7.2.1.3 Izstopni stroški<sup>79</sup>

Izstopni stroški v vzajemni pokojninski sklad vplačano premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju varčevanja v pokojninskem skladu obremenijo enkrat, in sicer na koncu. Njihova absolutna višina pa je odvisna od višine sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad po odbitku morebitnih vstopnih stroškov (neto premija), od učinkovitosti upravljanja s temi sredstvi ter višine zaračunanih morebitnih upravljaljskih provizij. Po svoji naravi so izstopni stroški do določene mere podobni vstopnim stroškom, vendar se, ne glede na relativno enako višino, zaradi različnega trenutka obračunavanja po absolutni višini med seboj močno razlikujejo. Višina izstopnih stroškov je odvisna tako od višine osnovnih vložkov v vzajemni pokojninski sklad kakor tudi od donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, ki jo upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada ustvari s svojim delovanjem v obdobju varčevanja zavarovanca v vzajemnem pokojninskem skladu. Z donosnostjo sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, rastejo tudi nerealizirani izstopni stroški.

*Primer 4:* Vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v obdobju enega leta vложи v vzajemni pokojninski sklad vsak mesec 10.000 SIT (bruto premija). Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada ne zaračunava vstopnih stroškov (neto premija je enaka bruto premiji) in ne upravljaljskih provizij. Po enem letu varčevanja v vzajemnem pokojninskem skladu se zavarovanec odloči, da bo iz vzajemnega pokojninskega sklada izstopil.

- a) Izstopni stroški, ki jih zaračuna upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada ob izstopu zavarovanca, znašajo 6,0 %. Realna donosnost vzajemnega pokojninskega sklada na letni ravni je 6 %, kar na mesečni ravni (konformni izračun) znaša 0,4867 %.
- b) Izstopni stroški, ki jih zaračuna upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada ob izstopu zavarovanca, znašajo 6,0 %. Realna donosnost vzajemnega pokojninskega sklada na letni ravni je 5 %, kar na mesečni ravni (konformni izračun) znaša 0,4074 %.
- c) Izstopni stroški, ki jih zaračuna upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada ob izstopu zavarovanca, znašajo 5,0 %. Realna donosnost vzajemnega pokojninskega sklada na letni ravni je 6 %, kar na mesečni ravni (konformni izračun) znaša 0,4867 %.

Iz Tabele 6 je razvidna višina izstopnih stroškov, ki jih zaračuna upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada v odvisnosti od donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad. Če se donosnost sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, zmanjša za 1 odstotno točko, se višina izstopnih stroškov zmanjša za 0,5163 %, sredstva na osebнем kapitalskem računu zavarovanca pa se zmanjšajo za 0,4376 %. Povedano je razvidno iz primerjave primerov (a) in (b) in velja ob predpostavki enake relativne višine izstopnih stroškov. Če med seboj primerjamo primera (a) in (c) iz Tabele 6, ugotovimo, da se ob predpostavki enake donosnosti sredstev sredstva v vzajemnem pokojninskem skladu povečajo, če se zmanjša višina izstopnih stroškov. Izstopni stroški tako dejansko

<sup>79</sup> Izstopni stroški lahko po ZPIZ-1 znašajo največ 1 % in se obračunavajo v odstotku od odkupne vrednosti enot premoženja ob njegovem unovčenju oziroma izplačilu. Relevantna odkupna vrednost enote premoženja je vrednost enote premoženja ob koncu meseca, v katerem je bil zavarovanec še celotno obdobje vključen v vzajemni pokojninski sklad.

predstavljajo vstopne stroške, ustrezno povečane s stopnjo donosnosti, ki je enaka donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad.

**Tabela 6: Prikaz obračuna izstopnih stroškov s strani upravljavcev vzajemnega pokojninskega sklada, v SIT**

Mesec	Mesečno vplačilo	Izstopni stroški (a)	Izstopni stroški (b)	Izstopni stroški (c)	Višina sredstev v skladu (a)	Višina sredstev v skladu (b)	Višina sredstev v skladu (c)
1	10.000	/	/	/	10.000	10.000	10.000
2	10.000	/	/	/	20.048,68	20.040,74	20.048,68
3	10.000	/	/	/	30.146,26	30.122,39	30.146,26
4	10.000	/	/	/	40.293,00	40.245,11	40.293,00
5	10.000	/	/	/	50.489,13	50.409,08	50.489,13
6	10.000	/	/	/	60.734,89	60.614,45	60.734,89
7	10.000	/	/	/	71.030,52	70.861,40	71.030,52
8	10.000	/	/	/	81.376,26	81.150,10	81.376,26
9	10.000	/	/	/	91.772,37	91.480,71	91.772,37
10	10.000	/	/	/	102.219,07	101.853,42	102.219,07
11	10.000	/	/	/	112.716,63	112.268,38	112.716,63
12	10.000	/	/	/	123.265,28	122.725,78	123.265,28
13		7.431,92	7.393,55	6.193,26	116.433,37	115.923,76	117.672,02

**Vir: Lastni izračuni**

**Primer 5:** Predpostavimo, da vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vplačuje premije za dva zavarovanca. Za vsakega v obdobju enega leta vložijo vplačniki premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v vzajemni pokojninski sklad vsak mesec 10.000 SIT (bruto premija), za prvega zavarovanca v Sklad A, za drugega pa v Sklad B.

- Sklad A zaračunava 6 - odstotne vstopne stroške in ne zaračunava upravljavske provizije in izstopnih stroškov. Predpostavimo, da upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada z vstopnimi stroški pridobljena sredstva reinvestira po 6 - odstotni realni letni obrestni meri, kar na mesečni ravni znaša 0,4867 % (konformni izračun).
- Sklad B ne zaračunava vstopnih stroškov in upravljavske provizije, zaračunava pa 6 - odstotne izstopne stroške.
- Realna donosnost sredstev, vloženih v katerega koli od obeh obravnavanih skladov, znaša na letni ravni 6 %, kar na mesečni ravni po konformnem izračunu znaša 0,4867 %.
- Po enem letu se zavarovanca odločita, da bosta privarčevana sredstva vzela iz vzajemnega pokojninskega sklada.

Tabela 7 prikazuje višino vstopnih stroškov, naobrestenih s 6 - odstotno letno obrestno mero preračunano na ustrezno mesečno raven. Ta je po predpostavki enaka donosnosti vzajemnega pokojninskega sklada. Naobresteni vstopni stroški na koncu prvega leta, ki jih je pridobil upravljavec sklada A, znašajo v absolutnem znesku 7.432 SIT. Njihova višina je enaka višini izstopnih stroškov, ki jih je pridobil upravljavec sklada B v trenutku, ko je

zavarovanec izstopil iz sklada. Iz izračuna lahko sklepamo, da je upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada indiferenten do nagrade v obliki vstopnih stroškov in nagrade v obliki izstopnih stroškov, če je njegova zahtevana stopnja donosnosti ob enaki izpostavljenosti tveganju enaka zahtevani stopnji donosnosti zavarovancev. Iz Tabele 7 je razvidna tudi višina sredstev, zbranih na osebnih kapitalskih računih zavarovancev v skladih na koncu prvega leta po poplačilu vseh stroškov. Zavarovanec, ki je varčeval v skladu B, je ob izstopu iz sklada upravičen do enake višine sredstev kot zavarovanec, ki je varčeval v skladu A. V nasprotju z upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada daje zavarovanec med pokojninskima skladoma A in B prednost skladu B, ki namesto vstopnih stroškov zaračunava izstopne. Na ta način zavarovanec odloži plačilo nagrade upravljavcem, katere višina je vsaj delno odvisna od uspešnosti upravljanja s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada.

Tabela 7: Prikaz višine vstopnih in izstopnih stroškov pod naštetimi predpostavkami, v SIT

Mesec	Mesečno vplačilo	Vstopni stroški Sklada A	Naobresteni vstopni stroški Sklada A	Izstopni stroški Sklada B	Višina sredstev v Skladu A	Višina sredstev v Skladu B
1	10.000	600	600	/	9.400	10.000
2	10.000	600	1.203	/	18.846	20.049
3	10.000	600	1.809	/	28.337	30.146
4	10.000	600	2.418	/	37.875	40.293
5	10.000	600	3.029	/	47.460	50.489
6	10.000	600	3.644	/	57.091	60.735
7	10.000	600	4.262	/	66.769	71.031
8	10.000	600	4.883	/	76.494	81.376
9	10.000	600	5.506	/	86.266	91.772
10	10.000	600	6.133	/	96.086	102.219
11	10.000	600	6.763	/	105.954	112.717
12	10.000	600	7.396	/	115.869	123.265
13	/	/	7.432	7.432	116.433	116.433

Vir: Lastni izračuni

### 7.2.2 Pomen nagrad v času varčevanja

Vpliv posamezne oblike nagrade upravljavcu na donosnost sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, je različen glede na obdobje in dolžino varčevanja zavarovanca v istem vzajemnem pokojninskem skladu. Z dolžino varčevanja v istem vzajemnem pokojninskem skladu se pomen posameznih oblik nagrade upravljavca spreminja. Donosnost sredstev v začetnem obdobju varčevanja v največji meri znižujejo vstopni stroški, medtem ko upravljavska provizija na donosnost sredstev v tem obdobju skoraj ne vpliva. Po določenem času pomen vstopnih stroškov pri nižanju donosnosti sredstev pade, naraste pa pomen upravljavske provizije. Ker so v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih upravljavci za svoje delovanje nagrajani z vsemi tremi oblikami stroškov, je iz analize vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji slabše razvidno, kateri stroški so tisti, ki v določenem trenutku v največji meri nižajo donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev. Zaradi natančnejše predstavitve načina gibanja posameznih oblik nagrad upravljavcu v obdobju varčevanja zavarovanca v vzajemnem pokojninskem skladu in njihovega vpliva na donosnost sredstev sklada sem običajni slovenski vzajemni pokojninski sklad razdelila na več manjših skladov. V Tabeli 8 so prikazani načini nagrajevanja upravljavcev vsakega



posameznega vzajemnega pokojninskega sklada, ki jih bom v nadaljevanju uporabila kot osnovo za prikaz pomena gibanja nagrad upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov v času.

**Tabela 8: Prikaz višine nagrad upravljavcev v posameznih vzajemnih pokojninskih skladih**

Vzajemni pokojninski sklad	Vstopni stroški (%)	Upravljavska provizija (%)	Izstopni stroški (%)
A1	5,0	/	/
A2	1,0	/	/
B1	/	1,5	/
B2	/	1,0	/
C	/	/	6,0

Vir: Lastni izračuni

Pri analizi pomena stroškov v vzajemnih pokojninskih skladih v času bom uporabila naslednje predpostavke:

- Vse kategorije vstopajo v analizo v realni vrednosti. Ni inflacije.
- V vzajemni pokojninski sklad vplačnik premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vplačuje premije samo za račun enega zavarovanca.
- Višina mesečne premije vplačane v vzajemni pokojninski sklad, znaša 10.000 SIT.
- Realna letna donosnost vzajemnega pokojninskega sklada pred stroški je 6 %.
- Mesečni pripis donosnosti je izračunan na podlagi konformnega izračuna iz letne donosnosti. Mesečna donosnost tako znaša 0,4867 %.
- Zavarovanec v vzajemnem pokojninskem skladu nepretrgano varčuje 30 let.

Za analizo pomena stroškov v obdobju varčevanja bom postavila štiri hipoteze, ki jih bom v nadaljevanju poskušala potrditi z izračuni in slikovnimi prikazi:

H1: Pomen vstopnih stroškov v primerjavi s pomenom upravljavske provizije pri izračunavanju donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vloženi sredstev v času pada.

H2: V vzajemne pokojninske sklade, ki zaračunavajo izključno vstopne stroške, vstopa racionalni zavarovanec za daljše obdobje kot v vzajemne pokojninske sklade, ki zaračunavajo izključno upravljavsko provizijo.

H3: Upravljavcu vzajemnega pokojninskega sklada ob predpostavki enake donosnosti sredstev pridobljenih z obračunavanjem vstopnih stroškov, in donosnosti sredstev, vloženi v vzajemni pokojninski sklad, ni vseeno, ali je nagrajen preko vstopnih ali izstopnih stroškov v relativno enaki višini.

H4: Tveganje, ki mu je izpostavljen lastnik vzajemnega pokojninskega sklada in izhaja iz agentskega odnosa med lastnikom in upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada, se pri nagrajevanju upravljavcev preko izstopnih stroškov deloma prevlači na slednje.

### **7.2.2.1 Vstopni stroški in upravljavska provizija**

Prvo hipotezo, ki se nanaša na padajoči pomen vstopnih stroškov in naraščajoči pomen upravljavske provizije v obdobju varčevanja, bom preverila s pomočjo skladov A1 in B1 iz

Tabele 8. Sklad A1 zaračunava zgolj vstopne stroške v višini 6 % , sklad B1 pa zaračunava upravljaljsko provizijo v višini 1,5 %.

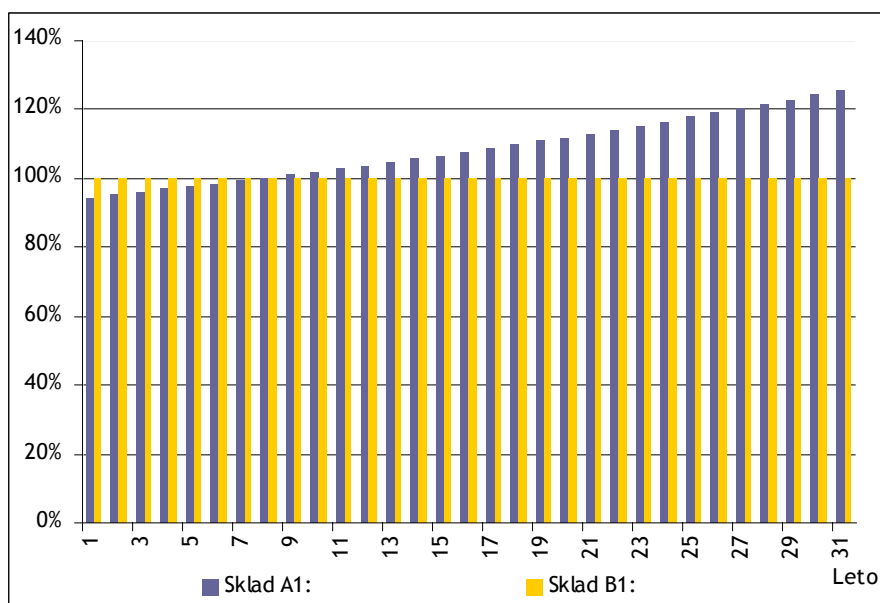
Tabela 9: Prikaz vrednosti skladov A1 in B1 v tisoč SIT in njune vrednosti relativno glede na drug sklad v % na začetku posameznega leta

Leto / Vrednost sredstev (v tisoč SIT)	1	5	10	15	20	25	30	31
<b>Skład A1:</b>	9,4	518,8	1.347,4	2.456,3	3.940,2	5.926,0	8.583,5	9.214,4
<b>Sredstva sklada A1 / sredstva sklada B1</b>	94,00%	97,64%	101,84%	106,54%	111,79%	117,64%	124,14%	125,52%
<b>Skład B1:</b>	10,0	531,3	1.323,1	2.305,6	3.524,7	5.037,3	6.914,3	7.340,8
<b>Sredstva sklada B1 / sredstva sklada A1</b>	106,38%	102,41%	98,20%	93,86%	89,45%	85,00%	80,55%	79,67%

Vir: Lastni izračuni

Iz Tabele 9 je razvidno, da sredstva, zbrana na osebnem kapitalnem računu zavarovanca pri skladu A1, v 30-ih letih varčevanja, ob predpostavki enakih bruto vložkov in enake donosnosti, presegajo sredstva, zbrana na osebnem kapitalnem računu zavarovanca pri skladu B1. Tabela 9 prikazuje absolutno vrednost sredstev vsakega od obeh vzajemnih pokojninskih skladov po posameznih letih in njune relativne vrednosti glede na drug vzajemni pokojninski sklad. Ugotovimo lahko, da sredstva, privarčevana v skladu A1, v začetnih letih ne dosegajo sredstev, privarčevanih v skladu B1. Že na začetku desetega leta varčevanja predstavljajo sredstva sklada A1 101,84 % sredstev sklada B1, na koncu tridesetega leta varčevanja pa je sredstev, privarčevanih v skladu A1, kar za 25,53 % več kot sredstev, privarčevanih pri skladu B1. V Tabeli 9 je prikazana tudi vrednost sredstev, zbranih v skladu B1, ki na začetku predstavljajo 106,38 % sredstev, privarčevanih pri skladu A1. Na koncu tridesetega leta varčevanja predstavljajo sredstva, privarčevana v skladu B1, le 79,67 % vseh sredstev, privarčevanih pri skladu A1.

Slika 4: Prikaz točke preloma med skladoma A1 in B1, pri čemer je vrednost sklada A1 izražena relativno glede na vrednost sklada B1, v %



Vir: Lastni izračuni

Iz Tabele 9 lahko razberemo, da ob danih predpostavkah nastopi točka preloma, v kateri vrednost sredstev sklada A1 preseže vrednost sredstev sklada B1, nekje med petim in desetim letom varčevanja. Slika 4 obravnava točko preloma natančneje ponazori. Vrednost sredstev sklada A1 je na Sliki 4 izražena relativno glede na vrednost sredstev sklada B1. Zaradi tega znaša vrednost sredstev sklada B1 vseskozi 100 %, medtem ko se giblje vrednost sredstev sklada A1 med 94 % vrednosti sredstev sklada B1 na začetku prvega leta in približno 125 % na vrednosti sredstev sklada B1 na koncu tridesetega leta varčevanja zavarovanca. Iz Slike 4 je prav tako razvidno, da ob upoštevanju na začetku podpoglavja navedenih predpostavk nastopi obravnavana točka preloma med osmim in devetim letom varčevanja v skladu. Če vzajemni pokojninski sklad obračunava tako vstopne stroške kot tudi upravljavsko provizijo, lahko Slika 4 napelje tudi na ugotovitev, da vstopni stroški do točke preloma v večji meri znižujejo vrednost v vzajemnem pokojninskem skladu privarčevanih sredstev kot upravljavska provizija. Po nastopu točke preloma relativni pomen vstopnih stroškov glede na stroške upravljavske provizije pade. Po točki preloma upravljavske provizije v večji meri znižujejo v vzajemnem pokojninskem skladu privarčevana sredstva kot vstopni stroški.

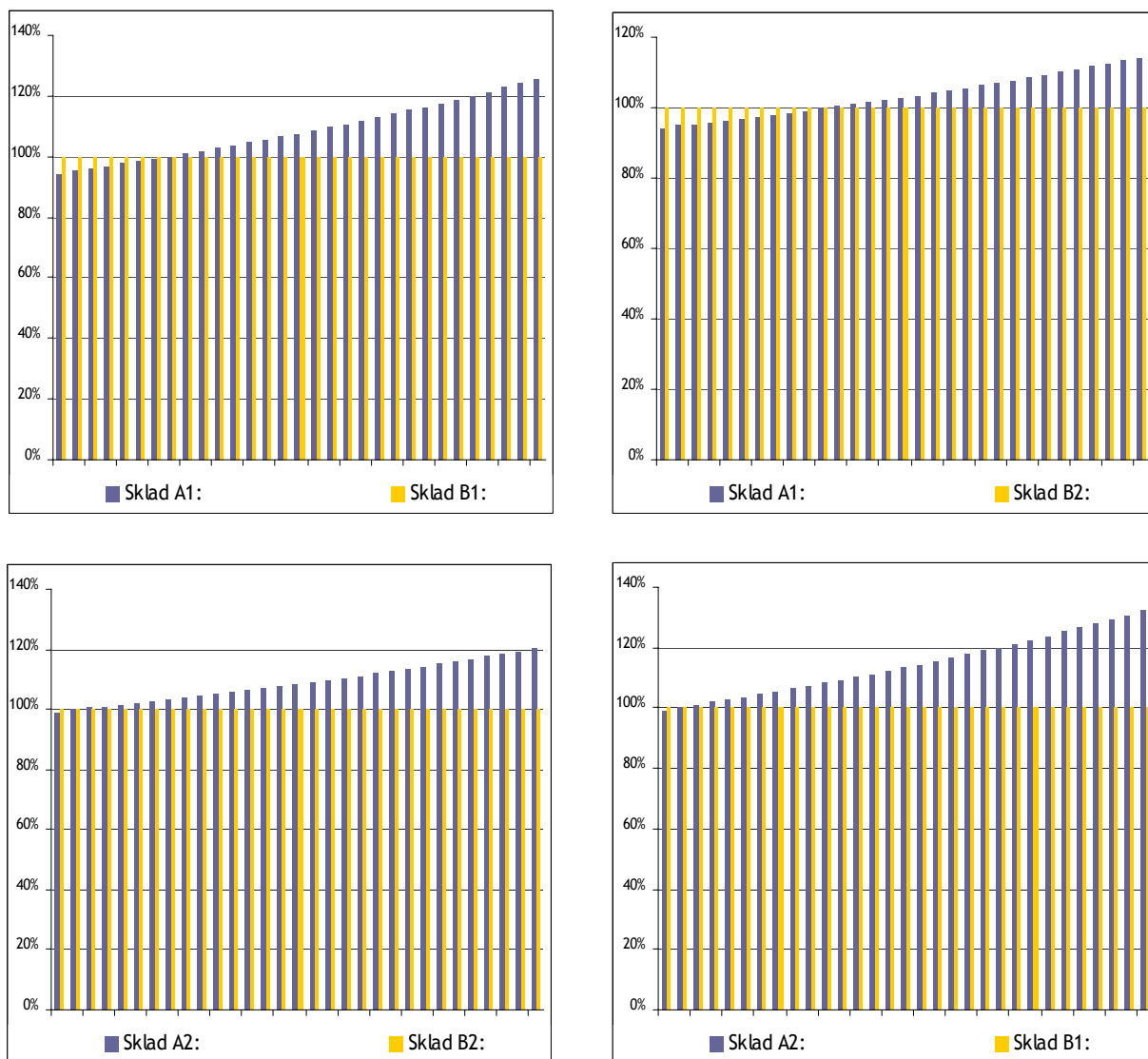
#### **7.2.2.2 Ročnost varčevanja v pokojninskih skladih**

Rezultate izračuna, prikazane v Tabeli 9 in na Sliki 4, lahko interpretiramo tudi na drugačen način. Če ima potencialni zavarovanec na voljo dva pokojninska načrta, med katerima se odloča, prvega izvaja vzajemni pokojninski sklad A1 in drugega vzajemni pokojninski sklad B1, bo za zavarovanca, ki namerava varčevati v obdobju, krajšem od devetih let (številka se nanaša na v točki 7.2.2.1 obravnavani primer), primernejša izbira sklad B1, katerega upravljavec zavarovancem zaračunava izključno 1,5 - odstotno upravljavsko provizijo. Nasprotno bo za zavarovanca, katerega ciljno obdobje varčevanja je daljše od devetih let, primernejša izbira sklada A1, katerega upravljavec zaračunava izključno 6 - odstotne vstopne stroške. Nastop točke preloma je, ob predpostavki nespremenjene donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, v našem primeru 6 %, odvisen višine vstopnih stroškov oziroma višine upravljavske provizije, ki jo zaračunava vzajemni pokojninski sklad.

Na Sliki 5 so prikazane točke preloma med skladi vrste A, katerih upravljavec zavarovancem zaračunava vstopne stroške, in skladi vrste B, katerih upravljavec zaračunava upravljavsko provizijo (glej Tabela 8). S Slike 5 je razvidno, da je čas nastopa točke preloma odvisen od višine vstopnih stroškov in višine upravljavske provizije, ki ju zaračunava upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada. Pri primerjavi skladov A1 in B1 je točka preloma nastopila nekje med osmim in devetim letom varčevanja. Če spremenimo višino upravljavske provizije vzajemnega pokojninskega sklada za pol odstotne točke, ob predpostavki nespremenjenih vstopnih stroškov, se točka preloma premakne na obdobje enajstega leta varčevanja v vzajemnem pokojninskem skladu. Zadnje je prikazano pri primerjavi vrednosti sredstev v pokojninskih skladih A1 in B2.

Če so vstopni stroški enaki upravljavski proviziji in znašajo 1 %, se pojavi točka preloma že v drugem letu varčevanja v vzajemnem pokojninskem skladu. Zavarovanec se po primerjavi skladov A2 in B2, če namerava varčevati v vzajemnem pokojninskem skladu vsaj dve leti, prednostno odloči za varčevanje v skladu A2. Enaka je odločitev zavarovanca, če ostanejo vstopni stroški nespremenjeni, na ravni 1,0 %, upravljavska provizija pa se poveča za pol odstotne točke, na 1,5 % (primerjava skladov A2 in B1).

Slika 5: Prikaz različnih točk preloma med skladi vrste A in vrste B



Vir: Lastni izračuni

Dodatno je s Slike 5 razvidna višina sredstev, zbranih na osebem kapitalnem računu zavarovanca pri posameznem vzajemnem pokojninskem skladu vrste A, relativno glede na sredstva, zbrana na osebem kapitalnem računu zavarovanca pri vzajemnih pokojninskih skladih vrste B. Če se vstopni stroški, ki jih zaračunava upravljavec sklada B1, zmanjšajo za pol odstotne točke (primer sklad B2), se sredstva, zbrana na koncu tridesetega leta varčevanja v skladu A1, relativno glede na sklad B2 zmanjšajo za 11,39 odstotne točke in predstavljajo 114,13 % vrednosti sklada B2 na koncu tridesetega leta varčevanja. Do relativnega zmanjšanja sredstev, privarčevanih v skladu A1, pride zaradi absolutnega povečanja sredstev, privarčevanih tridesetih letih v skladu B2, saj se v skladu A1 v absolutnem znesku privarčuje enaka višina sredstev kot v prejšnjem primeru. Pri primerjavi vrednosti višine sredstev skladov A2 in B2 na koncu tridesetega leta varčevanja ugotovimo, da višina sredstev, privarčevanih v skladu B2, za 20,20 % presega višino sredstev, privarčevanih v skladu A2. Čeprav upravljavec sklada A2 zaračuna 1 - odstotne vstopne stroške, upravljavec sklada B2 pa 1 - odstotno upravljavsko provizijo, sredstva sklada A2 po tridesetih letih varčevanja presegajo sredstva sklada B2. Relativno glede na sklad B2 sredstva sklada A2 za več kot v prejšnjem primeru (primerjave skladov A1 in B2) presegajo sredstva sklada B2. Razlika je 6,07 odstotnih točk v prid sklada A2, in sicer na račun znižanja vstopnih stroškov za 5 odstotnih točk. Najvišja vrednost sklada vrste A

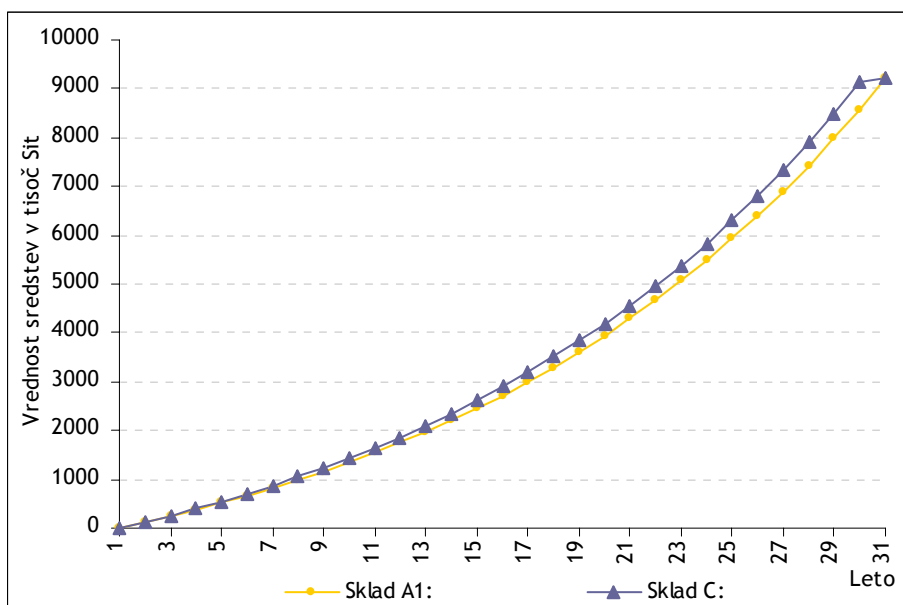
relativno gledano glede na vrednost sklada vrste B, je dosežena pri primerjavi skladov A2 in B1, saj sklad A2 po tridesetih letih varčevanja doseže kar za 32,2 % višjo vrednost, kot v enakem obdobju sklad B1. Razlog je v upravljavski proviziji, ki je višja kot vstopni stroški. Ugotovimo lahko, da bodo potencialni zavarovanci, ki v vzajemni pokojninski sklad vstopajo na daljši rok, pri možnosti izbora med skladom vrste A in skladom vrste B prednostno izbrali sklad vrste A, ki zaračunava izključno vstopne stroške. Ravno nasprotno bodo potencialni zavarovanci, ki vstopajo v sklad z namenom varčevanja na krajši rok, med obema vrstama skladov prednostno izbrali sklad vrste B, ki zaračunava upravljavsko provizijo.

Zaključki, ki sem jih navedla, potrjujejo trditev, izpostavljeno pod hipotezo 2. Ključna dilema, ki se pri tem pojavlja in na katero ni moč enoznačno odgovoriti, je, kako dolg je daljši rok varčevanja in kako kratek je krajši rok varčevanja v posameznem vzajemnem pokojninskem skladu. Kot je razvidno s Slike 5, enoznačni odgovor na omenjeno dilemo ni možen, saj je odvisen od značilnosti danih možnosti nalaganja sredstev zavarovanca med katerimi lahko izbira. Pri vzajemnih pokojninskih skladih, ki zaračunavajo tako vstopne stroške kot tudi upravljavsko provizijo, pomen slednje v povezavi z donosnostjo sredstev vloženih v vzajemni pokojninski sklad, naraste po nastopu prelomne točke. Obdobje v katerem bo nastopila prelomna točka, je odvisno tako od višine vstopnih stroškov in višine upravljavske provizije, ki jo zaračunava vzajemni pokojninski sklad. Prelomna točka je na Sliki 5 najprej nastopila v drugem letu varčevanja, najkasneje pa v enajstem letu varčevanja v istem vzajemnem pokojninskem skladu, kar pomeni, da obdobja, v katerem bo dejansko prišlo do preloma pomembnosti vpliva posamezne vrste stroškov na donosnost sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, ni mogoče omejiti.

### 7.2.2.3 Primerjava vstopnih stroškov z izstopnimi

Vsebinska povezanost med vstopnimi in izstopnimi stroški je prikazana že v točki 7.2.1.3, v kateri so izstopni stroški prikazani kot z obrestno mero, enako stopnji donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev, naobresteni vstopni stroški. Napisano je razvidno tudi s Slike 6.

Slika 6: Prikaz vrednosti sredstev sklada A1 in C, v tisoč SIT



Vir: Lastni izračuni

Iz napisanega v točki 7.2.1.3 izhaja sklep, da je ob navedenih predpostavkah upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada indiferenten med poplačilom z vstopnimi in poplačilom z izstopnimi stroški. Navedeni sklep zaradi omejitev, s katerimi se sooča upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada, če za svoje delovanje zaračunava izključno izstopne stroške, ni pravilen. Upravljavec kljub navedenim predpostavkam zaradi omejitev, s katerimi se srečuje, ni indiferenten med vstopnimi in izstopnimi stroški.

Omejitev, na katero naleti izključno z izstopnimi stroški nagrajeni upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada, je njegova nelikvidnost in iz nje izhajajoča nezmožnost financiranja tekočega poslovanja vzajemnega pokojninskega sklada. Upravljavec ima lahko v lasti veliko premoženja, vendar ne more nadzorovati njegove likvidnosti, saj sam ne more neposredno nadzorovati izstopov zavarovancev iz vzajemnega pokojninskega sklada. Z napisanim je povezana ugotovitev, da v praksi skoraj ni vzajemnih pokojninskih skladov, ki bi zaračunavali izključno izstopne stroške.

Naslednje dejstvo, da upravljavci v večini primerov ne morejo biti nagrajeni izključno preko izstopnih stroškov, izhaja iz ročnosti varčevanja v vzajemnih pokojninskih skladih. Zavarovanci v vzajemnih pokojninskih skladih varčujejo dolgoročno, zato upravljavci ob predpostavki njihovega učinkovitega delovanja ne morejo pričakovati velikega števila predčasnih izstopov. Navedeno potrjuje že definicija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki ga opredeljuje kot postopno, dolgoročno varčevanje, ki ni izpostavljeno nadpovprečnim tveganjem. Nagrajevanje upravljavcev z izstopnimi stroški bi bilo v največji meri primerno za vzajemne pokojninske sklade, katerih starostna struktura zavarovancev je opredeljena kot stara. Upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov, kjer je starostna struktura zavarovancev opredeljena kot mlada, na kratki rok ob uspešnem delovanju, ne morejo pričakovati velikega števila izstopov. Izstopi iz vzajemnih pokojninskih skladov v začetnem, z ZPIZ-1 opredeljenem, obdobju varčevanja so v slovenskem vzajemnem pokojninskem skladu dodatno oteženi zaradi zakonskih določil, na podlagi katerih je v tem obdobju zamrznjeno prehajanje med skladi.

Upravljavec vzajemnih pokojninskih skladov redko upravlja en vzajemni pokojninski sklad. V večini primerov ima v upravljanju večje število vzajemnih pokojninskih skladov, ki so med seboj različni tako po naložbeni politiki, načinu upravljanja s sredstvi kot tudi načinu zaračunavanja stroškov. Nagrajevanje upravljavca v enem od vzajemnih pokojninskih skladov, ki jih upravlja, izključno preko izstopnih stroškov bi bilo mogoče, saj lahko v tem primeru upravljavec svoje likvidnostne potrebe uravnava s prihodki iz upravljanja drugih skladov.

Za prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je značilna relativno nizka nagnjenost k tveganju, saj naj bi bil od prihrankov, zbranih na kapitalskih računih posameznika pri pokojninskem skladu, v največji meri odvisen zavarovančev socialni status v obdobju po upokojitvi. Upravičeno je pričakovati, da upravljavec pokojninskih skladov presežna sredstva, pridobljena preko zaračunavanja stroškov upravljanja, ne bo nalagal z enako mero previdnosti, kot bi to počel individualni varčevalec pri svojem pokojninskem varčevanju. Menim, da ima upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada drugačno nagnjenost k tveganju kot zavarovanec istega sklada in v skladu s tem tudi drugo zahtevano stopnjo donosa v vzajemni pokojninski sklad posredno vloženi sredstev.

Zaključim lahko, da se upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada ob možnosti izbire med obema oblikama nagrajevanja prednostno odloči za nagrajevanje z vstopnimi stroški, saj tako lahko sam razporeja pridobljena sredstva, upravlja z njimi in predvsem nadzoruje njihovo likvidnost. Časovna komponenta za upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada pri primerjavi vrednosti vstopnih stroškov z izstopnimi, ob uporabljenih predpostavkah ne igra bistvene vloge.

Zavarovanec kot principal v obravnavanem agentskem odnosu ob možnosti izbire oblike nagrajevanja upravljavca prednostno izbere nagrajevanje upravljavca z izstopnimi stroški. Razlog za tovrstni izbor je v možnosti posrednega nadzora upravljavca preko oblike njegovega nagrajevanja na način, da je višina njegove nagrade odvisna od donosnosti sredstev sklada. Če zavarovanec upravljavca za njegovo delovanje nagradi z izstopnimi stroški, upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada z vložkom v višini obljubljenega nagrade, to je z neizplačanimi izstopnimi stroški, posredno participira v vzajemnem pokojninskem skladu. Višina nagrade upravljavca je pri nagrajevanju v obliki izstopnih stroškov tako odvisna od njegove učinkovitosti pri upravljanju s sredstvi sklada. V tem primeru lahko zavarovanec, ob nespremenjenih ostalih pogojih, upravičeno pričakuje nastanek manjšega problema agenta kot v primeru, ko je upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada nagrajen z vstopnimi stroški.

### **7.2.3 Nagrade in tveganje**

Gibanje višine nagrade upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada sem do sedaj prikazovala ob predpostavki gotovosti, ki je bila v analize vpeljana s 6 % realno letno donosnostjo v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev in s 6 % realno letno obrestno mero, s katero so bila naobrestena sredstva, ki jih je upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada pridobil kot nagrado za svoje delovanje v obliki vstopnih stroškov. Gotovosti v realnem svetu ni mogoče pričakovati. Delovanje vzajemnih pokojninskih skladov je odvisno od številnih kategorij, katerih gibanja v prihodnosti ni mogoče napovedati. Modeli, s pomočjo katerih sprejemata odločitve zavarovanec in upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada, kot agent zavarovanca, lahko gibanje spremenljivk v prihodnosti napovedo zgolj z določeno mero natančnosti. V analizo nagrajevanja upravljavca bom vnesla tveganje tako, da bom spreminjala donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev.

Tveganja, s katerimi se soočajo vzajemni pokojninski skladi, sem podrobneje že opisala. V tem podpoglavju se bomo osredotočili na razporejanje tveganja med lastniki in upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada in učinki te razporeditve. Tveganje lastnikov v obravnavanem agentskem razmerju je povezano z zasledovanjem njihovih ciljev s strani upravljavcev vzajemnega pokojninskega sklada. Opredeljeno tveganje lastnikov se z ustrezno obliko nagrajevanja upravljavca lahko iz lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada prenese na njegovega upravljavca. Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada je tako izpostavljen tveganju le, če je njegovo nagrajevanje oblikovano v odvisnosti od uspešnosti doseganja s strani lastnikov opredeljenega cilja.

#### **7.2.3.1 Vstopni stroški in tveganje**

V podpoglavju 7.2.1.1 sem prikazala, da so vstopni stroški v višini njihove absolutne vrednosti neodvisni od donosnosti v vzajemni pokojninski sklad vloženih sredstev. Pri vzajemnem pokojninskem skladu, ki zaračunava zgolj vstopne stroške, tveganje nedoseganja s strani lastnikov postavljenega cilja delovanja vzajemnega pokojninskega sklada nosijo lastniki, saj je upravljavec v celoti poplačan na začetku svojega delovanja.<sup>80</sup> Nagrada upravljavca sklada v obliki vstopnih stroškov se ne glede na uspešnost upravljanja s sredstvi ne spreminja. Upravljavec sklada v višini nagrade ni izpostavljen tveganju in lahko deluje neskladno s cilji lastnikov sklada, ti pa njegovega delovanja formalno ne

---

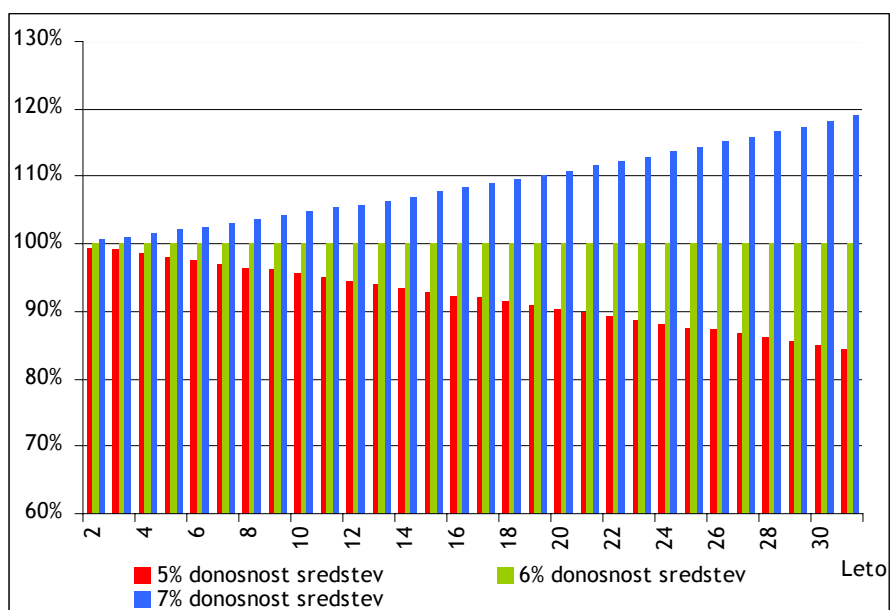
<sup>80</sup> Problem agenta med lastniki in upravljavci vzajemnega pokojninskega sklada lahko primerjamo s problemom agenta med lastniki in vodstvom podjetij. Vstopni stroški bi v agentskem razmerju paralelno pomenili, da dobi vodstvo v trenutku, ko nastopi svojo funkcijo v podjetju, plačilo za vsa morebitna prihodnja leta delovanja. Znesek plačila bi bil neodvisen od tega, koliko let bo vodstvo opravljalo svojo funkcijo v podjetju oziroma kakšna bo kvaliteta vodenja podjetja glede na s strani lastnikov podjetja zastavljene cilje njegovega delovanja.

morejo nadzorovati.<sup>81</sup> Ker je absolutna višina nagrade upravljavca v obliki vstopnih stroškov neodvisna od uspešnosti poslovanja vzajemnega pokojninskega sklada, upravljavec pri spreminjanju stopnje donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, v absolutnem smislu ne pridobiva in hkrati ne izgublja. Če sredstva upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada, pridobljena z nagrado v obliki vstopnih stroškov, sledimo v času, ugotovimo, da upravljavec lahko inkrementalno z obravnavano obliko nagrajevanja izgubi, če se vrednost sredstev ne povečuje s stopnjo, ki je najmanj enaka donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, ki ga upravljavec upravlja. Če z omenjenimi sredstvi dosega višjo donosnost, kot je donosnost vzajemnega pokojninskega sklada, ki ga upravlja, upravljavec v času inkrementalno gledano dosega dobiček.

### 7.2.3.2 Upravljavška provizija in tveganje

Pri nagrajevanju upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada v obliki upravljavške provizije upravljavec sklada v višini neizplačane upravljavške provizije hkrati postane tudi njegov delni lastnik. Nagrada upravljavcu v obliki upravljavške provizije se v vzajemnem pokojninskem skladu kopiči skozi tekoče poslovno leto in je najvišja ob koncu poslovnega leta. Dejstvo, da upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada sprejema tveganje skupaj z zavarovancem, se odraža v vezanosti višine nagrade upravljavca v obliki upravljavške provizije na donosnost sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad.

Slika 7: Prikaz vrednosti upravljavške provizije ob različnih donosnostih sredstev, vloženih v sklad, relativno glede na vrednost upravljavške provizije ob 6 - odstotni donosnosti sredstev, vloženih v sklad B1, v %



Vir: Lastni izračuni

Slika 7 prikazuje višino upravljavške provizije ob različni donosnosti vzajemnega pokojninskega sklada relativno glede na višino upravljavške provizije ob 6 - odstotni donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad. Če se donosnost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada spremeni za eno odstotno točko, se višina upravljavške

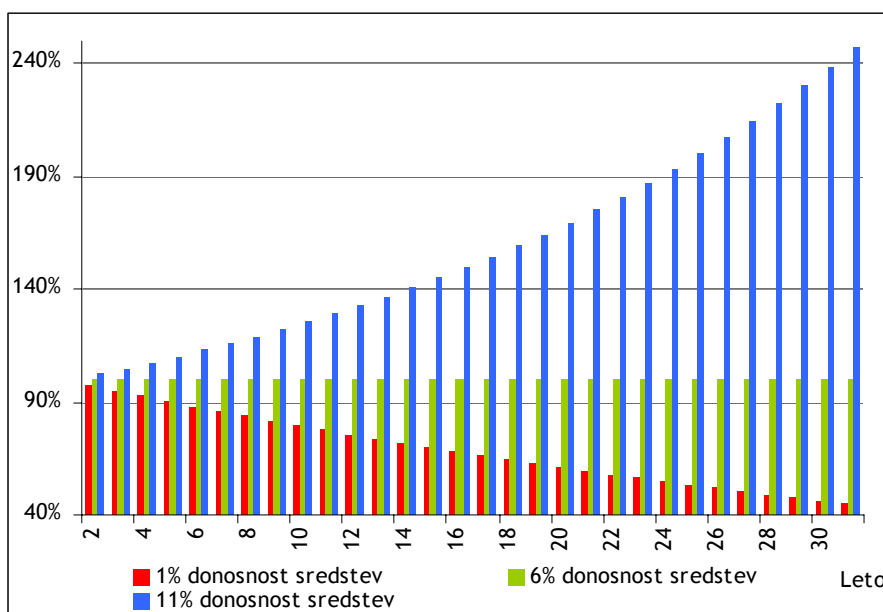
<sup>81</sup> Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada je posredno vendarle spodbujen k doseganju višje donosnosti sredstev ob danem tveganju. Če poslovanje vzajemnega pokojninskega sklada ni zadovoljivo, bo pridobivanje novih zavarovancev v skladu s teorijo agenta težje. Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada si bo tako zmanjševal možnosti prejemanja nagrade v obliki vstopnih stroškov. V težjem položaju v primerjavi s potencialnimi novimi zavarovanci so ob nezadovoljivem delovanju upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada obstoječi zavarovanci oziroma lastniki pokojninskega sklada, ki so svoja sredstva neustrezno naložili.



provizije na koncu prvega leta varčevanja, relativno gledano, spremeni za približno 0,52 odstotka. Iz Slike 8 je razvidno, da upravljavška provizija ob za odstotno točko povečani donosnosti po letih hitro narašča in obratno: ob za odstotno točko zmanjšani donosnost hitro pada. Po tridesetem letu varčevanja zavarovanca v istem vzajemnem pokojninskem skladu je upravljavška provizija naslednja:

- Če se donosnost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada poveča za eno odstotno točko (na raven 7 % realne letne donosnosti), se višina upravljavške provizije na koncu tridesetega leta varčevanja, relativno gledano glede na višino upravljavške provizije ob 6 - odstotni donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, poveča za 18,99 odstotkov.
- Če se donosnost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada zmanjša za eno odstotno točko (na raven 5 - odstotne realne letne donosnosti), se višina upravljavške provizije na koncu tridesetega leta varčevanja, relativno gledano glede na višino upravljavške provizije ob 6 - odstotni donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, zmanjša za 15,57 odstotka.

**Slika 8: Prikaz vrednosti upravljavške provizije ob različnih donosnostih sredstev, vloženi v sklad, relativno glede na vrednost upravljavške provizije ob 6 - odstotni donosnosti sredstev, vloženi v sklad B1, v %**



Vir: Lastni izračuni

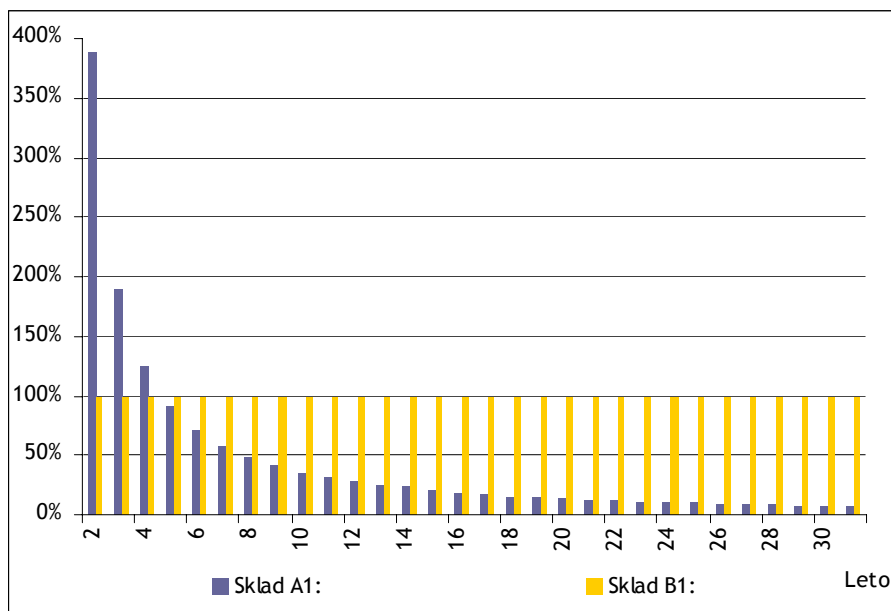
Podobno situacijo kot Slika 7 nam prikazuje tudi Slika 8, le da je odklon upravljavskih provizij od upravljavške provizije, dosežene s strani upravljavca vzajemnega pokojninskega pri 6 - odstotni donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, večji:

- Če se donosnost sredstev, vloženi v vzajemni pokojninski sklad, poveča za pet odstotnih točk (na letno raven 11 %), se vrednost upravljavške provizije ob koncu tridesetega leta, glede na raven le-te ob 6 - odstotni donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, poveča za 147,71 %.
- Če se donosnost sredstev, vloženi v vzajemni pokojninski sklad, zmanjša za pet odstotnih točk (na letno raven 1 %), se vrednost upravljavške provizije ob koncu tridesetega leta, glede na raven le-te ob 6 - odstotni donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada, zmanjša za 54,83 %.

Sliki 7 in 8 prikazujeta gibanje višine upravljaljske provizije ob predpostavki konstantne realne letne donosnosti sredstev v vseh letih varčevanja. V praksi se realna letna donosnost sredstev po letih varčevanja spreminja. Prikaz slik odraža teoretično gibanje višine upravljaljske provizije in služi za ponazoritev odvisnosti višine upravljaljske provizije od uspešnosti delovanja upravljaljca sredstev. Realno je pričakovati večje nihanje v delu upravljaljske provizije, ki je odvisen od uspešnosti delovanja upravljaljca vzajemnega pokojninskega sklada. Kot je bilo prikazano v Tabeli 5, se omenjeni del upravljaljske provizije po letih spreminja. Njegova velikost je v osnovi odvisna od donosnosti v pokojninski sklad vloženi sredstev. Spremenljivost upravljaljske provizije glede na donosnost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada bom povezala s povedanim v točki 7.2.3.1.

Slika 9 prikazuje višino obračunanih vstopnih stroškov sklada A1 relativno glede na višino upravljaljske provizije, ki jo obračuna upravljaljec vzajemnega pokojninskega sklada B1, pri 6 - odstotni donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Na začetku prvega leta upravljaljca nimata nobenih sredstev iz naslova obračunavanja stroškov upravljanja. Na začetku drugega leta, ob predpostavki vplačila enakih bruto premij s strani vplačnikov premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega, zavarovanja upravljaljec, ki zaračunava vstopne stroške, pridobi kar 387,52 % več sredstev kot upravljaljec, ki zaračunava upravljaljsko provizijo. Relativno gledano vrednost sredstev, pridobljenih z obračunavanjem vstopnih stroškov, po letih eksponentno pada glede na sredstva, pridobljena s strani upravljaljca, ki obračuna nagrado v obliki upravljaljske provizije. Če se donosnost v vzajemni pokojninski sklad vloženi sredstev poveča, upravljaljska provizija dodatno naraste, vstopni stroški pa ostanejo nespremenjeni. Padec vstopnih stroškov bi bil ob ostalih nespremenjenih predpostavkah na sliki, podobni Sliki 9, v tem primeru še večji.

**Slika 9: Prikaz višine vstopnih stroškov relativno glede na upravljaljsko provizijo pri 6 - odstotni donosnosti sredstev, v %**



**Vir: Lastni izračuni**

Upravljaljec vzajemnega pokojninskega sklada, ki zaračunava izključno upravljaljsko provizijo v posameznem letu delovanja po izplačilu upravljaljske provizije in pred izplačilom nove, postane posredni lastnik vzajemnega pokojninskega sklada. Upravljaljec vzajemnega pokojninskega sklada vложи v sklad manjšo količino sredstev, in še ta posredno zato je tudi del sredstev, ki jih prejme preko upravljaljske provizije in so vezana na

donosnost sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad, majhen. Če bi problem agenta lahko merili, bi bila velikost problema agenta med lastniki in upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada ob zaračunavanju stroškov izključno v obliki upravljalvske provizije manjša kot pri zaračunavanju stroškov izključno v obliki vstopnih stroškov.<sup>82</sup>

### 7.2.3.3 Izstopni stroški in tveganje

V podpoglavju 7.2.1.3 sem izstopne stroške označila kot z ustrezno obrestno mero naobrestene vstopne stroške. Ob upoštevanju predpostavk sem dokazala, da je upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada indiferenten pri izbiri zaračunavanja stroškov lastnikom vzajemnega pokojninskega sklada med vstopnimi in izstopnimi stroški. Ugotovila sem, da se upravljavec, kljub njegovi teoretični indiferentnosti, ob možnosti izbire oblike nagrajevanja prednostno odloči za nagrajevanje v obliki vstopnih stroškov. Ob upoštevanju časovne vrednosti denarja sem dodatno ugotovila, da je prejemek upravljavca pri zaračunavanju vstopnih stroškov enak njegovemu prejemku ob zaračunavanju upravljalvske provizije, kar dodatno potrjuje dejstvo, da izstopni stroški združujejo tako elemente vstopnih stroškov kakor tudi upravljalvske provizije, obremenjene z večjo stopnjo izpostavljenosti tveganju upravljavca. V nadaljevanju bom izstopne stroške analizirala v odvisnosti od donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada in ugotovitve povezala s prevzemanjem.

Tabela 10: Prikaz vrednosti izstopnih stroškov in vrednosti sredstev sklada po obračunu izstopnih stroškov, v SIT in v %, relativno glede na vrednost obeh kategorij pri predpostavki 6 - odstotni donosnosti sredstev sklada, ob različnih stopnjah donosnosti sklada, ob izstopu zavarovanca na koncu tridesetega leta varčevanja

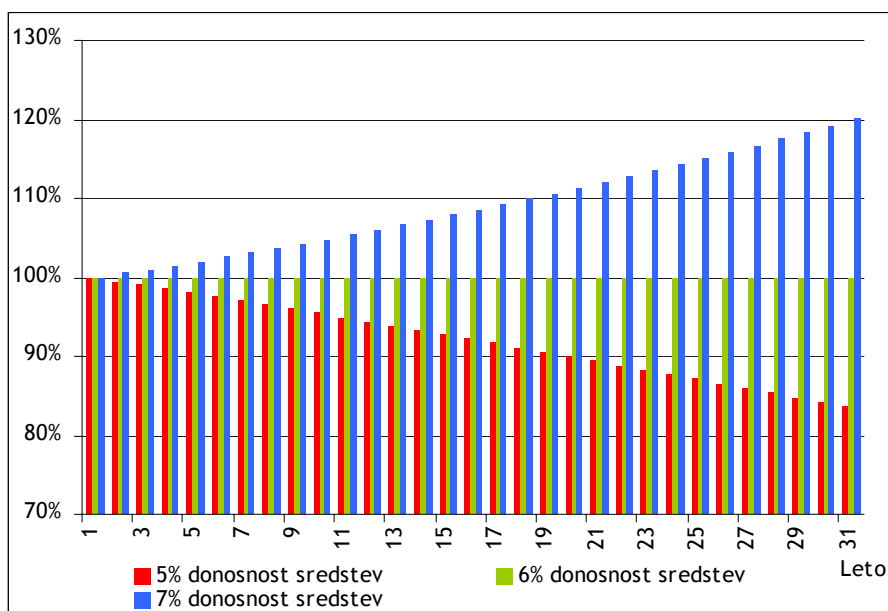
Donosnost sredstev	Izstopni stroški (absolutno)	Izstopni stroški (relativno)	Vrednost sredstev (absolutno)	Vrednost sredstev (relativno)
11 %	1.516.969	258,18 %	23.775.851	258,01 %
7 %	705.639	120,10 %	11.065.010	120,08 %
6 %	587.554	100,00 %	9.215.011	100,00 %
5 %	491.219	83,60 %	7.705.760	83,62 %
1 %	251.806	42,86 %	3.954.957	42,92 %

Vir: Lastni izračuni

V Tabeli 10 je prikazana absolutna vrednost izstopnih stroškov in sredstev v vzajemnem pokojninskem skladu, ki ostanejo zavarovancu po poplačilu izstopnih stroškov na koncu tridesetega leta varčevanja v istem vzajemnem pokojninskem skladu, ob različnih stopnjah donosnosti sredstev. Iste vrednosti so predstavljene tudi v relativnem znesku glede na vrednost izstopnih stroškov oziroma vrednost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada po poplačilu izstopnih stroškov pri predpostavki 6 - odstotni donosnosti vzajemnega pokojninskega sklada. Rezultate sem dobila tako, da sem pri vzajemnem pokojninskem skladu C spreminjala stopnje donosnosti sredstev, vloženih v vzajemni pokojninski sklad.

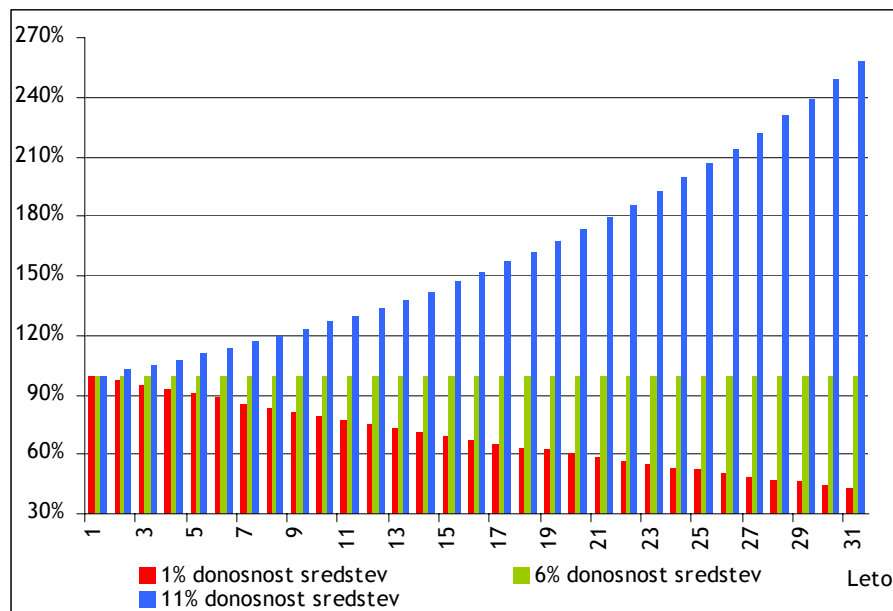
<sup>82</sup> V obravnavnem primeru se tveganje lastnika vzajemnega pokojninskega sklada, ki izhaja iz okolja, v katerem deluje sklad, ne zmanjša. Zmanjša se samo tveganje, ki izhaja iz medsebojnega razmerja med lastniki in upravljavci sklada. Lastniki vzajemnega pokojninskega sklada majhen del tveganja, ki izhaja iz obravnavanega agentskega odnosa, na ta način prevajajo na upravljavce vzajemnega pokojninskega sklada, pri čemer je potrebno poudariti, da zajeten del tega še vedno nosijo sami.

Slika 10: Prikaz relativne spremembe višine obljubljenih izstopnih stroškov v odvisnosti od donosnosti sklada. Višina izstopnih stroškov je prikazana relativno glede na njihovo višino ob 6 - odstotni donosnosti sredstev sklada



Vir: Lastni izračuni

Slika 11: Prikaz relativne spremembe višine izstopnih stroškov, ki bi jo moral plačati lastnik sklada upravljavcu po zaključenem posameznem letu varčevanja, če bi iz sklada izstopil, v odvisnosti od donosnosti sredstev pokojninskega sklada. Višina izstopnih stroškov je prikazana relativno glede na višino le-teh ob 6 - odstotni donosnosti sredstev pokojninskega sklada



Vir: Lastni izračuni

Podrobno sem odvisnost višine izstopnih stroškov od stopnje donosnosti vzajemnega pokojninskega sklada po posameznih letih prikazala na Sliki 10 in 11, in sicer v višini, prikazani relativno glede na višino izstopnih stroškov pri 6 - odstotni donosnosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Pri prikazu sem predpostavila, da zavarovanec po zaključenem posameznem letu varčevanja v vzajemnem pokojninskem skladu iz sklada

izstopi. S Slike 10 je razvidno, da se nagrada upravljavcu v obliki izstopnih stroškov na koncu petnajstega leta varčevanja zavarovanca pri istem vzajemnem pokojninskem skladu poveča za 7,86 % glede na nagrado v obliki izstopnih stroškov, ki jo prejme upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada ob 6 - odstotni donosnosti sredstev, vloženi v vzajemni pokojninski sklad, če se stopnja donosnosti vzajemnega pokojninskega sklada poveča za eno odstotno točko (na 7 - odstotno realno letno donosnost), ostale predpostavke pa ostanejo nespremenjene. Podobna analiza gibanja izstopnih stroškov v odvisnosti od donosnosti sredstev, vloženi v vzajemni pokojninski sklad, le s predpostavko večjih razponov nihanja donosnosti, je predstavljena na Sliki 11. Iz nje je razvidno, da se nagrada upravljavcu v obliki izstopnih stroškov na koncu petnajstega leta varčevanja zavarovanca pri istem pokojninskem skladu zmanjša za 32,64 % glede na nagrado v obliki izstopnih stroškov, ki jo prejme upravljavec sklada ob 6 - odstotni donosnosti sredstev, vloženi v pokojninski sklad, če se stopnja donosnosti sredstev pokojninskega sklada zmanjša za pet odstotnih točk (na 1 - odstotno realno letno donosnost), ostale predpostavke pa ostanejo nespremenjene.

Iz opisov gibanja višine izstopnih stroškov v odvisnosti od donosnosti sredstev, vloženi v pokojninski sklad, je razvidno, da je upravljavec sklada, ki je nagrajen v obliki izstopnih stroškov v višini neizplačanih izstopnih stroškov, delni lastnik vzajemnega pokojninskega sklada, podobno kot upravljavec sklada, ki zaračunava upravljavsko provizijo. Razlika med obema je v višini posredno vloženi sredstev v pokojninski sklad. Upravljavec, ki je nagrajen v obliki izstopnih stroškov, je v pokojninski sklad posredno vložil relativno višjo vrednost sredstev ter za daljše časovno obdobje kot upravljavec sklada, ki je nagrajen v obliki upravljavske provizije. Upravljavec, ki je nagrajen izključno v obliki izstopnih stroškov, ima v skladu posredno vložena sredstva celotno obdobje zavarovančevega varčevanja v istem skladu. Skupaj z zavarovancem tvega izgubo v preteklosti z uspešnim delovanjem pridobljenih dodatnih sredstev, katerih vrednost se lahko zaradi slabšega delovanja sklada v prihodnosti zmanjša.

Povzamem lahko, da je višina nagrad upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji le v manjšem delu vezana na njihovo uspešnost pri doseganju s strani lastnikov vzajemnih pokojninskih skladov postavljenih ciljev. Tveganje nedoseganja ciljev delovanja sklada, postavljenim s strani principala, to je lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada, ki izhaja iz agentskega razmerja med lastniki in upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada, se z nagrajevanjem upravljavca v obliki vstopnih stroškov, upravljavske provizije in izstopnih stroškov le v manjši meri prenese na upravljavca sklada. Upravljavec vzajemnih pokojninskih skladov tako skoraj ni izpostavljen tveganju nedoseganja cilja, s katerim vstopa v obravnavano agentsko razmerje. Ugotovila sem, da oblike nagrajevanja upravljavca v slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih v skladu s teorijo agenta ne pripomorejo k zmanjševanju problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov.

### **7.3 NADZOR DELOVANJA UPRAVLJAVCEV VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV**

Razpršeno lastništvo preostalih terjatev vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji v skladu s teorijo agenta povečuje možnosti za nastanek problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov. Možnosti za nastanek problema agenta v danem okolju se zmanjšajo, če se zaradi nadzora delovanja upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada, ločeno od upravljavske in lastniške funkcije, oblikujejo posebni organi nadzora. Tako oblikovan formalni nadzor lahko v določeni meri nadomesti izpad nadzora upravljavcev zaradi razpršenega lastništva.

V Sloveniji izvaja edino z ZPIZ-1 opredeljeno obliko nadzora nad upravljanjem vzajemnih pokojninskih skladov ATPV v sodelovanju z Agencijo za zavarovalni nadzor. ATPV morajo vzajemni pokojninski skladi v skladu s Sklepom o poročanju upravljavca vzajemnega

pokojninskega sklada mesečno poročati o svojem delovanju in izpolnjevanju zahtev, določenih z ZPIZ-1 in pokojninskim načrtom vzajemnega pokojninskega sklada.<sup>83</sup> ATPV preverja predvsem ustreznost porazdelitve sredstev vzajemnega pokojninskega sklada med posamezne naložbe, torej strukturo premoženja ter donosnost sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. ATPV opravlja nadzor s spremljanjem, zbiranjem in preverjanjem poročil in obvestil vzajemnih pokojninskih skladov in njihovih upravljavcev ter opravljanjem pregledov poslovanja subjektov nadzora. Subjekt nadzora je lahko predvsem upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada (Strojan, 2001, str. 56). Poleg nadzora s strani države, predlaga model na Sliki 2 tudi neposredni nadzor nad delovanjem upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada s strani zavarovancev in delodajalcev preko določenega organa. Tovrstni organ bi se lahko imenoval svet zavarovancev in delodajalcev in bi imel podobno vlogo kot nadzorni svet v podjetju (Hart, 1995, str. 685).<sup>84</sup> Nadzor s strani zavarovancev in delodajalcev v Sloveniji še ni vzpostavljen in ga ZPIZ-1 tudi ne opredeljuje. Po mojem mnenju se omenjeni nadzorni organ ne bo ustanovil prostovoljno, brez ustrezne zakonske podlage. Razloga za to sta dva. Delodajalci kot ključni vplačniki premij prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj pri zagotavljanju nadzora nad upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov ne sledijo svojih neposrednih interesov in zato razvoja tega ne bodo vzpodbudili. Razvijajoči se sistem prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj se kaže tudi v pomanjkanju ustreznih znanj zavarovancev, katerih osnovni interes je izvajanje nadzora nad delovanjem upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov. Zaradi problema zastojkarstva na področju izvajanja obravnavanega nadzora s strani zavarovancev ti brez ustrezne pokojninske zakonodaje v skladu s teorijo agenta ne bodo samoiniciativno posegali v oblikovanje dodatnih oblik nadzora upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov.

Neformalna oblika nadzora delovanja upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov je delovanje trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Lastnosti preostalih terjatev vzajemnih pokojninskih skladov omogočajo zavarovanje premoženja z njegovo unovčitvijo neposredno pri vzajemnem pokojninskem skladu in prenosom premoženja na drug vzajemni pokojninski sklad (Hart, 1995, str. 685). Unovčitev v vzajemni pokojninski sklad vloženi sredstev kot obliko delnega prevzema sklada in odvetja nadzora nad sredstvi upravljavcu, lahko preostali upniki izvedejo individualno, z relativno nizkimi transakcijskimi stroški (Fama, 1983b, str. 338). Transakcijski stroški unovčitve sredstev pri vzajemnih pokojninskih skladih v Sloveniji zajemajo najmanj naslednje stroške:

---

<sup>83</sup> Vzajemni pokojninski skladi poročajo ATPV, v skladu s sklepom o poročanju upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada na posebnih obrazcih o: (I) vrednosti sredstev, (II) vrednosti enot premoženja, (III) donosnosti vzajemnega pokojninskega sklada.

<sup>84</sup> Razlika med njima je v tem, da vlogo nadzornega sveta, njegovo sestavo in moč v Sloveniji določa Zakon o gospodarskih družbah, medtem ko vloga sveta zavarovancev in delodajalcev, njegova velikost, sestava in moč z ZPIZ-1 ni določena. Primerljiv mehanizem nadzora v podjetjih je nadzorni svet: lastniki izvolijo svoje predstavnike v nadzorni svet, da delujejo v njihovem imenu, nadzorujejo vodstvo podjetja pri njihovem delovanju ter soglašajo z glavnimi odločitvami, ki se sprejemajo v podjetju. V ekstremnih primerih ima nadzorni svet možnost odpoklica vodstva podjetja in imenovanja novega. Teorija navaja tudi druge mehanizme nadzora delovanja agenta v podjetju, ki bi se jih dalo smiselno uporabiti pri reševanju problema agenta v vzajemnih pokojninskih skladih:

- *nadzor preko pooblaščenca*: če vodstvo podjetja ne dosega zadovoljivo ciljev, postavljenih s strani lastnikov, lahko lastniki to zamenjajo; pri razpršenem lastništvu je običajno, da določena skupina malih lastnikov uveljavlja svojo voljo preko pooblaščenca, ki poskušajo ostale lastnike prepričati na način, da le-ti podprejo njihova stališča;
- *večji lastnik*: eden od načinov povečanega nadzora nad vodstvom podjetja je zagotovitev enega ali več večjih lastnikov v podjetju, ki intenzivneje kot mali delničarji nadzorujejo delovanje vodstva podjetja;
- *vir financiranja podjetja*: eden od učinkovitih načinov nadzora vodstva je prav tako dolžniško financiranje podjetja, ki do neke stopnje omejuje neučinkovitost delovanja pod predpostavko, da se vodstvo zavzema za dolgoročni obstoj podjetja in povračilo dolga. Smiselnost dolžniškega financiranja podjetja kot mehanizma nadzora je mogoče utemeljiti zgolj v primeru, če je zaradi nesolventnosti podjetja najstrožje kaznovano prav njegovo vodstvo (Hart, 1995, str. 685).

- izstopne stroške, ki jih plača zavarovanec pri izstopu iz vzajemnega pokojninskega sklada po preteku obdobja, za katero se je zavezal varčevati pri vzajemnem pokojninskem skladu;
- vstopne stroške po pokojninskem načrtu vzajemnega pokojninskega sklada, v katerega zavarovanec vstopa;
- stroške v višini razlike vrednosti enot premoženja vzajemnega pokojninskega sklada, v katerega vstopa med dnem, ko so bila izplačana sredstva, vložena v prvi pokojninski sklad, in dnem, ko vstopa v drugi pokojninski sklad, zmanjšanimi za razliko v vrednosti enote premoženja v obdobju varčevanja sredstev v prvem vzajemnem pokojninskem skladu (t. i. strošek oportunitetnega prihodka).

Če sredstva v vzajemni pokojninski sklad v imenu in za račun zavarovanca vplačuje delodajalec po pokojninskem načrtu o kolektivnem prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju, so stroški prehoda med vzajemnimi pokojninskimi skladi bistveno višji, če je seveda individualni prehod sploh možen. V Sloveniji ima lahko v skladu z Zakonom o spremembah zavarovanec sredstva, namenjena prostovoljnemu dodatnemu pokojninskemu varčevanju, naložena v en pokojninski načrt kolektivnega in en pokojninski načrt individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja oziroma največ v dva vzajemna pokojninska sklada. Prehajanje med skladi je v Sloveniji možno samo z relativno visokimi transakcijskimi stroški, ki so posledica razvijajočega se trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj. Dodatno je zavarovancu v prvih treh letih varčevanja v vzajemnem pokojninskem skladu v skladu z ZPIZ-1 onemogočeno prehajanje med vzajemnimi pokojninskimi skladi. Našteto zavarovanca priveže na enega upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada ne glede na uspešnost njegovega delovanja. Postavi ga v podrejeni položaj, čeprav je prav zavarovanec tisti, ki naj bi oblikoval in nadzoroval način delovanja upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada.

## 8. SKLEP

Na podlagi analize odnosa med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji lahko podam sklep, da se problem agenta, ki nastane zaradi ločitve lastništva sredstev, vloženih v vzajemne pokojninske sklade, od upravljanja z njimi in zaradi med seboj izključujočih ciljev, s katerimi obravnavani interesni skupini vstopata v poslovni odnos prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, z obstoječim urejanjem medsebojnih odnosov, načinom nagrajevanja upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov in obliko nadzora njihovega delovanja ne bo zmanjševal.

V skladu s teorijo agenta je upravičeno pričakovati, da bo upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada, agent, namesto ciljev lastnikov vzajemnega pokojninskega sklada, principala, pri delovanju sledil svojim ciljem. Osnovni cilj lastnikov sklada v poslovnem odnosu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je maksimiranje vrednosti v sklad vloženih premij ob danih omejitvah. Osnovni cilj upravljavca sklada je maksimiranje višine nagrade za njegovo delovanje. Zaradi izključujoče si narave ciljev obeh interesnih skupin upravljavec s sledenjem svojega cilja izzove nastanek problema agenta med lastniki in upravljavcem vzajemnega pokojninskega sklada. Menim, da nastanek obravnavanega problema agenta krepita tudi razvijajoči se pokojninski sistem v Sloveniji, temelječ na osebem kapitalskem varčevanju, in nova pokojninska zakonodaja, ki neustrezno ureja bistvene elemente agencijskega razmerja: pokojninski načrt vzajemnega pokojninskega sklada kot obliko pogodbe o urejanju medsebojnih odnosov, nagrajevanje upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov in instrumente nadzora njihovega delovanja.

Vsebina pokojninskega načrta vzajemnega pokojninskega sklada je zgolj minimalno zakonsko opredeljena. Vplačniki sredstev in lastniki vzajemnega pokojninskega sklada kot najpomembnejši interesni skupini obravnavanega poslovnega odnosa pri njegovem sestavljanju ne sodelujejo aktivno in vanj ne vnašajo posebnih, ciljem lastnikov sklada prilagojenih elementov. Napisano se odraža v enoličnosti pokojninskih načrtov vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji. Neaktivnost vplačnikov premij in lastnikov skladov je moč pripisati njihovem nepoznavanju razvijajoče se oblike pokojninskega zavarovanja ter posameznikovi nemoči spreminjanja bistvenih elementov pokojninskega načrta.

Nagrajevanje upravljavcev kot drugi element reševanja problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov je v Sloveniji zakonsko opredeljeno. Višina nagrade upravljavca v večjem delu ni vezana na uspešnost njegovega delovanja in tako ne pripomore k zmanjševanju problema agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov.

Teorija agenta v primeru nevezanosti višine nagrade agenta na uspešnost doseganja ciljev principala pripisuje velik pomen formalnemu in neformalnemu nadzoru delovanja agenta. V Sloveniji tudi nadzor ni oblikovan na način, da bi zmanjševal problem agenta med lastniki in upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov. Zakonsko opredeljena oblika nadzora upravljavcev, ločeno od lastniške in upravljavske funkcije, v delovanje vzajemnih pokojninskih skladov ne vključuje s strani vplačnikov premij in lastnikov sklada oblikovanih organov nadzora. Nadzor upravljavcev sklada opravlja zgolj s strani države ustanovljena agencija. Tudi neformalni nadzor delovanja upravljavcev vzajemnih pokojninskih skladov, prehajanje med skladi zaradi razvijajočega se trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji še ni vzpostavljen. Lastnikom vzajemnih pokojninskih skladov je v začetnem obdobju varčevanja celo zakonsko onemogočeno prehajanje med vzajemnimi pokojninskimi skladi.



## LITERATURA

1. Agrawal Anup, Charles R. Knoeber: Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (1996), 31, str. 377-397.
2. Bešter Helena: Pokojninski sistemi v svetu in pri nas. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 144 str.
3. Belopavlovič Nataša et.al.: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju s komentarjem in podzakonskimi akti. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 1306 str.
4. Black B.S.: Shareholder Passivity Reexamined. *Michigan Law Review*, (1990), 89, str. 520-608.
5. Blake D.: Modelling Pension Fund Investment Behavior. London and New York : Routledge, 1992. 282 str.
6. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments. Singapore : McGraw-Hill Book Co, 1999. 967 str.
7. Brigham Eugene F.: Fundamentals of Financial Management, Seventh Edition. Orlando : Dryden Press, 1995. 843 str.
8. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C.: Intermediate Financial Management, Fifth Edition. Fort Worth : The Dryden Press, 1996. 1018 str.
9. Cadbury A.: Owners and Investors. In *Creative Tension?*. London : National Association of Pension Funds, 1990.
10. Carleton Willard T., James M. Nelson, and Michael S. Weisbach: The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *Journal of Finance*, (1998), 53, str. 1335-1362.
11. Charkham J. P.: Are Shares Just Commodities? In *Creative Tension?*. London : National Association of Pension Funds, 1990, str. 34-42.
12. Coffee J.C.: Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, (1991), 91, str. 1277-1368.
13. Cosh A., Hughes A.: The Anatomy of Corporate Control: Directors, Shareholders and Executive Remuneration of Giant US and UK Corporations. *Cambridge Journal of Economics*, (1987), 11, str. 285-313.
14. Davis Philip E.: Policy and Implementation Issues in Reforming Pension Systems. Working Paper No. 31. London : European Bank for Reconstruction and Development, 1998. 23 str.
15. Demsetz H., Lehn K.: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, (1985), 93, str. 1155-1177.
16. Drucker F. Peter: The Pension Fund Revolution. London : Transaction Publishers, 1996, 223 str.
17. Fabozzi Frank J.: Pension Fund Investment Management. New Hope : Frank J. Fabozzi Associates, 1997. 301 str.
18. Fama E.F.: Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, (1980), 88, str. 288-307.
19. Fama E.F., Jensen M.C.: Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, (1983), 26, str. 327-52.

20. Fama E.F., Jensen M.C.: Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, (1983a), 26, str. 301-26.
21. Gordon L. Clark: *Pension Fund Capitalism*. New York : Oxford University Press, 2000. 342 str.
22. Gordon L., Pound J.: *Report to the California Public Employees' Retirement System: Active Investing in the U.S. Equity Market: Past Performance and Future Prospects*. Newton : Gordon Group Inc., 1993.
23. Good Walter R., Love Douglas A.: *Managing Pension Assets*. New York : McGraw-Hill Publishing Company, 1990. 216 str.
24. Harrison Debbie: *Global Pension Strategies*. London : FT Finance, 1998. 193 str.
25. Hart O.: *Corporate Governance: Some Theory and Implications*. *Economic Journal*, May, (1995), 105, str. 678-689.
26. Hieng Romana: *Obvezno in prostovoljno dodatno pokojninsko in invalidsko zavarovanje*. Ljubljana : Iks, revija za računovodstvo in finance, (2001), 1-2, str. 3-23.
27. Holderness C.G., Sheehan D.P.: *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis*. *Journal of Financial Economics*, (1988), 20, str. 317-46.
28. Jenkins Tim: *Risk in the Insurance Sector*. B.k. : 29 str.
29. Jensen Michael C.: *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, (1986), 76, str. 323-329.
30. Jensen M.C.: *The Eclipse of the Public Corporation*. *Harvard Business Review*, October (1989), str. 61-74.
31. Jensen M.C., Meckling W.: *The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, (1976), 3, str. 305-60.
32. Jensen Michael C., Kevin J. Murphy: *Performance Pay and Top-Management Incentives*. *Journal of Political Economy*, (1990), 98, str. 225-264.
33. Jense Michael C., Richard S. Ruback: *Symposium on the Structure and Governance of Enterprise, Part I*. *Journal of Financial Economics*, (1990), 27 .
34. Jensen Michael C., Richard S. Ruback: *Symposium on the Structure and Governance of Enterprise, Part II*. *Journal of Financial Economics*, (1990a). 27 .
35. Jensen Michael C., Jerold B. Warner: *Symposium on the Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*. *Journal of Financial Economics*, (1988), 20.
36. Kevin Keasey, Mike Wright: *Corporate Governance: Responsibilities, Risks and Remuneration*, New York : John Wiley & Sons, 1997.
37. Končina Miroslav: *Sistemska in bilančna povezanost prvega in drugega stebra pokojninske reforme*. *Bančni vestnik* (2001), 4, str. 18-21.
38. Kresal Šoltes Katarina et.al.: *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje*. *Delavci in delodajalci*, (2001), 3, str. 121-228.
39. Kuhar Štefan: *Računovodsko obravnavanje pokojninskih načrtov delodajalcev v svetu in pri nas (1)*. Ljubljana : Revizor, (2000), 12, str. 48-63.

40. Kuhar Štefan: Računovodsko obravnavanje pokojninskih načrtov delodajalcev v svetu in pri nas (2). Ljubljana : Revizor, (2001), 1, str. 44-64.
41. LaPorta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer: Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, (1999), 54, str. 471-517.
42. Mallin C.A.: *Voting: The Role of Institutional Investors in Corporate Governance*, London : The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1995.
43. Mankiw N. Gregory: *Macroeconomics, Fourth Edition*. New York : Worth Publishers, 2000. 552 str.
44. Mansfield B. Clay, Cunningham: *Pension Funds, a Common Sense Guide to a Common Goal*. Homewood : Richard D. Irwin, 1993. 194 str.
45. Millstein Ira M., Paul W. MacAvoy: The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation. *Columbia Law Review*, (1998), 98, str.1283-1321.
46. Mohar Ivan: Davčni vidik izvajalca prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. *Revizor*, 2002, str. 70-81.
47. Morck R., Shleifer A., Vishney R.W.: Alternative Mechanisms for Corporate Control. *American Economic Review*, (1989), 79, str. 842-52.
48. Morony Andre: *Managing Risk in the Funds Management Sector*. B.k. : 30 str.
49. Murali R., Welch J.B.: Agents, Owners, Control and Performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, (1989), str. 385-98.
50. Prašnikar Janez, Debeljak Žiga: *Ekonomski modeli za poslovno odločanje*. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1998. 435 str.
51. Preda Stefano: *Funds and Portfolio Management Institutions. An International Survey*. Amsterdam : Elsevier Science Publishers B.V., 1991. 449 str.
52. Reisen Helmut: *Pensions, Savings and Capital flows*. Northampton : Edward Elgar Publishing, 2000. 277 str.
53. Rocha Robert, Gutierrez Joaquin, Hinz Richard: *Improving the Regulation and Supervision of Pension Funds: Are There Lessons from the Banking Sector?*. World Bank, 1999. 43 str.
54. Shleifer Andrei, Vishny Robert W.: A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, (1997), 52, str. 737-783.
55. Strojani Blaž: *Pokojninski skladi*. Magistrsko delo. Ljubljana : Pravna fakulteta, 2001. 100 str.
56. Škerlj T., Dolinar G., Mramor D.: Estimation of Asset Accumulation of the Purposed Slovenian Mandatory - Funded Pension Pillar. *Acta Oeconomica*, 51(2001), str. 513-539.
57. Tavčar Kristina: *Dileme pokojninske reforme v Sloveniji*. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 55 str.
58. Useem M., Bowman E., Myatt, J., Irvine C.: US Institutional Investors Look at Corporate Governance in the 1990s. *European Management Journal*, 11(1993).
59. Vittas Dimitri: *Pension Reform and Capital Market Development: »Feasibility« and »Impact« Preconditions*. World Bank Development Research Group, 1999. 22 str.
60. Vižin Robin: *Vloga in poslovanje Kapitalskega sklada pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d.*. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 41 str.

61. Wahal Sunil: Pension Fund Activism and Firm Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1996), str. 1-23.
62. Weston J. Fred, Juan A. Siu, Brian A. Johnson: *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Third Edition, Upper Saddle River: Prentice-Hall, 2001.

## VIRI

1. Bloomberg.
2. Finančni trgi. Ljubljana: Banka Slovenije, November 2001, 27 str.
3. Individual Retirement Arrangements. Department of Treasury, Internal Revenue Service, Publication (1999), 590, 83 str.
4. Morningstar Quicktake Report. (URL:<http://www.morningstar.com/>)
5. Odredba o najvišjem dovoljenem odstotku vstopnih in izstopnih stroškov ter najvišji proviziji za upravljanje vzajemnega pokojninskega sklada. (Uradni list RS, št. 58/00).
6. Pravilnik o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje. (Uradni list RS: št. 193/01).
7. Public Pension Systems, Statements of Key Investments Risks and Common Practices to Address Those Risks. Association of Public Pension Fund Auditors, julij 2000, 31 str.
8. Sklep o izračunavanju donosnosti, čiste vrednosti sredstev, vrednosti enot premoženja in načinu določitve datuma konverzije. (Uradni list RS, št. 13/01).
9. Sklep o poročanju upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada. (Uradni list RS, št.109/01).
10. Sklep o računovodskih izkazih vzajemnih pokojninskih skladov. (Uradni list RS, št. 109/01).
11. Zakon o dohodnini. (Uradni list RS, št. 71/93).
12. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-F). (Uradni list RS, št. 45/01).
13. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ). (Uradni list RS, št. 12/92).
14. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1). (Uradni list RS, št. 106/99).
15. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. (Uradni list RS, št. 109/01).
16. Zakon o zavarovalništvu. (Uradni list RS, št.13/00).

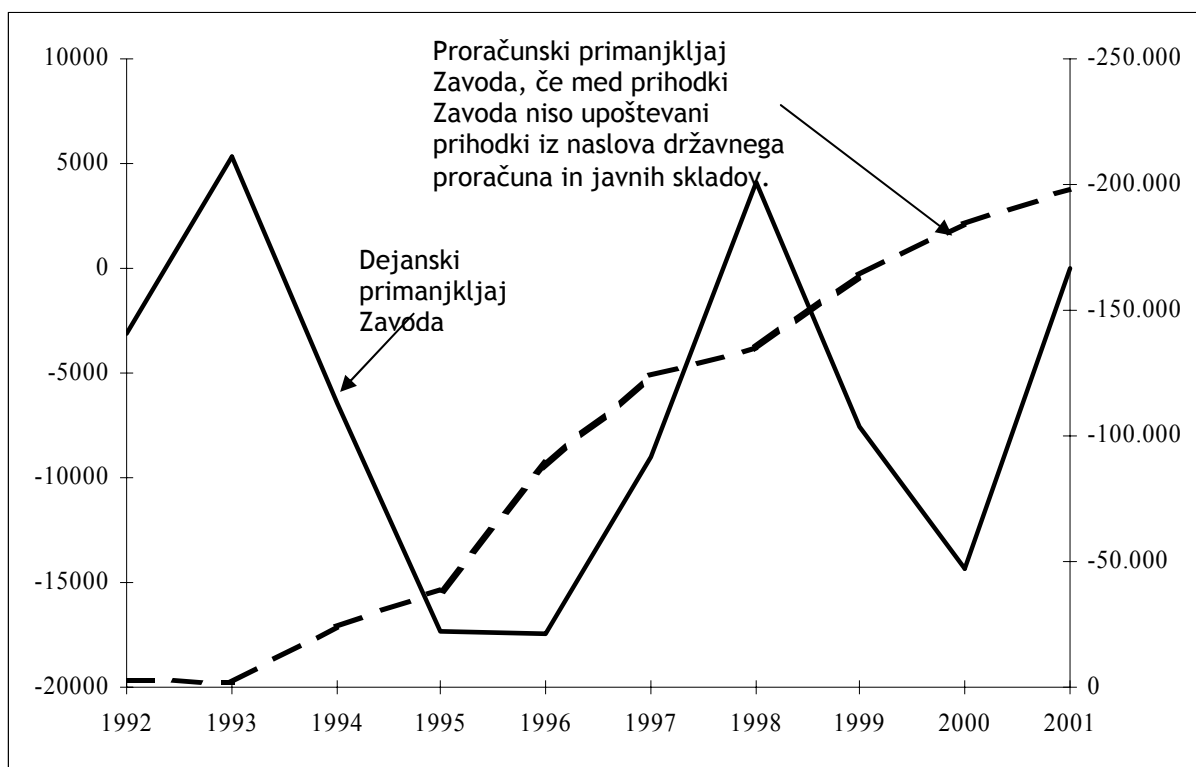


## PRILOGI

### PRILOGA A

#### Prikaz proračunskega primanjkljaja Zavoda

Slika 1: Proračunski primanjkljaj Zavoda med leti 1992 in 2001 v milijonih SIT



Vir: Bilten javnih financ 2/2002

Slika 1 prikazuje prihodke Zavoda, ki po posameznih letih naraščajo. Prav tako naraščajo odhodki Zavoda, vendar ti naraščajo hitreje, kar povečuje proračunski primanjkljaj Zavoda. Zavod od leta 1992, z izjemo v letih 1993, 1998 in 2001, izkazuje proračunski primanjkljaj. Iz spremljanja primanjkljaja je razviden, če Zavod ne dobi sredstev iz državnega proračuna in drugih javnih skladov, trend hitre rasti. Primanjkljaj je v osmih letih narasel iz 3 na približno 198 milijard SIT. Upošteva transferne prihodke Zavoda, je proračunski primanjkljaj sicer manjši, vendar je v letu 2000 znašal 14,3 milijarde, kar predstavlja 0,4 odstotke slovenskega bruto domačega proizvoda. V letu 2001 pa je bil ugotovljen proračunski presežek v višini 30 milijonov SIT. Obveznosti Zavoda oziroma države iz naslova pokojninskega in invalidskega zavarovanja v čedalje večji meri bremenijo državni proračun in javne sklade. V letu 2001 znašajo sredstva državnega proračuna, namenjena kritju primanjkljaja, približno 189,5 milijard SIT, kar predstavlja približno 15 odstotkov vseh odhodkov državnega proračuna. Prav tako predstavljajo sredstva iz državnega proračuna kar 29 - odstotni delež v celotnih prihodkih Zavoda. Poleg sredstev iz državnega proračuna Zavod dodatno dobiva sredstva za kritje primanjkljaja tudi s strani javnih skladov. Višina sredstev, ki jih ti plasirajo Zavodu, se od leta 1992 po posameznih letih povečuje, v letu 2000 so ti prispevali kar 13,3 milijarde SIT, v letu 2001 pa se je nekoliko znižala, javni skladi so namreč prispevali približno 8,4 milijarde SIT.

## PRILOGA B

### Pregled uporabljenih okrajšav

ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
ČVS	čista vrednost sredstev
Kapitalska družba	Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d. (Uradni list RS, št. 22/00)
Odredba	Odredba o najvišjem dovoljenem odstotku vstopnih in izstopnih stroškov ter najvišji proviziji za upravljanje vzajemnih pokojninskih skladov (Uradni list RS, št. 58/00)
Pravilnik	Pravilnik o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje (Uradni list RS, št. 193/01)
Slovenija	Republika Slovenija
Sklep	Sklep o zaračunavanju donosnosti, čiste vrednosti sredstev, vrednosti enot premoženja in načinu določitve datuma konverzije (Uradni list RS, št. 13/01)
SODPZ	Sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja
VEP	Vrednost enote premoženja
Zavod	Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje
ZGD-F	Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 45/01)
ZPIZ	Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 12/92)
ZPIZ-1	Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št.106/99)
Zakon o spremembah	Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 109/01)
Zakon o zavarovalništvu	Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št.13/00)
ZGD	Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 45/01)