

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

NALOŽBENA POLITIKA POKOJNINSKIH SKLADOV

Ljubljana, april 2002

ANDREJA CENCELJ

IZJAVA

Študentka Andreja Cencelj izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Tineta Stanovnika in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. POKOJNINSKI SKLADI KOT FINANČNE INSTITUCIJE	2
1.1 POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV NA KAPITALSKIH TRGIH	2
1.2 POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV ZA DRŽAVO IN EKSISTENČNO VARNOST ZAVAROVANCEV	3
1.3 VLOGA POKOJNINSKIH SKLADOV KOT FINANČNIH POSREDNIKOV	4
1.4 VRSTE POKOJNINSKIH NAČRTOV	5
1.4.1 POKOJNINSKI NAČRTI Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRAVICAMI	6
1.4.2 POKOJNINSKI NAČRTI Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRISPEVKI	7
2. NALOŽBENA POLITIKA	8
2.1 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA NALOŽBENO POLITIKO	8
2.2 SESTAVINE NALOŽBENE POLITIKE	11
2.2.1 CILJI oz. POSLANSTVO SKLADA	11
2.2.2 TVEGANJE IN PRIČAKOVANA DONOSNOST PREMOŽENJA	12
2.2.3 NALOŽBENI CILJI	13
2.2.4 NAČIN INVESTIRANJA	14
2.2.5.1 Pasivni način investiranja	14
2.2.5.2 Aktivni način investiranja	15
2.2.6 STRATEŠKA RAZPOREDITEV PREMOŽENJA	17
2.3 IZJAVA O NALOŽBENI POLITIKI oz. NAČELIH	19
2.4 OSNOVNE NALOŽBENE SKUPINE POKOJNINSKIH SKLADOV	20
2.4.1 DELNICE	20
2.4.2 OBVEZNICE	21
2.4.3 POSOJILA	22
2.4.4 NEPREMIČNINE	22
2.4.5 LIKVIDNE OZ. KRATKOROČNE NALOŽBE	23
2.4.6 NALOŽBE V TUJE VREDNOSTNE PAPIRJE	23
2.5 NALOŽBENA POLITIKA »EMPLOYEE-DIRECTED« POKOJNINSKIH SKLADOV Z DOLOČENIMI PRISPEVKI	24
2.6 STRUKTURA IN DONOSNOST NALOŽB	27
3. NADZOR NAD NALOŽBENO POLITIKO SKLADOV	30
3.1 NAČELO PREUDARNOSTI	33
3.2 KOLIČINSKE OMEJITVE	33
3.3 SLABOSTI KOLIČINSKIH OMEJITEV	34

3.4 RAZLOGI PROTI NAČELU PREUDARNOSTI oz. KDAJ SO KOLIČINSKE OMEJITVE ZAŽELJENE	36
4. PONUDNIKI PROSTOVOLJNIH DODATNIH POKOJNINSKIH ZAVAROVANJ V SLOVENIJI	37
4.1 FINANČNE INSTITUCIJE, KI PONUJAJO POKOJNINSKA ZAVAROVANJA V SLOVENIJI	38
4.2 NALOŽBENA POLITIKA SLOVENSkih POKOJNINSKIH SKLADOV	40
4.2.1 KOLIČINSKE OMEJITVE	40
4.2.2 ZAJAMČENA IN PRIČAKOVANA DONOSNOST	41
4.2.3 PREDVIDENA STRUKTURA NALOŽB IN DOSEGANJE ZAJAMČENE DONOSNOSTI	41
SKLEP	42
LITERATURA	44
VIRI	45

UVOD

Pokojninski skladi so ena izmed pomembnejših »pridobitev« novega Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju pri nas. Uspešnost njihovega poslovanja je pomembna ne le za finančno varnost zavarovancev v tretjem življenjskem obdobju, temveč tudi z narodnogospodarskega vidika. Ob uspešnem poslovanju bodo namreč razbremenili državo pri skrbi za socialno varnost starejših ter pripomogli k razvoju slovenskih finančnih trgov.

Tuje izkušnje so pokazale, da levji delež k uspešnemu poslovanju pokojninskih skladov doprinese dobro zasnovana in dosledno izvajana naložbena politika. V diplomskem delu sem skušala pojasniti koncept oblikovanja le-te in analizirati uspešnost poslovanja skladov tujih držav v preteklosti. Na kratko sem predstavila tudi naš model pokojninskih skladov in skušala ugotoviti, ali so kritike, ki se pojavljajo v medijih, upravičene. Ali bi bili za naše razmere res primernejši pokojninski načrti z določenimi pokojninami? Ali so količinske omejitve predvsem ovira za doseganje višje donosnosti ali prinašajo tudi kakšne koristi? Kakšna je primernost in koristnost minimalne zahtevane donosnosti na letni ravni? Ali je v danih razmerah možna optimalna strateška razporeditev sredstev naših skladov z vidika tveganosti in pričakovane donosnosti?

Diplomsko delo sem razdelila na štiri poglavja. V prvem poglavju sem pokojninske sklade opredelila z vidika njihove velikosti in vloge na finančnih trgih ter poiskala vzroke za njihov razvoj. Pojasnila sem tudi osnovne značilnosti dveh, v svetu najbolj razširjenih vrst pokojninskih načrtov.

Osrednji del je namenjen konceptu oblikovanja naložbene politike. Predstavila sem glavne dejavnike, ki vplivajo na naložbeno strategijo, pomembnejše sestavine naložbene politike, lastnosti osnovnih naložbenih skupin, ki so za sklade privlačne. Opozorila sem na razlike v izvajanju naložbene politike, kadar pri procesu nalaganja sodelujejo tudi zavarovanci. Poglavje sem zaključila s kratko analizo strukture in donosnosti naložb pokojninskih skladov izbranih držav ter primerjavo njihove uspešnosti z različnimi »benchmarki«, s čimer sem skušala ugotoviti ali skladi optimalno nalagajo premoženje, oziroma izkoriščajo priložnosti, ki se med državami razlikujejo.

Sledi poglavje o nadzoru nad naložbeno politiko. V njem sem predstavila dva, v svetu uveljavljena načina nadzora ter orisala njune prednosti in slabosti.

V zadnjem poglavju sem se osredotočila na slovenske izvajalce pokojninskih načrtov. Pojasnila sem njihove pravnoorganizacijske značilnosti ter temeljne značilnosti naložbene regulative države in temu prilagojene naložbene strategije skladov.

1. POKOJNINSKI SKLADI KOT FINANČNE INSTITUCIJE

1.1 POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV NA KAPITALSKIH TRGIH

Vrednost premoženja institucionalnih investitorjev sedem gospodarsko najmočnejših držav na svetu je konec leta 1998 znašala skoraj 24000 milijard \$ (glej tabelo 1). Največji delež teh sredstev je pripadal pokojninskim skladom, ki so imeli v svojih rokah skoraj 9500 milijard \$ premoženja. Velika večina tega premoženja je bilo v lasti skladov iz ZDA in Velike Britanije.

Tabela 1: Vrednost premoženja institucionalnih investitorjev v milijardah \$ in kot % BDP v letu 1998.

	Pokojninski skladi		Življenjske zavarovalnice		Vzajemni skladi	
	% BDP	mrd \$	% BDP	mrd \$	% BDP	mrd \$
ZDA	84	7110	33	2770	60	5087
Velika Britanija	83	1163	93	1294	20	284
Kanada	47	277	24	141	34	197
Japonska	16	688	39	1666	9	372
Nemčija	3	72	24	531	9	195
Francija	6	91	43	658	41	624
Italija	6	77	12	151	35	436
G-7		9479		7217		7195

Vir: Davis, Steil, 2001, str. 10.

Zaradi svoje velikosti in finančne moči veljajo skladi na določenih finančnih trgih, v mislih imam predvsem anglosaksonske, za najpomembnejše finančne investitorje. V preteklosti so pomembno sovplivali na razvoj teh trgov kapitala. Tudi v državah, ki so bile v preteklosti bolj socialno usmerjene in niso posvečale toliko pozornosti dodatnemu pokojninskemu zavarovanju, se pričenjajo zavedati prednosti pokojninskih skladov. Sredstva pokojninskih skladov držav EU so konec leta 1997 dosegla 1627 milijard ECU, vendar so bila med državami razporejena zelo neenakomerno. Pokojninski skladi iz Velike Britanije in Nizozemske so bili lastniki skoraj $\frac{3}{4}$ sredstev vseh skladov držav EU.

Tabela 2: Relativna teža sredstev pokojninskih skladov v EU po državah ob koncu leta 1997 (1627,35 milijard ECU).

Država	Delež (v %)	Država	Delež (v %)
Velika Britanija	53.40	Španija	1.29
Nizozemska	20.15	Finska	1.04
Nemčija	7.81	Belgija	0.59
Švedska	4.79	Portugalska	0.59
Francija	3.95	Grčija	0.20
Danska	2.21	Avstrija	0.185
Irska	1.91	Luksemburg	0.005
Italija	1.88	Skupaj	100.0

Vir: *Rebuilding Pensions*, 1999, str. 4.

Pragma Consulting¹ (Rebuilding Pensions, 1999, str. 2) napoveduje, da naj bi se premoženje pokojninskih skladov držav EU do konca leta 2020 povečalo na 11811 milijard ECU². Od naraščajočega obsega sredstev pokojninskih skladov si strokovnjaki obetajo številne pozitivne posledice za skupen evropski trg kapitala (Rebuilding Pensions, 1999, str. 3):

1. Ponudba dolgoročnih sredstev na kapitalskih trgih se bo povečala.
2. Izboljšale se bodo možnosti mednarodne razpršitve premoženja in s tem povezano zmanjšanje tveganja.
3. Pokojninski skladi bodo pripomogli k poglobitvi in večji likvidnosti kapitalskih trgov in s tem k dolgoročnim naložbam, gospodarski rasti, in oblikovanju novih delovnih mest.
4. Večja konkurenca med upravljavci skladov bo vodila k večji učinkovitosti in višjim profesionalnim standardom ter prispevala k večji učinkovitosti in transparentnosti gospodarskih družb.
5. Pokojninski skladi bodo pospešili razvoj in uvajanje finančnih inovacij ter nalaganje v novejša naložbene skupine kot se je zgodilo v ZDA.

1.2 POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV ZA DRŽAVO IN EKSISTENČNO VARNOST ZAVAROVANCEV

V zadnjih desetletjih se demografska struktura močno spreminja. Kvocient starostne odvisnosti (*elderly dependency ratio*)³ v večini držav narašča. V Evropski uniji je leta 1990 znašal 0.21 in naj bi do leta 2030 narasel na 0.40 (Davis, Steil, 2001, str. 44), podobno velja za ostale razvite države in države v razvoju. Na rast kvocienta odvisnosti sta vplivala dva demografska dejavnika: upadanje rodnosti in podaljševanje življenjske dobe.

V Veliki Britaniji je po drugi svetovni vojni povprečen moški živel še eno leto po upokojitvi, dandanes pa britanski upokojenci živijo v povprečju še 19 let (Rebuilding Pensions, 1999, str. 3). Demografske projekcije Svetovne banke kažejo, da naj bi življenjska doba žensk v državah G-7 do leta 2030 narasla na 90 let, življenjska doba moških pa na 83.3 leta (Davis, Steil, 2001, str. 44).

Delež pokojnin iz državnih pokojninskih blagajn (brez pokojnin iz pokojninskih skladov) naj bi do leta 2030 v večini držav Evropske unije (Belgija, Finska, Francija, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska) narasel s sedanjih povprečnih 10 % na 15-20 % BDP (Supplementary Pensions in the Single Market, 1997, str. 1). V anglosaksonskih državah bodo tovrstne finančne obremenitve zaradi dobro razvitih pokojninskih skladov bistveno manjše. Celotni

¹ Svetovalna hiša Pragma Consulting je za Evropsko komisijo pripravila obširno študijo z naslovom Rebuilding Pensions, v kateri je podala priporočila za delovanje evropskih pokojninskih skladov drugega stebra, oziroma predloge za izboljšanje njihovega delovanja in izhodišča za oblikovanje evropske direktive s tega področja.

² V napovedi so dokaj previdni, saj je do konca leta 2020 upoštevana povprečna letna nominalna rast 9 %, medtem ko je v obdobju od konca leta 1993 do konca leta 1997 povprečna letna rast sredstev evropskih pokojninskih skladov znašala 12.88 %.

³ Kvocient starostne odvisnosti je razmerje med številom prebivalcev, starejših od 60 let in številom prebivalcev v starostni dobi 20-59 let, oziroma razmerje med upokojeno in aktivno generacijo.

pokojninski stroški (države in pokojninskih skladov) naj bi leta 2030 znašali v Veliki Britaniji 5.5 % BDP, v ZDA 6.6 % BDP in v Kanadi 9.0 % BDP (Davis, Steil, 2001, str. 46).

Neugodni demografsko-fiskalni trendi silijo evropske države v reforme pokojninskih sistemov in pospeševanje naložbenega sistema na osnovi pokojninskih skladov, da bi s tem omilile težave starajočega se prebivalstva in razbremenile državno blagajno. V Evropski uniji si obetajo izboljšanje eksistenčne varnosti zavarovancev – članov skladov in prejemnikov dodatnih pokojnin s povečanjem deleža zaposlenih z dodatnim pokojninskim zavarovanjem iz 22 % leta 1993 na 60 % leta 2020 (Rebuilding Pensions, 1999, str. 2). Sistem pokojninskih skladov je manj odvisen od demografskih sprememb kot PAYG sistem. Upravljan je z »avtomatskim pilotom« - vsak posameznik nalaga prispevke na svoj osebni račun, zato je sistem po definiciji vedno pokrit in ga ni potrebno posebej prilagajati ob zmanjšanju rodnosti ali povečanju pričakovane življenjske dobe.

1.3 VLOGA POKOJNINSKIH SKLADOV KOT FINANČNIH POSREDNIKOV

Finančne posrednike po institucionalnem kriteriju razdelimo v skupino depozitnih finančnih institucij (banke, hranilnice) in skupino institucionalnih investitorjev, ki se nadalje deli na pogodbene finančne institucije in investicijske sklade. Pokojninski skladi spadajo podobno kot zavarovalnice med pogodbene finančne institucije, saj zbirajo prihranke varčevalcev na osnovi posebnih pogodbenih razmerij, ki so sklenjena med varčevalci (zavezanci) in pogodbeno finančno institucijo. Za razliko od investicijskih skladov, ki so čisti finančni posredniki, je njihova osnovna funkcija zagotavljanje primerne ravni finančnih sredstev v času posameznikove upokojitve, vloga finančnega posredništva pa se pojavlja vzporedno s tem (Igličar, 1992, str. 14-17).

Finančno-posredniška vloga pokojninskih skladov izhaja iz pogodbene zahteve po zagotavljanju ustreznih finančnih sredstev v času upokojitve zavarovancev. Da bi primerno oplemenitili prispevke sponzorjev, sredstva posojajo deficitnim gospodarskim celicam. Njihovo vlogo lahko zato ocenjujemo z vidika suficitnih in z vidika deficitnih gospodarskih celic, pri čemer velja opozoriti, da so navedene lastnosti v glavnem skupne tudi ostalim finančnim posrednikom.

Skladi nudijo zavarovancem novo možno obliko nalaganja prihrankov, ki ima vrsto prednosti pred neposrednim nalaganjem (npr. v vrednostne papirje). Pokojninski skladi podobno kot ostali institucionalni investitorji akumulirajo sredstva zavarovancev (malih investitorjev) in z ustrezno razpršitvijo naložb lahko dosežejo ugodnejše razmerje med tveganjem in donosnostjo. Zaradi specializiranosti in profesionalnega upravljanja ter izkoriščanja ekonomij obsega so njihovi transakcijski stroški manjši. Odlikuje jih boljši in relativno cenejši dostop do informacij, kot ga imajo zavarovanci sami. Z združevanjem prispevkov zavarovancev so sposobni deficitnim celicam zagotoviti velika sredstva za investicije.

Z vidika gospodarskih subjektov, ki povprašujejo po finančnih sredstvih, so pokojninski skladi morda celo pomembnejši. Zagotavljajo jim ogromne količine dolgoročnih finančnih sredstev in na trgih nastopajo kot protiutež ostalim finančnim institucijam, ki ponujajo kratkoročnejša finančna sredstva. Skladi na trgu nastopajo kot povpraševalci po dolgoročnih finančnih oblikah in vplivajo na zniževanje dolgoročnih obrestnih mer, kar spodbuja investicijsko dejavnost podjetij in vpliva na hitrejšo gospodarsko rast. Strokovnjaki tudi ocenjujejo, da se je zaradi večje vloge institucionalnih investitorjev na finančnih trgih povečala učinkovitost teh trgov. Institucionalni investitorji se namreč hitreje odzivajo na spremembe relativne donosnosti naložb od individualnih investitorjev. Institucionalni investitorji so tudi gonilna sila pri razvoju in uvajanju finančnih inovacij. Na razvitih trgih kapitala je (bil) opazen trend institucionalizacije lastništva vrednostnih papirjev, ki ima pomembne posledice na upravljanje podjetij. Institucionalne investitorje običajno bolj kot nadzor nad podjetji zanima donosnost posameznih naložb, zato v primeru težav pri poslovanju podjetja delnice tega podjetja preprosto prodajo.

1.4 VRSTE POKOJNINSKIH NAČRTOV⁴

Prvotno so bili pokojninski načrti zasnovani z namenom, da podjetja nagradijo delavce, ki so jim izkazali zvestobo in delali pri istem delodajalcu 25 in več let. Pokojnina je bila zato določena kot delež plače, pomnožen s številom let pri delodajalcu. Tako so nastali pokojninski načrti z določenimi pravicami. Zaradi spremenjenih okoliščin je postala koristnost tradicionalnih pokojninskih načrtov z določenimi pravicami v 1980-ih letih vprašljiva:

1. Delovna sila je postala vse bolj mobilna, zaradi zakonskih sprememb so postala obdobja za pridobitev pravice do pokojnine (*vesting rules*) krajša, motiv »nagrajevanja zaposlenih za dolgoletno zvestobo podjetju« je postajal vse manj pomemben.
2. Bolj izobrazena delovna sila je zahtevala večjo možnost soodločanja, osebnega nadzora in transparentnosti pri upravljanju pokojninskih skladov.
3. Pokojninski načrti z določenimi pravicami so delodajalcem nalagali velike zakonske obveznosti in stroške.
4. Manjša podjetja so postala vse pomembnejši segment delodajalcev v razvitih državah, zlasti v Severni Ameriki. Medtem ko večja podjetja lažje prenašajo zakonske obveznosti načrtov z določenimi pravicami, jih manjša niti niso pripravljena sprejeti.

Pojavljati se je začela alternativna oblika pokojninskih načrtov, ki je spretno rešila zgornje štiri probleme – načrti z določenimi prispevki. V ZDA je prišlo do razmaha teh pokojninskih načrtov z oblikovanjem načrta, imenovanega 401(k) plan leta 1978. V Veliki Britaniji se je zanimanje za tovrstne pokojninske načrte povečalo z uvedbo individualnega pokojninskega

⁴ Z izrazom *pokojninski načrt (pension plan)* označujemo dokument oziroma pogodbo, ki določa pogoje delovanja ter pravice in obveznosti vseh udeležencev v načrtu, medtem ko *pokojninski sklad (pension fund)* pomeni finančno institucijo, ki zbira prispevke delodajalcev in/ali delojemalcev ter z njimi upravlja z namenom zagotavljanja pokojnin, v ožjem smislu pa označuje tudi zbrana sredstva pokojninskega načrta. Pojma se v literaturi in vsakdanjih pogovorih pogosto zamenjujeta.

varčevanja leta 1988. V Avstraliji in Mehiki so postali pokojninski načrti z določenimi prispevki obvezni leta 1992. V Švici so se začeli pojavljati po letu 1985. Trend naraščanja števila pokojninskih načrtov z določenimi prispevki je opaziti v večini držav, kjer financiranje pokojnin vsaj delno temelji na kapitalskem principu.

Tabela 3: Delež pokojninskih načrtov (delodajalcev) z določenimi prispevki, glede na vse oblikovane pokojninske načrte (z določenimi prispevki in z določenimi pravicami).

	1998	2003 (ocena)
Avstrija	10	30
Belgija	45	60
Češka	100	100
Danska	90	95
Finska	0	2
Francija	40	50
Nemčija	10	12
Grčija	40	50
Madžarska	100	100
Irska	32	45
Italija	80	90
Nizozemska	5	8
Norveška	0	2
Portugalska	15	20
Španija	50	65
Švedska	50	75
Švica	50	60
Turčija	3	3
Velika Britanija	25	35
Kanada	80	80
ZDA	60	70
Avstralija	80	90
Japonska	0	10

Vir: Defined Contribution Retirement Plans Around the World, 1998, str. 29.

Tabela 3 prikazuje, kolikšen delež vseh oblikovanih pokojninskih načrtov v izbranih državah predstavljajo načrti z določenimi prispevki. Poudariti moram, da teh števil ne smemo enačiti z deležem zavarovancev, ki so vključeni v načrte z določenimi prispevki.

1.4.1 POKOJNINSKI NAČRTI Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRAVICAMI

Pokojninske načrte z vnaprej določenimi pravicami (*defined benefit plans*) običajno organizirajo podjetja (*sponsors*) za svoje zaposlene. Pri takšni obliki pokojninskega načrta se podjetje obveže, da bo svojemu zaposlenemu v času upokojitve zagotavljalo vnaprej določeno pokojnino. Višina pokojnine je odvisna od delovne dobe zaposlenega in višine plače ob upokojitvi ali zadnjih nekaj let pred upokojitvijo. Pokojnine se izplačujejo v obliki mesečnih, polletnih ali letnih anuitet vse do upravičenčeve smrti. Ker podjetje zaposlenemu jamči določeno višino pokojnine, je tudi dolžno poskrbeti za pokritje bodočih obveznosti

pokojninskega sklada, kakor jih izkazuje aktuarski izračun. Sponzorsko podjetje je torej tisto, ki v celoti prevzame naložbeno tveganje, zato tudi samo ali s pomočjo upravljavca vodi naložbeno politiko. V primeru nižje donosnosti od pričakovane sponzor poviša višino prispevkov, v primeru višje donosnosti pa prispevno stopnjo zniža, lahko pa si celo privoščiti prispevne počitnice (*contribution holidays*).

V povezavi z naložbenim tveganjem in donosnostjo sredstev se pojavlja tudi problem polnosti sklada. Sklad je namreč prepoln (*overfunded*), kadar je vrednost sredstev sklada višja od obveznosti (sedanje vrednosti obljubljenih pokojnin). V nasprotnem primer je sklad delno poln oziroma podkapitaliziran (*underfunded*).

Pomembna lastnost po kateri se pokojninski načrti z vnaprej določenimi pravicami razlikujejo od načrtov z vnaprej določenimi prispevki, je tudi pridobitev pravice do pokojnine (*vesting rules*). Le-ta pri načrtih z vnaprej določenimi pravicami ne nastopi ob vključitvi v načrt, temveč šele po določenem številu let članstva, npr. po petih letih. Če zaposleni pred potekom petih let zapusti podjetje, izgubi pravico do pokojnine. Prenos pokojninskih pravic je možen le, če sta tako stari kot tudi novi delodajalec del istega pokojninskega načrta.

1.4.2 POKOJNINSKI NAČRTI Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRISPEVKI

Pri pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki (*defined contribution plans*) se sponzorsko podjetje obveže, da bo za zaposlene vplačevalo v pokojninski sklad točno določeni znesek. Sredstva se zbirajo na osebnih računih članov, višina zbranih sredstev oziroma pokojnine pa je znana šele ob upokojitvi. Odvisna je od prispevkov s strani sponzorja, kot tudi od donosov nalaganja teh sredstev na finančnih trgih. Kadar so naložbeni donosi visoki, je pokojnina lahko bistveno višja, kot pri pokojninskem načrtu z vnaprej določenimi pravicami. Če so naložbeni donosi nizki ali če pride do zloma finančnih trgov tik pred upokojitvijo, je temu primerno nizka tudi pokojnina. Celotno naložbeno tveganje v tem primeru prevzamejo člani načrta, sponzorjeva obveznost je namreč le plačevanje prispevkov v sklad. To je tudi razlog, da imajo člani v teh skladi večji vpliv pri vodenju naložbene politike. V ZDA in Kanadi se pojavlja vse več pokojninskih načrtov z določenimi prispevki, v katerih člani sodelujejo pri oblikovanju naložbene politike (*employee-directed plans*) s tem da sami določajo kolikšen delež njihovih sredstev bo naložen v posamezno naložbeno skupino ali celo sami izbirajo specifične vrednostne papirje znotraj naložbene skupine (Logue, Rader, 1998, str.19).

Problem polnosti se pri pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki ne pojavlja, saj so za razliko od tistih z določenimi pravicami že po definiciji vedno polni (*fully funded*). Prednost teh načrtov je tudi pridobitev pravice do pokojnine takoj ob vključitvi v plan (pri načrtih z določenimi pravicami se ta pravica pridobi šele po določenem številu let članstva) in prosta prenosljivost sredstev na osebnem računu zavarovanca ob spremembi zaposlitve (*portability*).

2. NALOŽBENA POLITIKA

Naložbena politika (*investment policy*) pokojninskih skladov je pomembna iz več vidikov. V sklade se stekajo ogromna finančna sredstva, ki niso njihova last, zato morajo z njimi ravnati še posebej gospodarno. Z dobro naložbeno politiko skladi koristijo sebi, zavarovancem, sponzorjem, državi in nacionalnemu gospodarstvu. Uspešna naložbena politika namreč zagotavlja zavarovancem višje pokojnine ali znižanje prispevne stopnje, kar je ugodno tudi za sponzorje. Poleg tega pokojninskim skladom prinaša višji dobiček, za državo pomeni manjšo finančno obremenitev povezano s socialno varnostjo starejših ljudi, nacionalnemu gospodarstvu pa prinaša stabilizacijske učinke.

Teoretično lahko politiko nalaganja opredelimo kot kombinacijo filozofije in načrtovanja, oziroma kot kombinacijo zasledovanja določenih vrednot in doseganja specifičnih normativnih ciljev. Po eni strani izraža odnos upravljavcev sklada in sponzorjev do številnih pomembnih vprašanj v zvezi z upravljanjem sredstev. Kakšno je poslanstvo pokojninskega sklada? Kateri doseženi rezultati za sklad pomenijo uspeh? Do kolikšne mere naj se sklad izpostavi možnosti neuspeha? Kako oceniti uspešnost nalaganja? Po drugi strani predstavlja obliko dolgoročnega strateškega načrtovanja. Določa specifične cilje in način njihovega doseganja. V tem smislu naložbena politika vsebuje navodila in postopke za upravljanje pokojninskih sredstev. Dosledno izvajanje naložbene politike prinaša uspeh zaradi osredotočenosti na poslanstvo oziroma osnovne cilje pokojninskega sklada in zaradi kontinuitete izbranih naložbenih strategij.

Koristnost naložbene politike se pokaže zlasti v času neugodnih gospodarskih razmer. Takrat so sponzorji in upravljavci skladov v največji skušnjavi, da bi, v strahu pred še večjo katastrofo, spremenili sicer ustrezno naložbeno strategijo, kar pa se običajno izkaže za zelo drago. Zasledovanje dosledne naložbene politike v takšnih razmerah deluje stabilizacijsko. Upravljavce sili k premisleku, s kakšnim namenom je pravzaprav bila oblikovana in ali so bili trenutni neugodni tržni pogoji predvidljivi. Preprečuje hitre in nepremišljene spremembe naložbene strukture in spodbuja dolgoročno delovanje.

Stabilizacijsko deluje naložbena politika tudi v izrazito ugodnih tržnih razmerah, ko sponzorji in upravljavci ekstrapolirajo trenutne tržne pogoje v prihodnost in razmišljajo o bolj agresivnih naložbenih strategijah.

2.1 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA NALOŽBENO POLITIKO

Na naložbeno strategijo pokojninskih skladov vplivajo številni elementi (Fraser, Kolari, Rose, 1993, str. 639-643):

- Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov
- Davčna ureditev
- Pritiski s strani (uprave) sponzorskega podjetja

- Zrelost⁵ sklada (*maturity*) in obveznosti
- Omejitve

Pokojninski skladi imajo v primerjavi z ostalimi finančnimi posredniki stabilne in dobro predvidljive finančne tokove. Prilivi s strani delodajalcev in zaposlenih so pogodbene narave in zato zelo predvidljivi. Tudi za odlive v obliki pokojnin lahko trdimo, da so predvidljivi daleč vnaprej. Zaradi prezgodnjih smrti ali invalidnosti sicer prihaja do predčasnih dvigov sredstev iz pokojninskega sklada, vendar tovrstne zahteve predstavljajo zelo majhen delež finančnih tokov.

Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov ter dolgoročen značaj obveznosti sklada usmerjajo nalaganje sklada v dolgoročne finančne oblike. Prevladuje nalaganje v instrumente kapitalskega trga z najdaljšim rokom dospelja, kot so dolgoročne obveznice in delnice. Potrebe sklada po likvidnosti so ob ustanovitvi majhne, ko pa se stopnja zrelosti sklada povečuje, se povečujejo tudi potrebe po likvidnih sredstvih.

Davčni režim ima izjemno močan vpliv na privlačnost različnih oblik varčevanja. Predvsem po zaslugi davčnih olajšav je pokojninsko zavarovanje po svetu pogosto najbolj razširjena oblika varčevanja in najpomembnejši razlog za vrtočljivo rast pokojninskih skladov. Na Portugalskem se je dodatno pokojninsko zavarovanje razmahnilo po uvedbi ugodne davčne politike, na Novi Zelandiji pa drastično skrčilo, ko so bile olajšave ukinjene (Bešter, 1996, str. 45). Sredstva pokojninskih skladov so lahko obdavčena v treh fazah:

1. kot prispevki v pokojninski načrt
2. kot prihodki nalaganja sredstev pokojninskih skladov
3. kot izplačila pokojnin iz zbranih sredstev.

Za razvoj pokojninskih skladov so spodbudni zlasti tisti davčni režimi, ki ne obdavčujejo naložbenih prihodkov sklada. Tako v Evropski uniji kot tudi v državah OECD je najbolj pogost davčni režim EET⁶, pri katerem so obdavčene le pokojnine. Takšno davčno ureditev imajo v Evropski uniji Velika Britanija, Nizozemska, Danska, Finska, Belgija, Avstrija in Nemčija (Study on Pension Schemes of the Member States Of the European Union , 1999, str. 66-68), značilna pa je tudi za ZDA. Ker so davki odloženi in se plačujejo šele ob prejemu pokojnin, to posebej ugodno vpliva na razmah pokojninskega varčevanja. Velja namreč pravilo, da so davki v povprečju nižji, če so obdavčene pokojnine in ne prispevki v pokojninski načrt, saj so upokojenski prihodki praviloma nižji od zaslužkov v času aktivne dobe.

V nekaterih državah imajo prispevki v pokojninski načrt s strani delodajalcev drugačen davčni status od prispevkov zaposlenih. Kadar so prispevki delodajalcev v celoti neobdavčeni,

⁵ Pokojninski sklad je zrel (*mature*), ko je znesek vplačanih prispevkov približno enak znesku izplačanih pokojnin (Igličar, 1992, str.33). Z leti delovanja pokojninskega sklada namreč število pokojninskih upravičencev narašča, s tem pa tudi znesek izplačanih pokojnin.

⁶ EET: *Exempt, Exempt, Taxed* – davčni režim, v katerem so neobdavčeni prispevki in prihodki sklada, obdavčene pa so pokojnine.

prispevki zaposlenih pa so neobdavčeni le do določenega zneska, delodajalci prispevajo večji delež sredstev v sklade. V ZDA so delodajalci v zadnjih letih vplačali v pokojninske sklade kar 80 % vseh zbranih prispevkov (Fraser, Kolari, Rose, 1993, str. 640).

Neobdavčitev naložbenih prihodkov v času nalaganja pomembno vpliva na naložbeno politiko pokojninskih skladov. Dober primer za to so občinske obveznice (*municipal bonds*) v ZDA, ki niso obdavčene s strani države. Te obveznice so privlačne predvsem za investitorje, ki zapadejo v visoke mejne davčne razrede, medtem ko za pokojninske sklade ne pomenijo posebno privlačne naložbe.

Pomemben dejavnik, ki vpliva na naložbeno politiko zlasti pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi pravicami, so pritiski oziroma zahteve uprave sponzorskega podjetja po čim višjih donosih. Sponzorjem, ki nosijo naložbeno tveganje, to omogoča izpolnjevanje pokojninskih obveznosti z nižjimi stroški, saj višji naložbeni donosi ob enakih vnaprej določenih pokojninskih pravicah omogočajo znižanje prispevne stopnje.

Tovrstni pritiski so silili sklade v nalaganje precejšnega dela sredstev v navadne delnice⁷. V ZDA so institucionalni investitorji in med njimi pokojninski skladi plasirali precejšen del svojih sredstev tudi na trg privatnih izdaj (*private placement market*). Privatna izdaja je primerna za podjetja, ki se ne želijo evidentirati pri SEC⁸ in razkriti podatke širši javnosti. Običajno gre za manjša podjetja, podjetja s slabšo boniteto ali takšna, ki se jim mudi z zbiranjem sredstev. Skladi se za nalaganje na trgu privatnih izdaj odločajo predvsem zato, ker si običajno lahko zagotovijo višje stopnje donosa, saj so cene in stopnje donosa predmet medsebojnega dogovora med skladom in izdajateljskim podjetjem.

Obveznosti pokojninskih skladov tudi vplivajo na naložbeno usmeritev. V preteklosti so pokojninski načrti svojim članom obljubljali fiksno višino pokojnin, ki je bila določena ob upokojitvi in se v obdobju izplačevanja ni spreminjala. Inflacija je v času upokojitve zniževala realno vrednost pokojninskih prejemkov, zato so se začele pojavljati težnje po indeksaciji pokojnin. Države so se sicer sprva izogibale tovrstnim zakonskim predpisom, dandanes pa je vsaj delna indeksacija pokojnin uzakonjena v večini zahodnih držav. Pojavljati so se začele tudi variabilne anuitete oziroma pokojnine, za katere je značilno, da se spreminjajo v odvisnosti od naložbenih donosov pokojninskih prispevkov pred upokojitvijo in po njej.

Variabilnim anuitetam ustrezajo naložbe v delnice. V nasprotju z njimi fiksne anuitete zahtevajo naložbeno politiko, ki je osredotočena na instrumente, ki prinašajo fiksen dohodek. Seveda pa to ne pomeni, da naj sklad ves čas drži premoženje v obveznicah. V času akumulacije sredstev lahko sklad drži premoženje v lastniških vrednostnih papirjih, ob upokojitvi pa ga preoblikuje v naložbe s fiksnim donosom.

⁷ Navadna ali redna delnica je lastniški vrednostni papir, ki nima roka dospelja in za katero ne obstaja vnaprej določena stopnja donosa. Za razliko od prednostne delnice je višina dividende močno odvisna od uspešnosti poslovanja podjetja. (Več o vzrokih za vlaganje sredstev v delnice glej v poglavju 2.4.1)

⁸ SEC: *Securities and Exchange Commission* – Komisija za vrednostne papirje v ZDA, pri kateri morajo biti evidentirane vse javne izdaje vrednostnih papirjev.

Tudi zrelost pokojninskega sklada (*maturity*) vpliva na naložbeno strukturo. Ko se sklad približuje zrelosti, skuša s spremembo sestave naložbenega portfelja zmanjšati tveganje. To je še posebej primerno pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi prispevki, kjer člani v celoti prevzamejo naložbeno tveganje. Če pride do zloma finančnih trgov tik pred upokojitvijo, ima to zanje lahko hude in neprijetne posledice. Temu se je mogoče izogniti z naložbami v manj tvegana sredstva.

Pri oblikovanju naložbene politike morajo skladi upoštevati tudi določene omejitve. Nekatere omejitve izhajajo iz statotov ali ustanovnih listin skladov in se razlikujejo od sklada do sklada. Pomemben vpliv na nalaganje pokojninskih skladov ima tudi zakonska regulativa, zlasti v državah, ki določajo minimalne ali maksimalne deleže posameznih naložbenih skupin v portfelju skladov (več o tem v 3. poglavju).

2.2 SESTAVINE NALOŽBENE POLITIKE

Interpretacije o tem, kaj vse spada k naložbeni politiki pokojninskega sklada se močno razlikujejo. Delno glede na to, za kakšno vrsto pokojninskega sklada oziroma načrta gre (za pokojninski sklad z določenimi pravicami ali pokojninski sklad z določenimi prispevki), delno zaradi različnih prioritiet oblikovalcev naložbene politike, delno zaradi razlik v državni regulativi tega področja. Tudi strokovna literatura ne daje enotnega odgovora na to vprašanje. Če strnem priporočila različnih avtorjev (Logue in Rader, Fabozzi, Ambachtsheer), naj bi bili v naložbeni politiki opredeljeni vsaj naslednji elementi:

- poslanstvo sklada
- odnos do tveganja in pričakovana donosnost
- konkretni naložbeni cilji
- morebitne omejitve pri nalaganju
- način investiranja
- strateška razporeditev sredstev
- višina upravljaljskih provizij

2.2.1 CILJI oz. POSLANSTVO SKLADA

Upravljanje sklada se začne s tehtnim premislekom o namenu oziroma ciljnih sklada (*fund's mission*). Kaj skuša sklad, oziroma njegov sponzor doseči? Kaj pričakujejo zavarovanci?

V osnovi skušajo sponzorji z oblikovanjem pokojninskega sklada zagotoviti pokojnine za svoje zaposlene. Vendar vse ni tako preprosto. Zaplete se že pri tem, kako sponzorji definirajo svoje obveznosti do članov sklada. Nekateri vidijo svoje obveznosti zelo ozko: pravice, izračunane kot je določeno v pogodbi, brez možnosti kakršnihkoli prihodnjih prilagoditev. Drugi svoje obveznosti določijo bolj široko: pravice, ki upoštevajo tudi nominalno rast cen. V

praksi so definicije poslanstva zelo različne. Od zelo preprostih in splošnih do takih z zelo specifično določenimi cilji.

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

1. Kakšen je namen sklada? Zagotavljanje pokojninskih pravic članom; ali so še drugi cilji, npr. s pomočjo visokih donosov zagotoviti sponzorju finančne prednosti pred ostalimi sponzorji (istega tipa).
2. Na koga naložbeni donosi vplivajo in v kolikšni meri?
3. Ali je cilj sklada minimizacija tveganja in stroškov (*risk controlling*) ali maksimizacija stopnje donosov (*return maximization*)?

Poslanstvo (oziroma cilj) sklada predstavlja okvir za oblikovanje naložbene politike. Ostale sestavine naložbene politike namreč pomagajo pri izvrševanju poslanstva.

2.2.2 TVEGANJE IN PRIČAKOVANA DONOSNOST PREMOŽENJA

Pri oblikovanju naložbene politike obravnavamo tveganje kot možnost, da pokojninskemu skladu ne bo uspelo izpolniti poslanstva sklada. Pokojninski skladi, ki imajo različno definirano poslanstvo, bodo tudi zelo različno interpretirali tveganost določene strateške razporeditve premoženja.

Odnos oziroma nagnjenost do tveganja (*risk tolerance*) kaže pripravljenost sponzorja na neuspeh pri doseganju ciljev sklada. Sponzor, ki tveganju ni naklonjen, bo ob enaki strateški razporeditvi premoženja in tveganju zahteval višjo pričakovano donosnost kot sponzor, ki je tveganju bolj naklonjen.

Na nagnjenost do tveganja in posledično sposobnost izbrati realistično ciljno donosnost (*return target*) vplivajo številni dejavniki, ki se razlikujejo glede na obliko pokojninskega sklada oziroma načrta. Pri pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi pravicami na nagnjenost do tveganja vplivajo (Logue, Rader, 1998, str. 88):

- finančna moč sponzorja,
- stopnja polnosti sklada (*funding status*),
- narava pokojninskih obveznosti.

Pri pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki, v katerih člani sooblikujejo naložbeno politiko, je odnos do tveganja odvisen od:

- načina zbiranja prispevkov,
- časa do upokojitve,
- plače oziroma premoženja članov,
- individualnih prioritet.

Pokojninski sklad mora določiti, kaj je zanj tvegano in kolikšno tveganje oziroma spremenljivost donosov je pripravljen tolerirati. Če je sponzor pripravljen sprejeti nizko

naložbeno tveganje, mora to jasno določiti v naložbeni politiki s količinskimi merili (beta⁹ premoženja/posameznih naložbenih skupin, povprečni čas vezave), natančno mora biti določena tudi še sprejemljiva izpostavljenost posameznim naložbenim skupinam. Sponzorji, katerih poslovna uspešnost temelji na določenih cikličnih dejavnikih, morajo v naložbeni politiki preprečiti izpostavljanje pokojninskega sklada istim cikličnim dejavnikom in spodbuditi nalaganje sredstev v naložbe, ki prinašajo visoko donosnost v času, ko sponzor posluje slabše.

Najosnovnejši cilj finančnega investiranja je doseganje optimalnega razmerja med tveganjem in donosnostjo (*risk-return trade-off*) z razporeditvijo premoženja v primerno razpršene kombinacije naložb. Tehnično gledano je pogoj za doseg optimalnega razmerja določitev meje racionalnih kombinacij deležev posameznih tveganih naložb (*the frontier of efficient portfolios*), za katero velja, da ni možno doseči višje donosnosti brez večjega tveganja ali zmanjšati tveganje brez zmanjšanja donosnosti.

2.2.3 NALOŽBENI CILJI

Z naložbenimi cilji (*investment objectives*) so identificirani rezultati upravljanja s portfeljem, ki jih sponzor ocenjuje kot uspešne. Za razliko od zelo splošne definicije poslanstva sklada vsebujejo naložbeni cilji natančen seznam kvantitativno določenih rezultatov, ki naj bi jih sklad v določenem časovnem intervalu dosegel. Sponzor lahko naložbene cilje določi na ravni celotnega sklada, na ravni naložbenih skupin ali za vsakega naložbenega managerja posebej. Izvajanje naložbene politike je olajšano, če naložbeni cilji zadostijo naslednjim kriterijem (Fabozzi, 1997, str. 21-22):

- so jasno določeni in izmerljivi.
- so skladni s poslanstvom sklada.
- odražajo sponzorjev odnos do tveganja.

Pri oblikovanju naložbene politike imajo naložbeni cilji tako prospektivno kot tudi retrospektivno funkcijo. V začetni fazi služijo kot okvir za določitev strukture premoženja (*asset mix*) in izbiro naložbenih managerjev. Če je cilj nalaganja doseganje pozitivne realne stopnje donosa, bo to zahtevalo strukturo premoženja s precejšnjim deležem lastniških vrednostnih papirjev. Podobno velja, da je možno premagati različne tržne indekse (*to outperform market indices*) le z aktivnim načinom investiranja. Hkrati natančno določeni naložbeni cilji tudi olajšajo proces ocenjevanja uspešnosti nalaganja.

⁹ Obseg sistematičnega tveganja

2.2.4 NAČIN INVESTIRANJA

Pomembna naložbena odločitev je tudi način investiranja. Potrebno je odločiti ali bodo sredstva nalagali aktivno in skušali »premagati« trg (*to beat the market*) ali pa bodo ubrali strategijo pasivnega investiranja in skušali »biti« trg (*to be the market*).

Izbira strategije je odvisna predvsem od tega, kako sponzor in upravljavci gledajo na učinkovitost trga, na katerem poslujejo. Med zagovorniki aktivnega in pasivnega načina finančnega investiranja namreč že desetletja poteka živahna polemika. Bistveno za razumevanje spora je poznavanje hipoteze o učinkovitosti trga kapitala (*efficient market hypothesis*). Temeljna predpostavka hipoteze je, da tržne cene vrednostnih papirjev in posameznih naložbenih skupin v vsakem trenutku odražajo vse razpoložljive informacije¹⁰. Nove informacije prihajajo naključno, zato jih ne moremo predvidevati. Velja tudi, da se ob nastopu novih informacij cene v trenutku prilagodijo, tako da ni priložnosti za dodatne zasluge. Na učinkovitem trgu kapitala so torej vrednostni papirji pravilno ocenjeni in ustvarjajo donosnost, ki je v skladu z njihovim tveganjem.

Oblikovalci naložbene politike (sponzor, upravljavci sklada) morajo skrbno pretehtati svoje mnenje o učinkovitosti trgov in se odločiti kolikšen del premoženja bodo namenili aktivnemu in kolikšen pasivnemu finančnemu investiranju.

2.2.5.1 Pasivni način investiranja

Zagovorniki pasivnih naložbenih strategij podpirajo hipotezo o učinkovitosti trga kapitala. Ne ukvarjajo se z iskanjem precenjenih ali podcenjenih vrednostnih papirjev ter z napovedovanjem splošnih tržnih gibanj, saj je po njihovem mnenju na dolgi rok nemogoče dosegati nadpovprečne donose; še zlasti zato ne, ker pogosto trgovanje z vrednostnimi papirji povzroča višje transakcijske stroške in negativne davčne učinke (Kleindienst, 2001, str. 77). Cilj pasivnega nalaganja je sestaviti premoženje, ki ustreza načrtovanemu naložbenemu tveganju in pričakovanjem glede donosnosti. Edina res pomembna naložbena odločitev je oblikovanje strateške razporeditve premoženja. Ko naložbeni manager premoženje strateško razporedi, opravlja zelo malo transakcij z njim. V prid pasivnemu finančnemu investiranju so tudi precej nižji stroški od stroškov aktivno upravljanega premoženja. Nižji transakcijski stroški in provizije so posledica majhnega obsega transakcij in enostavnosti upravljanja premoženja.

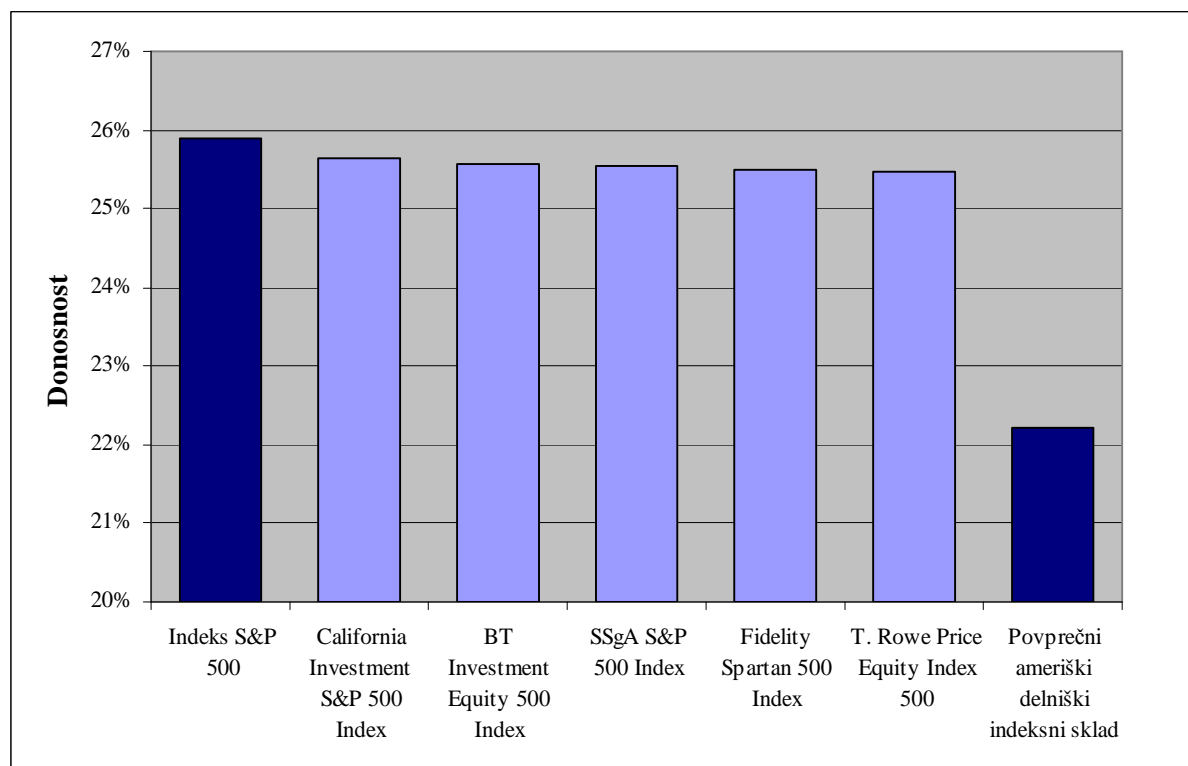
Pasivno finančno investiranje se v najbolj čisti obliki izvaja z metodo indeksiranja (*indexing*). Pri tej metodi pokojninski sklad razporedi določen del premoženja v delnice ali obveznice v

¹⁰ Ločimo tri različice hipoteze o učinkovitosti trga kapitala. *Šibka oblika* trdi, da investitor na more doseči večjega donosa svojih finančnih naložb na osnovi informacij o preteklih cenah in donosnostih vrednostnih papirjev. *Srednje močna oblika* trdi, da ni mogoče doseči večjega donosa na osnovi katerihkoli javno razpoložljivih informacijah. *Močna oblika hipoteze* trdi, da ne moremo doseči večjega donosa niti na osnovi katerihkoli informacij. Empirične analize dokazujejo, da imajo trgi kapitala v finančno najbolj razvitih državah srednje močno obliko učinkovitosti (Mramor, 1991, str. 87).

povsem enaki ali vsaj zelo podobni sestavi, kot jo ima določen borzni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo¹¹. Cilj nalaganja je, da se doseže enaka donosnost, kot jo bo dosegel borzni indeks.

Najbolj razširjen način uporabe metode indeksiranja je nalaganje premoženja v indeksne investicijske sklade. Le-ti svoje premoženje oblikujejo v skoraj natančno enaki sestavi, kot jo ima določen borzni indeks, kar zagotavlja visoko stopnjo razpršitve premoženja. Ko pokojninski sklad kupi točke teh investicijskih skladov, postane sorazmerni lastnik vseh delnic v lasti sklada. Donosnost teh skladov pred stroški je skoraj natančno enaka donosnosti izbranega borznega indeksa. Pomembna prednost indeksnih investicijskih skladov pred aktivno upravljanimi so predvsem razmeroma nizki stroški upravljanja (Kleindienst, 2001, str. 455). V ZDA se največ (več kot sto) vzajemnih skladov glasi na borzni indeks Standard & Poor's 500 Composite Stock Price Index, ki vsebuje 500 delnic največjih ameriških podjetij.

Slika 1: Celotna donosnost borznega indeksa S&P 500 in najdonosnejših indeksnih skladov, vezanih na indeks S&P 500 v zadnjih petih letih.



Vir: Kleindienst, 2001, str. 459.

2.2.5.2 Aktivni način investiranja

Aktivne naložbene strategije zavračajo hipotezo o učinkovitosti trga kapitala in predpostavljajo, da so trgi dovolj neučinkoviti, da omogočajo doseganje nadpovprečne donosnosti premoženja z iskanjem napačno ovrednotenih vrednostnih papirjev, sektorjev ali trgov. Uspešnost nalaganja skušajo izboljšati s povečevanjem deležev naložbenih skupin, ki

¹¹ Tržno kapitalizacijo delnic posameznega izdajatelja izračunamo tako, da število njegovih delnic, ki kotirajo na organiziranem trgu, pomnožimo s tečajem.

so v določenem trenutku podcenjene, in z zmanjševanjem precenjenih naložbenih skupin. Obseg transakcij, ki jih zahteva aktivno razporejanje premoženja je precej večji od obsega transakcij pasivne razporeditve premoženja. Eden glavnih problemov, s katerimi se soočajo aktivni investitorji, so zato transakcijski stroški. Ti vključujejo predvsem provizije borznim posrednikom, razliko med prodajno in nakupno ceno ter spremembe cen, ki so posledica velikosti transakcij. Poleg tega aktivno upravljanje premoženja zahteva bolj poglobljeno analizo trga kot pasivno upravljanje, kar povečuje stroške upravljanja. Večji transakcijski stroški in stroški upravljanja zmanjšujejo uspešnost aktivno upravljanih skladov glede na pasivno upravljanje, saj investitorje zanima le neto donosnost premoženja (Kleindienst, 1996, str. 32).

Tudi aktivno finančno investiranje se prične z določitvijo strateške razporeditve premoženja, vendar naložbeni managerji na lovu za višjimi donosnostmi strukturo premoženja brez oklevanja spreminjajo. Temeljni metodi aktivnega finančnega investiranja sta taktična razporeditev premoženja in tempiranje trga. Gre za dinamični in kratkoročni strategiji.

Taktična razporeditev oziroma taktična alokacija premoženja (*tactical asset allocation*) predpostavlja, da se cene naložb gibljejo okoli ravnotežnih vrednosti. V primeru, da se kratkoročne tržne (o)cene razlikujejo od dolgoročnih, se taktični investitorji odločajo za (kratkoročen) odmik (strukture premoženja) od strateške razporeditve premoženja.

Struktura premoženja taktične razporeditve se razlikuje od strateške le v okviru vnaprej določenih aktivnih razponov. To so največji in najmanjši dovoljeni deleži posameznih naložbenih skupin v celotnem premoženju ali drugače povedano, maksimalna dovoljena odstopanja posameznih naložbenih skupin od strateške razporeditve premoženja. Njihova širina je odvisna od investitorjeve nagnjenosti k tveganju. Premoženjski deleži posameznih naložbenih skupin so navzdol omejeni s spodnjimi mejami aktivnih razponov, kar pomeni, da premoženje v vsakem trenutku vsebuje vse naložbene skupine, opredeljene s strateško razporeditvijo premoženja (Kleindienst, 1996, str. 19).

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

Če se sponzor in upravljavec pokojninskega načrta odločita za izvajanje taktične razporeditve premoženja, morata (v naložbeni politiki) natančno opredeliti aktivne razpone in izbrati odločitveni model, s pomočjo katerega bo potekalo odločanje o nakupih ali prodajah posameznih naložb in o spremembah deležev posameznih naložbenih skupin (v strukturi celotnega premoženja).

Tempiranje trga (*market timing*) je kratkoročna strategija, pri kateri se investitor ne odloča med aktivnim vlaganjem v posamezne vrednostne papirje, temveč samo o tem, v katere

osnovne skupine finančnih naložb bo v določenem obdobju vlagal premoženje. Metoda skuša na osnovi analize tržnih trendov napovedati obrate trga in jih izkoristiti. V najbolj čisti obliki pomeni odločanje o tem, kolikšen delež investirati na trg delnic in kolikšen v netvegano naložbo v posameznih časovnih obdobjih, lahko pa se investitor odloči za uporabo tempiranja trga na več delih finančnega trga hkrati, kar poveča možne pridobitve tempiranja trga (Kleindienst, 1996, str. 29). Če na primer pričakuje, da bo splošna rast tečajev delnic v določenem obdobju večja od donosnosti bančnih vlog, bo večino premoženja v tem obdobju naložil v delnice.

Pri nalaganju premoženja z metodo tempiranja trga je cilj maksimizacija donosnosti premoženja, pri čemer tveganje ni pomembno. Omejitve v obliki aktivnih razponov se ne uporabljajo, zato se deleži posameznih naložbenih skupin lahko gibljejo med 0 in 100 %. Število oziroma pogostost transakcij je pri tempiranju trga na splošno večje od števila transakcij pri taktični razporeditvi premoženja. Uspešnost tempiranja trga se meri na podlagi primerjave stopnje donosa naloženega premoženja s stopnjo donosa trga delnic v določenem (kratkoročnem) obdobju.

2.2.6 STRATEŠKA RAZPOREDITEV PREMOŽENJA

Obsežne študije, ki so jih izvedli v tujini, so pokazale, da strateška razporeditev premoženja (*strategic asset allocation*) določa kar med 90 in 95 odstotki celotne dolgoročne donosnosti in tveganja finančnega premoženja (Kleindienst, 2001, str. 34). Izbira posameznih naložb bo skupaj z drugimi odločitvami, ki jih bosta sprejela sponzor pokojninskega načrta in njegov upravljavec, vplivala le na slabih 10 odstotkov celotne donosnosti naloženega premoženja, kar tem odločitvam pripisuje zelo majhen pomen.

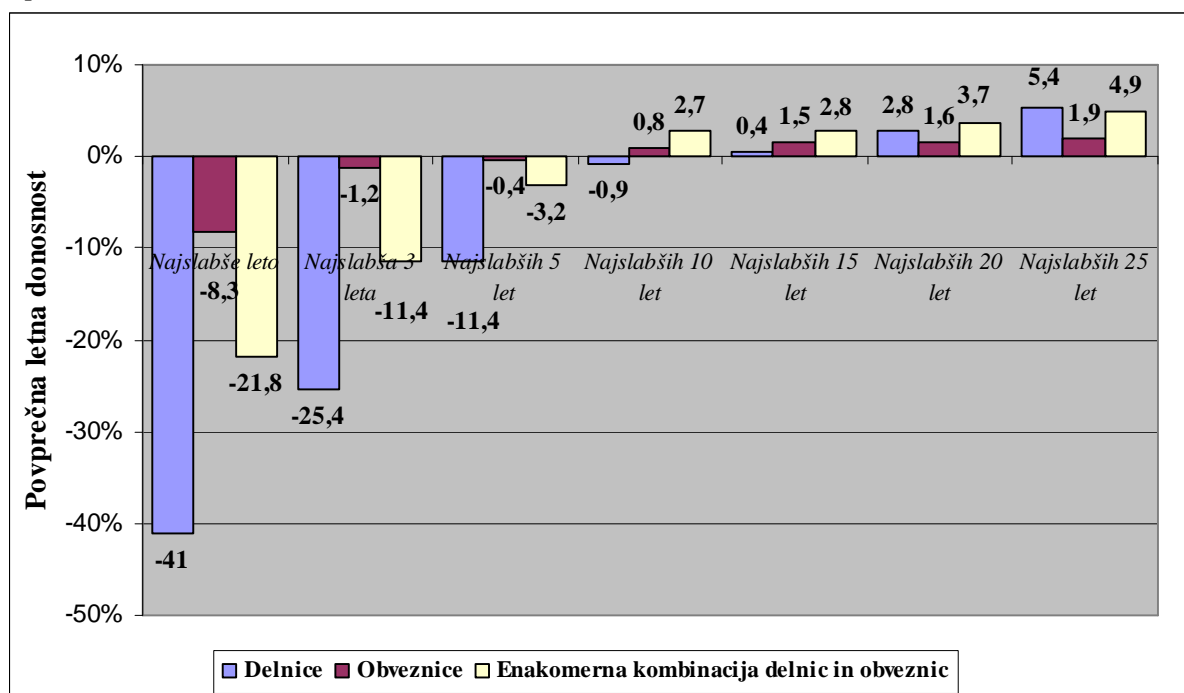
Cilj strateške razporeditve premoženja je razporediti premoženje med posamezne skupine finančnih naložb na način, ki bo pokojninskemu skladu dolgoročno zagotovil najustreznejšo kombinacijo med pričakovano donosnostjo in zanj sprejemljivim tveganjem. Pri tem gre predvsem za odločanje o tem, kolikšen delež premoženja plemeniti v posameznih naložbenih skupinah.

Donosnost posameznih naložbenih skupin se v različnih obdobjih razlikuje. Ker stopnja povezave ali korelacije med donosnostjo različnih naložbenih skupin (npr. Delnic in obveznic, obveznic in denarnih rezerv) skozi čas ni popolna, skladi s kombiniranjem različnih naložbenih skupin pomembno zmanjšajo tveganje, ne da bi se pri tem odpovedali delu pričakovane donosnosti.

Kako blagodejni so na primer učinki kombiniranja delnic in obveznic (princip velja tudi za kombinacije drugih naložbenih skupin), je razvidno iz slike 2, ki kaže najnižje povprečne letne donosnosti ameriških delnic, ameriških obveznic in premoženja, enakomerno razporejenega v ameriške delnice in ameriške dolgoročne državne obveznice v posameznih obdobjih med letoma 1927 in 1999. Iz slike 2 je razvidno, da so imele delnice (-41 %) v

najslabšem letu skoraj za 20 odstotnih točk slabšo donosnost kot kombinirano premoženje (-21.8 %). Koristnost kombiniranja delnic in obveznic pride do izraza še posebej v časovnih obdobjih, daljših od desetih let. Donosnost, ki jo je premoženje iz kombinacije delnic in obveznic prineslo investitorju v najslabšem desetletnem obdobju, je znašala 2.7 %, kar je več, kot so v najslabšem desetletnem obdobju prinesle samo delnice (-0.9 %) ali samo obveznice (0.8 %). Kleindienst (2001, str. 73) poudarja, da se obravnavani podatki sicer nanašajo na ameriški trg kapitala, vendar lahko podobne učinke investitorji dosežejo s kombinacijo različnih naložbenih skupin na kateremkoli trgu kapitala.

Slika 2: Najnižja povprečna letna donosnost, ki so jo ameriške delnice, ameriške dolgoročne državne obveznice in premoženje iz njune enakomerne kombinacije prinesli v posameznih zaporednih časovnih intervalih med letoma 1927 in 1999.



Vir: Kleindienst, 2001, str. 39 in str. 73.

Proces strateške razporeditve premoženja sestoji iz naslednjih korakov (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 817):

1. Opredelitev naložbenih skupin, ki so primerne za vključitev v premoženje.
2. Opredelitev pričakovanj trga.
3. Iskanje optimalne sestave (tveganega) premoženja (*optimal asset mix*).

Osnovne naložbene skupine, ki jih skladi običajno štejejo kot primerne za vključitev v premoženje, so delnice, obveznice, instrumenti denarnega trga ter nepremičnine. Temu seznamu lahko dodamo tudi nekatere bolj eksotične oziroma netradicionalne premoženjske oblike, kot so dragocene kovine, nalaganje na razvijajoče se trge (*emerging markets*), plasiranje sredstev na trg privatnih izdaj, vendar nalaganje v tovrstne naložbe zahteva dodatna znanja in ustvarja dodatna tveganja, zaradi česar skladi v te naložbe plasirajo v povprečju zelo majhen del premoženja.

2.3 IZJAVA O NALOŽBENI POLITIKI oz. NAČELIH

Američani izjavo o naložbeni politiki poznajo že od sprejetja zakona ERISA¹² leta 1974 in jo imenujejo *Investment Policy Statement* (IPS). V Veliki Britaniji se je pojavila z dopolnitvijo pokojninskega zakona leta 1995 (UK Pension Act 1995), v Švici jo zahtevajo od aprila 1997. Pragma Consulting jo v svoji študiji (Rebuilding Pensions) imenuje *Statement of Investment Principles* (SIP). Oblikovanje te izjave je eno »najtoplejših« priporočil omenjene študije.

Izjava o naložbeni politiki je dokument, ki ga v pisni obliki pripravi uprava pokojninskega sklada in v katerem pojasni svoj dolgoročni odnos do tveganja, naložbene cilje, strateško razporeditev premoženja in podobno. Pri oblikovanju izjave o naložbeni politiki lahko uprava poišče pomoč lastnih ali zunanjih strokovnjakov, vendar jo mora v končni fazi napisati in podpisati sama. Dolžina dokumenta se v anglosaksonskih državah od sklada do sklada zelo razlikuje: od enega odstavka do dvajset in več strani.

Po priporočilih Pragma Consulting naj bi (bodoča) evropska direktiva od pokojninskih skladov zahtevala, da v izjavo o naložbeni politiki vključijo vsaj naslednje osnovne elemente (Rebuilding Pensions, 1999, str. 24):

1. Pojasnitev, kakšen je odnos do tveganja uprave pokojninskega sklada, kako bodo tveganje nadzorovali in z njim upravljali.
2. Predstavitev strateške razporeditve sredstev in načrtovane donosnosti (*return objectives*) ob upoštevanju obveznosti sklada in tržnih razmer v času oblikovanja izjave in s triletnim časovnim horizontom.
3. Načela preudarnosti, ki jih bo uprava upoštevala.

V anglosaksonskih državah izjave običajno vsebujejo tudi (Fabozzi, 1997, str. 28):

1. Prikaz razdelitve pooblastil in odgovornosti med različnimi skupinami odločanja, kot so uprava, aktuarji, upravljavci naložb in osebje sklada.
2. Opis strategij, vezanih na določeno vrsto naložb.
3. Pojasnitev razlogov, zaradi katerih so bile posamezne naložbene strategije izbrane.

Oblikovanje izjave ni samo sebi namen. Zagotavlja visoko stopnjo razkritja poslovanja in odgovornosti uprave. Poleg tega olajšuje komunikacijo v zvezi z naložbeno politiko znotraj sklada in navzven ter preprečuje zmedo glede njene interpretacije. Omogoča nemoteno izvajanje naložbene politike tudi v času menjave osebja v pokojninskem skladu ali sponzorskem podjetju, saj daje novozaposlenim jasen vpogled v dolgoročne cilje sklada in strategije za doseg le-teh. Služi tudi kot standard glede na katerega se ocenjuje primernost sprememb politike nalaganja (Fabozzi, 1997, str. 29).

Pragma priporoča, naj izjavo oblikujejo prav vsi pokojninski skladi, ne glede na obliko pokojninskega načrta. Pri pokojninskih načrtih z določenimi prispevki je celo bolj zaželjena,

¹² ERISA - *The Employee Retirement Income Security Act*. (več o tem v poglavju 3.1)

saj se tveganje, ki ga nase prevzamejo člani načrta razlikuje od tveganja pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi pravicami. Poudarjajo tudi, da mora biti zaradi transparentnosti izjava na voljo (na osnovi zahteve) zavarovancem in nadzornim oblastem.

2.4 OSNOVNE NALOŽBENE SKUPINE POKOJNINSKIH SKLADOV

Osnovne naložbene skupine pokojninskih skladov sestojijo iz domačih in tujih delnic in obveznic, likvidnih naložb, nepremičnin. Bolj eksotične naložbe kot so zlato, tvegani kapital, umetniška dela, kmetijska in gozdna posest v povprečju predstavljajo majhen delež celotnega premoženja skladov.

V nadaljevanju bom pojasnila osnovne karakteristike najpomembnejših naložbenih skupin. Skušala bom utemeljiti, zakaj skladi pravzaprav nalagajo premoženje v določeno naložbeno skupino, oziroma kaj skušajo z nalaganjem sredstev vanjo doseči. Pojasnila bom tudi, v kakšni situaciji je posamezna naložbena skupina za določen sklad še posebej privlačna.

2.4.1 DELNICE

Kljub visoki stopnji tveganja zavzemajo delnice med dolgoročnimi sredstvi pokojninskih skladov pomemben delež. Teorija o premiji za tveganje (*equity risk premium*) trdi, da so investitorji z višjo povprečno donosnostjo nagrajeni za sprejemanje višje stopnje tveganja. Dolgoročno gledano delnice namreč prinašajo med vsemi naložbami najvišjo donosnost. Donosnost delnic je z nekaj izjemami (na primer na začetku 70-ih let) največ prispevala k celotni donosnosti pokojninskih skladov.

Ameriške delnice velikih podjetij (*large stocks*) so v obdobju med letoma 1926 in 1998 dosegle kar 7 odstotnih točk višjo povprečno letno donosnost kot obveznice, britanske delnice pa so med letoma 1919 in 1998 prekosile obveznice v povprečju za 6 odstotnih točk na leto (Rebuilding Pensions, 1999, str. 17). Delnice malih podjetij¹³ (*small stocks*) v ZDA so v obdobju med letoma 1926 in 1996 dosegle v povprečju na leto kar za več kot 13.5 odstotnih točk višjo donosnost od dolgoročnih državnih obveznic (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 135). Podobno so tudi v drugih evropskih državah delnice na dolgi rok dosegle višjo donosnost kot državne obveznice.

Ob upoštevanju predpostavke, da je pričakovana splošna letna donosnost delnic približno 5 odstotnih točk višja od pričakovane donosnosti dolgoročnih obveznic, lahko zavarovanec, ki varčuje v pokojninskem skladu, ki v delnice razporedi 60 odstotkov premoženja (preostanek pa v obveznice), pričakuje, da bo prejemal polovico višjo pokojnino od zavarovanca, ki

¹³ Delnice malih podjetij predstavlja najnižjih 20 odstotkov vseh podjetij na NYSE glede na tržno kapitalizacijo. Od leta 1982 so v ta portfelj vključene tudi delnice manjših podjetij iz Nasdaq-a in Amex-a. Portfelj vsebuje približno 2000 delnic podjetij s povprečno tržno kapitalizacijo 100 milijonov ameriških dolarjev.

varčuje v skladu, ki v delnice razporedi le približno 20 odstotkov premoženja (Kleindienst, 2000, str. 18).

Tabela 4: Razlika med povprečno letno donosnostjo delnic in državnih obveznic na domačih trgih nekaterih evropskih držav v odstotnih točkah.

1970 – 1998 (29 let)		1984 – 1998 (15 let)	
Nizozemska	5.92	Švica	9.88
Francija	4.97	Belgija	9.09
Velika Britanija	3.95	Nizozemska	7.18
Nemčija	1.48	Nemčija	4.36
		Švedska	4.32
		Velika Britanija	3.67
		Francija	3.12
		Italija	0.95
Za primerjavo:		Za primerjavo:	
ZDA	4.79	ZDA	5.29
Japonska	1.92	Japonska	-3.32

Vir: Rebuilding Pensions, 1999, str. 17.

Višja stopnja tveganja, ki se pojavlja pri naložbah v posamezne delnice, se lahko z ustrezno razpršitvijo naložb do določene mere odpravi. Zmanjšanje tveganja gre na račun nesistematičnega tveganja¹⁴ posameznih vrednostnih papirjev. To tveganje tako v Sloveniji kot na tujih trgih kapitala tvori približno polovico celotnega tveganja povprečne delnice. Empirične študije so pokazale, da je na ameriškem trgu kapitala moč celotno tveganje delniškega portfelja zmanjšati v povprečju za 45 odstotkov že z vključitvijo v premoženje delnice desetih naključno izbranih podjetij. Na Ljubljanski borzi je bilo v preteklosti (analiza se nanaša na obdobje od sredine leta 1997 do sredine leta 1999) možno z razporeditvijo premoženja v delnice deset največjih izdajateljev zmanjšati celotno naložbeno tveganje za 38 odstotkov (Kleindienst, 2001, str. 99-100). Sistematičnega tveganja¹⁵, ki je povezano s splošnimi makroekonomskimi dejavniki v gospodarstvu, investitorji z razpršitvijo premoženja (na domačih finančnih trgih) ne morejo odpraviti. Delno se ga lahko zmanjša le z nalaganjem na tuje trge kapitala.

2.4.2 OBVEZNICE

Obveznice in ostale naložbe s stalnim donosom so najpomembnejša alternativa delnicam. Skladi nalagajo premoženje v državne obveznice zaradi njihove varnosti in likvidnosti, medtem ko je donosnost nižja kot pri bolj tveganih delnicah. Ker so obveznice varna, čeprav

¹⁴ Tveganje vrednostnega papirja je sestavljeno iz sistematičnega in nesistematičnega tveganja. Slednje povzročajo dejavniki, ki so specifični za posamezno podjetje in na druga podjetja bodisi nimajo vpliva bodisi vplivajo drugače kot na to podjetje, zato je z ustrezno razpršitvijo premoženja to tveganje možno odpraviti.

¹⁵ Na sistematično tveganje vplivajo dejavniki, ki prizadenejo gospodarstvo kot celoto in vplivajo na vse delnice na določenem trgu kapitala. Mednje štejemo med drugim deželno tveganje, inflacijo, vojne in naravne katastrofe.

manj donosna naložba, se njihov delež povečuje v skladih, ki se približujejo zrelosti¹⁶. Sestavo naložbenega portfelja spreminjajo tako, da je tveganje manjše. Ob ustanovitvi sklada je velik delež premoženja v rizičnih vrednostnih papirjih, ko pa se sklad približa zrelosti, oziroma ko se člani približajo upokojitvi, se večina sredstev preseli v obveznice.

Za sklade so poleg državnih obveznic zanimive podjetniške, predvsem zaradi višjih donosnosti in daljših ročnosti. Njihovi slabosti sta slabša likvidnost in večja tveganost.

Pomembna lastnost obveznic je, da prinašajo obresti, ki so točno določene ob izdaji. Tako omogočajo pokojninskim skladom usklajevati donosnost naložb z obljubljenimi donosnostmi zavarovancem. Hkrati obresti in pa različna ročnost teh vrednostnih papirjev omogočajo skladom zaradi časovno vnaprej predvidenega denarnega toka usklajevati denarne prilive s predvidenimi izplačili pokojnin.

V stabilnih gospodarskih okoliščinah prinašajo obveznice v daljšem časovnem obdobju stabilno donosnost. Kadar obrestne mere padajo, so obveznice še posebej zaželjene. Zaradi padanja obrestnih mer tečaji obveznic naraščajo, zato le-te investitorjem prinašajo poleg ob izdaji določenih obresti tudi kapitalske dobičke. Njihova glavna pomanjkljivost se pokaže v razmerah naraščajoče inflacije, ki zmanjšuje realno vrednost naložb oziroma nominalno določenih donosov. Poleg tega je obveznice zaradi povečanja obrestnih mer ter posledičnega padanja tečajev težje prodati pred zapadlostjo.

2.4.3 POSOJILA

Spadajo med finančne instrumente s stalnim donosom, ki zagotavljajo višjo pričakovano donosnost kot obveznice, vendar so slabo likvidna. Posojila podjetniškemu sektorju so bila v preteklosti pomembnejša predvsem za t.i. »bančna« gospodarstva, kot so Nemčija, Francija in Japonska, kjer so bili finančni trgi slabše razviti. V zadnjem času se razlika v razvitosti finančnih trgov med »tržnimi« in »bančnimi« gospodarstvi zmanjšuje. Posledično tudi pri slednjih narašča delež neposrednega financiranja podjetij, delež posojil pa upada.

V preteklosti so imela v razvitih državah pomembnejšo vlogo hipotekarna posojila. Njihovo tveganje je zaradi omejitve posojil na $\frac{2}{3}$ do $\frac{3}{4}$ vrednosti nepremičnine sorazmerno nizko, vendar njihov delež v zadnjem obdobju kljub vsemu upada.

2.4.4 NEPREMIČNINE

Za to naložbeno skupino so značilni nelikvidnost, nedeljivost in visoki transakcijski stroški. Kljub temu so bile to v preteklosti za pokojninske sklade privlačne naložbe zaradi doseganja relativno visokih donosnosti, predvsem v obliki kapitalskega dobička, in negativne korelacije

¹⁶ To velja predvsem za pokojninske načrte z določenimi prispevki, kjer člani načrta prevzamejo naložbeno tveganje.

z donosnostmi drugih naložb, predvsem delnic, na razvitih trgih kapitala. Poleg tega so pripomogle k večji razpršitvi premoženja.

V ZDA so že dolgo uveljavljena naložbena oblika tudi nepremičninski investicijski skladi. Za pokojninske sklade so privlačni iz več razlogov. Poleg že omenjene negativne korelacije donosov nepremičnin z donosi delnic in dokaj visoke donosnosti, je k popularnosti prispevala tudi neprimerno večja likvidnost naložb v delnice nepremičninskega sklada od likvidnosti pri neposrednem lastništvu nepremičnine in preglednost poslovanja skladov, saj so kot javne družbe zavezani k razkrivanju podatkov javnosti in nadzornim institucijam.

2.4.5 LIKVIDNE OZ. KRATKOROČNE NALOŽBE

Temeljna značilnost kratkoročnih finančnih naložb je, da vsebujejo zelo nizko ali skoraj nikakršno naložbeno tveganje, zaradi česar je njihova donosnost izjemno nizka. Večinoma gre za visokokvalitetne dolžniške finančne instrumente, kot so zakladne menice, komercialni zapisi, potrdila o vezani vlogi, kratkoročni vrednostni papirji lokalnih oblasti in evrozapisi. Investitor lahko z zelo veliko verjetnostjo pričakuje, da mu bo izdajatelj finančnega instrumenta v celoti povrnil obveznost skupaj z dogovorjenimi obrestmi v dogovorjenih rokih.

Zaradi nizke donosnosti in razmeroma predvidljivih denarnih prilivov ter odlivov imajo pokojninski skladi v povprečju zelo majhen delež premoženja v likvidni obliki. V kratkoročne naložbe nalagajo premoženje ob težavah na trgih dolgoročnejših naložb ali ko kratkoročne naložbe zagotavljajo visoke donosnosti. Pogosto zadržujejo premoženje v likvidni obliki predvsem za čas do njihovega nadaljnega investiranja.

Večje potrebe po likvidnih sredstvih se lahko pojavijo pri pokojninskih skladih s starejšim prebivalstvom in večjim deležem upokojujencev (zrel pokojninski sklad). Ob primerni strukturi naložb lahko ti skladi zagotovijo sredstva za izplačilo pokojnin iz prilivov od finančnih instrumentov s stalnim donosom (posojila, obveznice) ali iz tekočih vplačil zaposlenih članov, tako, da ni potrebe po povečanju visoko likvidnega premoženja, oziroma prodaji vrednostnih papirjev iz obstoječega portfelja.

2.4.6 NALOŽBE V TUJE VREDNOSTNE PAPIRJE

Sodobna premoženjska teorija¹⁷ trdi, da lahko z razpršitvijo premoženja na domačem finančnem trgu odpravimo nesistematično tveganje, medtem ko sistematičnega tveganja, ki vpliva na donosnost vseh vrednostnih papirjev v določenem gospodarstvu, na ta način ne moremo odpraviti. Sistematično tveganje lahko delno zmanjšamo samo z nalaganjem premoženja v vrednostne papirje na različnih trgih kapitala. Delnice na različnih trgih

¹⁷ Premoženjska teorija (*portfolio theory*) analizira vpliv razpršitve naložb v vrednostne papirje (in realno aktivo) na tržno vrednost celotnega premoženja ob hkratnem upoštevanju tveganja in donosa vseh njegovih premoženjskih oblik.

kapitala v posameznih obdobjih prinašajo različno donosnost. Isto velja tudi za obveznice, vendar pa je korist razpršitve premoženja na različne obveznice v primerjavi s koristjo, ki jo prinaša razpršitev premoženja na različne delnice, manjša. Dogajanja na posameznih trgih so med seboj sicer povezana, vendar povezava ni popolna, zato lahko z ustrezno razpršitvijo premoženja v delnice na različnih trgih kapitala investitor tveganje delnic v premoženju zniža za skoraj 50 odstotkov (Kleindienst, 2001, str. 399).

Donosnost naložb na posameznih trgih kapitala se bo na dolgi rok pomembno razlikovala, ker so gospodarstva v različnih fazah poslovnega cikla in ker na gospodarstva ali večja gospodarska območja v različnih obdobjih vplivajo različni dejavniki. Proces globalizacije je sicer pripomogel k temu, da so gospodarska gibanja bolj usklajena kot v preteklosti in se veliki narodnogospodarski ter finančni pretresi do neke mere odražajo na vseh finančnih trgih po svetu, vendar prednosti mednarodne razpršitve premoženja ni mogel odpraviti. Različni trgi kapitala še zdaleč ne dosegajo popolne korelacije, oziroma usklajenosti dolgoročnih donosnosti naložb. Stopnja povezave donosnosti trgov naj bi se gibala nekje med 0.16 in 0.86, z večino trgov v razponu od 0.4 do 0.7 (Davis, Steil, 2001, str. 76).

Na privlačnost finančnega investiranja v tujino vplivajo tudi drugi dejavniki, od katerih je vredno omeniti:

- velikost domačega gospodarstva oziroma trga kapitala,
- trdnost domače valute in valutno tveganje,
- gibanje obrestnih mer in
- naložbeno regulativo.

Velikost domačega trga kapitala in delež premoženja skladov, ki bo naložen doma, naj bi bila po mnenju nekaterih strokovnjakov obratno povezana. Manjše ko je gospodarstvo in manjši ko je trg kapitala, večji naj bi bil delež premoženja, ki naj bi ga skladi s tega območja vložili na tuje trge. To še posebej velja za pokojninske sklade, ki so preveliki glede na velikost domačega trga kapitala.

Na večji delež nalaganja v tujino vpliva tudi daljše obdobje deprecijacije domače valute. Pri izbiri tujih trgov morajo pokojninski skladi skrbno preučiti tudi trdnost tuje valute oziroma valutno tveganje. Tako so na primer delnice na turškem trgu kapitala leta 1994 investitorjem prinesle 31.5 odstotno donosnost v turški valuti, merjeno v dolarjih pa so investitorji izgubili kar polovico vrednosti svojih prihrankov. Razlika v donosnosti je posledica visoke inflacije v Turčiji in posledično zmanjšanja vrednosti domače valute (Kleindienst, 2001, str. 405).

Naložbe v tujini povzročajo strah, da bi kapital pobegnil v tujino in ne bi prispeval k razvoju domačega trga kapitala. Zato se zlasti države v razvoju, pa tudi številne razvite države poslužujejo omejevanja naložb v tujini.

2.5 NALOŽBENA POLITIKA »EMPLOYEE-DIRECTED« POKOJNINSKIH SKLADOV Z DOLOČENIMI PRISPEVKI

Pokojninski načrti z vnaprej določenimi prispevki so organizirani tako, da se sredstva (vplačani prispevki in naložbeni donosi) zbirajo na osebnih računih zavarovancev in ne v skupnem fondu, do katerega bi imeli terjatve vsi zavarovanci (slednje je značilno za pokojninske načrte z vnaprej določenimi pravicami). Za sponzorska podjetja je tovrstna oblika pokojninskega načrta še posebej privlačna, saj je naložbeno tveganje v celoti preloženo na rame zavarovancev. Sponzorjem ni več potrebno jamčiti za določeno višino pokojnin, temveč le poskrbeti za vplačilo pogodbeno določenih premij v sklad. Med zavarovanci so ti pokojninski načrti priljubljeni, ker nudijo višje pokojnine od pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi pravicami, seveda pod pogojem, da so naložbeni donosi visoki.

V primeru, da naložbeno politiko pokojninskega sklada z določenimi prispevki oblikujeta sponzor in/ali upravljavec sklada (*employer directed plan*), se njene značilnosti bistveno ne razlikujejo od naložbene politike skladov z določenimi pravicami. Sponzor kljub vsemu do neke mere ostaja odgovoren za uspešnost naložbenih odločitev. Zavarovanci se lahko, če z naložbenimi donosi niso zadovoljni, odločijo za tožbo proti skladu oziroma sponzorju.

Nekatere države so storile korak naprej in omogočile zavarovancem, da sodelujejo pri nalaganju lastnih pokojninskih sredstev. Vendar pa predstavljajo pokojninski skladi, v katerih zavarovanci sooblikujejo naložbeno politiko (*self-directed plans/employee-directed plans*), zanje dvorezen meč. Sami namreč postanejo odgovorni za uspešnost naložb. Slabe naložbene odločitve niso več podlaga za tožbe zoper sponzorja ali upravljavca sklada, če sicer ravnata v skladu z zakonskimi zahtevami.

Naloga sponzorjev in naložbena politika se pri »employee-directed« pokojninskih načrtih z določenimi prispevki razlikujejo od naložbene politike »employer-directed« pokojninskih načrtov z določenimi prispevki in pokojninskih načrtov z določenimi pravicami. Ameriška regulativa od sponzorjev zahteva, da poskrbijo za naslednja tri področja:

1. Poskrbijo za izobraževanje zavarovancev o finančnem investiranju.
2. Zagotovijo resnične informacije o naložbeni uspešnosti.
3. Nudijo zavarovancem več različnih naložbenih alternativ (vsaj tri).

Izobraževanje zaposlenih je zelo pomembno, saj velika večina zavarovancev nima nikakršne formalne izobrazbe o naložbenem odločanju. Pomembno je, da dobijo osnovne informacije o pokojninskem načrtu vključno z opisom naložbenih alternativ, predstavijo osnovnega koncepta tveganja in donosnosti, pomena razpršitve premoženja in modelov razporeditve sredstev. Seminarji, tečaji in druge oblike izobraževanja zaposlenim pomagajo pri odločanju o tem, kolikšen del svojih pokojninskih prispevkov naložiti v posamezno naložbeno alternativo, ki jo ponuja sponzor, oziroma pokojninski sklad (na primer v delniški in obvezniški investicijski sklad, delnice lastnega podjetja, investicijski sklad, ki plasira sredstva na trg denarja). Sponzorji ali svetovalci, ki izobražujejo zavarovance morajo paziti, da se izobraževanje ne prelevi v naložbeno svetovanje.

V ZDA, kjer obstaja že več kot 20-letna tradicija izobraževanja zavarovancev o finančnem investiranju, opažajo počasno izboljševanje naložbenih odločitev zavarovancev, ki so bile ob

uvedbi znamenitih 401(k) pokojninskih načrtov¹⁸ vse prej kot optimalne. Večina zavarovancev je izbirala le najbolj konservativne naložbe s fiksnimi donosi in se izogibala delnicam.

Tudi drugod po svetu je naložbena politika pokojninskih skladov z določenimi prispevki (v povprečju) bolj konservativna od naložbene politike skladov z določenimi pravicami, ne glede na to ali jo določa sponzor, upravljavec ali zavarovanci. Ker je večina posameznikov tveganju nenaklonjenih in je možno sprotno spremljanje naložbenih donosov, se skušajo skladi izogniti negativnim donosnostim. Posledica takšnih teženj je omejevanje izpostavljenosti bolj tveganim naložbenim skupinam, ki dolgoročno prinašajo višje stopnje donosa. Pokojninski skladi z določenimi pravicami v prizadevanju za najvišjimi možnimi dolgoročnimi donosi ob še sprejemljivem tveganju večino sredstev nalagajo v lastniške vrednostne papirje, medtem ko pri skladih z določenimi prispevki prevladujejo vrednostni papirji s stalnim donosom, ki dolgoročno prinašajo nižjo donosnost (več o tem v poglavju 2.4.1). Skladi z določenimi pravicami lahko prinašajo višje donose ob dani prispevni stopnji ali zahtevajo nižje prispevke za doseganje enake stopnje donosa.

Tabela 5: Pokojnina kot delež končne plače ob različnih povprečnih letnih stopnjah donosa.

Pokojnina	83 %	50 %	30 %	18 %
Donosnost	10 %	8 %	6 %	4 %
Ostale predpostavke	<ul style="list-style-type: none"> • Vstopna starost je 30 let, upokojitvena starost je 65 let. • Prispevna stopnja znaša 10 % plače. • Rast plač je 6 %. • Fiksna renta, ki se izplačuje vsaj 10 let (tudi če upokojenec prej umre). 			

Vir: Ambachtsheer, 1998, str. 195.

Zgornja tabela kaže učinek doseganja različno visokih stopenj donosa v daljšem časovnem obdobju na višino pokojnine. Čeprav je primer zgolj za ilustracijo, lahko na podlagi rezultatov in njihove medsebojne odvisnosti izpostavimo štiri ključne ugotovitve (Ambachtsheer, 1998, str. 194-196):

1. Višina pokojnine je pri pokojninskih načrtih z določenimi prispevki zelo negotova, močno odvisna od naložbenih donosov.
2. Določena višina pokojnine kot delež končne plače (npr. 70 % plače) je lahko dosežena kot kombinacija visoke stopnje donosa in nizke prispevne stopnje ali obratno. Na žalost je lahko v trenutku, ko zavarovanci spoznajo, da njihova kombinacija prispevne stopnje in donosnosti ne zadošča za dosego izbrane višine pokojnine, že prepozno. Ambachtsheer poudarja nujnost povečanja izpostavljenosti tveganju do takšne višine, kot jo dosegajo skladi z določenimi pravicami, sicer bo del prispevkov izgubljen in zavarovanci se bodo morali sprijazniti z nižjimi pokojninami.

¹⁸ Pokojninski načrt, oblikovan leta 1978, pri katerem je sponzor dolžan ponuditi več naložbenih možnosti, zavarovanci se nato sami odločijo, v katero izmed ponujenih naložb bodo investirali kolikšen del sredstev.

3. V izbranem primeru pokojninski načrt ne nudi nikakršne zaščite pred inflacijo po upokojitvi. Zavarovalnice ponujajo rente, vezane na inflacijo, ko lahko na trgu kapitala kupijo obveznice, vezane na inflacijo.
4. Zaradi različnih vstopnih in izstopnih stroškov ter upravljavskih provizij se neto donosnost med skladi močno razlikuje. Ob upoštevanju predpostavke, da je tveganju prilagojena bruto donosnost skladov podobna, bodo skladi z nižjimi stroški v povprečju dosegli višjo tveganju prilagojeno donosnost.

2.6 STRUKTURA IN DONOSNOST NALOŽB

Državna regulativa je (tisti) dejavnik, ki ima močan vpliv na nalaganje pokojninskih skladov. Povzroča znatne razlike v strukturi naložb skladov med državami, znotraj posamezne države pa je strateška razporeditev premoženja posameznih pokojninskih skladov precej podobna, pač v skladu z regulativo.

Tabela 6: Sestava naložb pokojninskih skladov (v odstotkih) v letu 1998.

	Domače delnice	Domače obveznice	Posojila	Likvidna sredstva	Nepremičnine (property)	Naložbe v tujini
Finska	9	69	0	13	7	2
Francija	10	65	18	0	2	5
Italija	16	35	1	0	48	0
Japonska	23	34	14	5	0	18
Kanada	27	38	3	5	3	15
Nemčija	10	43	33	0	7	7
Nizozemska	20	21	10	2	7	42
Švedska	20	64	0	0	8	8
VB	52	14	0	4	3	18
ZDA	53	21	1	4	0	11
Povprečje	24	40	8	3	9	13
Načelo preudarnosti ¹⁹	38 (29)	24 (33)	4 (4)	4 (5)	3 (10)	22 (15)
Količinske omejitve	15 (13)	52 (57)	11 (17)	3 (0)	12 (6)	7 (7)

Vir: Davis, 2001, str. 50 in lastni izračuni.

S seštevanjem deležev naložbenih skupin pri nekaterih državah ne dobimo vsote 100 odstotkov, ker niso upoštewane naložbe v netradicionalne premoženjske oblike, značilne predvsem za države, ki poslujejo po načelu preudarnosti.

Skladi v anglosaksonskih (ZDA, Velika Britanija, Irska, Kanada, Avstralija) in nekaterih drugih (Nizozemska, Belgija, Japonska po letu 1998) državah, ki poslujejo po načelu preudarnosti, imajo v povprečju več domačih delnic (38 %) in tujih nalož (22%) ter manj obveznic (24 %) kot kontinentalni evropski skladi (Švica, Nemčija, Francija, Italija, Španija,

¹⁹ Davis je med države, ki poslujejo po načelu preudarnosti štel tudi Finsko, Italijo in Japonsko, ki sem jih sama zaradi naložbenih omejitev uvrstila v skupino držav s količinskimi omejitvami. Davisovi izračuni se nahajajo v oklepaju pod mojimi.

Danska, Finska, Norveška, Švedska), ki se pri nalaganju srečujejo z naložbenimi omejitvami (15 % domačih delnic, 7 % naložb v tujini, 52 % domačih obveznic). Slednji sredstva raje plemenitijo v domačih obveznicah (52 %) in posojilih (11 %).

Kleindienst (2000, str. 18) zatrjuje, da je sestava naložb kontinentalnih pokojninskih skladov (z nekaj izjemami, kot sta na primer Belgija in Nizozemska) predvsem anomalija, ki je posledica dominantnosti bank in zavarovalnic v evropskem finančnem sistemu in nima nobene zveze z optimalno razporeditvijo premoženja. (Zgledovati se po teh skladih bi bilo naivno.) Kontinentalni zavarovanci na svoje prihranke ustvarijo bistveno manjšo donosnost od anglosaksonskih zavarovancev, saj je sestava premoženja kontinentalnih skladov precej manj tvegana, kot bi smela biti glede na dolgoročnost varčevanja. Naložbena struktura anglosaksonskih pokojninskih skladov temelji na grobem izhodišču, da naj bi delež delnic pri pokojninskem varčevanju znašal približno »100 minus starost posameznika«, kar sicer ni teoretično utemeljeno, je bilo pa v zadnjih desetletjih temeljito preizkušeno v praksi.

Po mnenju Kleindiensta (2000, str. 18) lahko v prihodnosti pričakujemo, da se bo delež delnic v evropskih pokojninskih skladih (ob ustrezni liberalizaciji zakonodaje) pospešeno približeval deležu delnic v anglosaksonskih skladih, kar bo ugodno vplivalo tudi na nadaljnji razvoj evropskih kapitalskih trgov.

Tabela 7 potrjuje teoretična pričakovanja, da so delnice (domače in tuje) najbolj donosna, a tudi tvegana naložba. Pri delnicah je zanimivo tudi to, da so najvišjo povprečno realno letno donosnost v proučevanem obdobju prinesle delnice v Nemčiji in na Švedskem, kjer se skladi sicer srečujejo z omejitvami pri nalaganju v lastniške vrednostne papirje (20 – 25 % za delnice v Nemčiji in 60 % za delnice na Švedskem), vendar se tem omejitvam še zdaleč niso približali.

Najnižjo donosnost so ustvarile likvidne naložbe in obveznice, pri čemer je pri obveznicah potrebno opozoriti še na nepričakovano visoko tveganost, izraženo s standardnim odklonom, ki ni ravno v skladu s teorijo.

Visoko donosnost so v nekaterih državah (Japonska, Kanada, Nemčija, Švedska) prinesle tudi naložbe v nepremičnine, najboljše razmerje med donosnostjo in tveganjem, merjenim s standardnim odklonom, pa so dosegla hipotekarna posojila (4.0/3.2).

Tabela 7: Realna donosnost in tveganje posameznih naložbenih skupin pokojninskih skladov po državah v obdobju med 1967 in 1995.

	Delnice	Državne obveznice	Podjetniške obveznice	Posojila	Hipotekarna posojila ²⁰	Nepremičnine	Likvidna sredstva	Tuje delnice	Tuje obveznice
Avstralija	8.3	-0.1	1.9	4.8	3.4	4.4	1.8	7.5	4.4
Kanada	5.0	2.0	3.3	4.2	5.5	9.4	2.7	8.2	5.1
Danska	5.9	4.4	5.3	6.6	6.2	-	2.3	5.2	2.1
Francija	7.7	2.5	3.2	3.3	4.0	4.3	2.9	6.9	3.8
Nemčija	10.8	3.9	4.4	6.8	4.7	10.9	3.1	5.5	2.4
Italija	4.1	-2.0	-	4.3	-	-	-0.3	7.9	4.9
Japonska	8.5	3.1	3.4	1.4	2.7	11.5	-0.2	7.8	4.4
Nizozem.	8.8	2.6	2.8	4.0	4.4	5.9	2.1	6.2	3.1
Švedska	14.1	1.4	1.7	4.4	4.3	10.3	2.1	7.7	4.6
Švica	7.8	0.0	0.4	2.8	1.6	1.7	1.3	5.3	2.2
VB	8.3	1.0	2.1	1.7	2.7	1.5	2.1	8.0	4.1
ZDA	6.2	1.2	1.7	3.8	4.7	5.6	2.0	8.5	5.5
Povprečna realna donosnost	8.0	1.7	2.7 ¹	4.0	4.0 ¹	6.6 ²	1.9	7.1	3.9
Povprečni standardni odklon	22.5	16.8	15.9 ¹	3.6	3.2 ¹	15.4 ²	3.5	19.0	15.5

1 - brez Italije

2 - brez Italije in Danske

Vir: Davis, Steil, 2001, str. 102.

Povprečna donosnost pokojninskih skladov daje ex post informacijo o stroških sponzorja pri zagotavljanju določene ravni pravic (pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi pravicami) oziroma o doseženi donosnosti sredstev zavarovancev (pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi prispevki).

V obdobju od 1970 do 1995 so med izbranimi državami v tabeli 8 najvišjo povprečno realno letno donosnost (6 %) dosegli skladi v Nemčiji in Veliki Britaniji, najnižjo pa švedski (2 %) in švicarski (1.7 %) skladi. Za primerjavo so podani podatki za krajše obdobje nekoliko ugodnejših tržnih razmer²¹ od 1980 do 1995. V tem obdobju se je donosnost skladov v povprečju povišala za 2.5 odstotni točki, pri čemer je donosnost pokojninskih skladov v Švici ostala praktično nespremenjena.

Primerjava povprečne donosnosti skladov med državami ne daje zadovoljive ocene o uspešnosti skladov oziroma učinkovitosti strateške (in taktične) razporeditve premoženja. Bolj ilustrativno je primerjati dejansko dosežene donosnosti pokojninskih skladov z donosnostjo primerjalnega premoženja (*benchmark/benchmark portfolio*). Na ta način lažje ocenimo ali skladi optimalno nalagajo premoženje, oziroma izkoriščajo priložnosti, ki se med državami razlikujejo.

Odločilnega pomena je primerjava donosnosti skladov s stopnjo realne rasti plač (*real average earnings growth*). Če pokojninski skladi niso sposobni doseči niti višje donosnosti od

²⁰ Hipotekarna posojila –(mortgages)

²¹ Za to obdobje je značilna liberalizacija in integracija kapitalskih trgov, padanje inflacije ter ponekod liberalizacija naložbene regulative.

stopnje realne rasti zaslužkov, bi bilo bolje, ko bi se pokojninski sistem financiral po pay-as-you-go principu (Davis, Steil, 2001, str. 106). Pokojninski skladi niso imeli problemov s premagovanjem tega »benchmarka«, razen skladov v Švici in na Švedskem, ki so dosegli le za las višjo donosnost (Švica 0.2 odstotni točki in Švedska 0.6 odstotnih točk).

Tabela 8: Povprečna realna letna stopnja donosa pokojninskih skladov in treh vrst primerjalnih premoženj (benchmarks).

	1970 - 1995				1980 - 1995			
	Pokojnin. skladi	Domači portfelj	Globalni portfelj	Realna rast plač	Pokojnin. skladi	Domači portfelj	Globalni portfelj	Realna rast plač
Danska	5.0	6.1	3.7	2.4	9.2	8.8	9.1	0.7
Japonska	4.4	6.1	6.9	2.4	6.9	9.6	8.9	1.4
Kanada	4.8	4.0	7.1	1.3	7.5	6.6	10.6	0.3
Nemčija	6.0	6.4	3.9	2.7	6.7	10.4	9.3	1.4
Nizozem.	4.6	5.5	4.8	1.4	6.3	11.4	9.9	0.1
Švedska	2.0	8.0	6.3	1.4	4.9	10.3	10.4	0.3
Švica	1.7	2.4	3.7	1.5	1.8	3.4	9.2	0.8
VB	5.9	4.7	5.9	2.8	9.8	9.2	10.2	3.0
ZDA	4.5	4.4	7.5	-0.2	8.4	8.7	10.0	-0.8
Povprečje	4.3	5.0	5.5	1.7	6.8	8.7	9.7	0.8
Std. odklon	9.8	16.8	16.0	2.7	9.8	16.5	15.2	1.5

Vir: Davis, Steil, 2001, str. 105.

Davis in Steil sta uspešnost skladov primerjala še z dvema primerjalnima premoženjema:

- premoženjem iz 50 odstotkov domačih delnic in 50 odstotkov domačih obveznic – »domači portfelj«.
- globalnim premoženjem²² iz 50 odstotkov delnic tujih držav in 50 odstotkov obveznic tujih držav – »globalni portfelj«.

Primerjava dejanske donosnosti pokojninskih skladov s primerjalnima portfeljema dokazuje, da skladi ne izkoriščajo popolnoma razpoložljivih možnosti. Donosnost »domačega« premoženja je v obeh analiziranih obdobjih višja od dejanske donosnosti pokojninskih skladov. Najvišjo donosnost pa je v obeh obdobjih dosegelo »globalno« premoženje. Ne smemo prezreti tudi dejstva, da je tveganje primerjalnih premoženj v povprečju višje od tveganosti dejanskega premoženja pokojninskih skladov. Ob analizi teh podatkov se zopet pojavi dilema, ali je omejitev deleža lastniških naložb pod 50 % celotnih sredstev smiselna in ali je racionalno omejevati naložbe v tujino.

3. NADZOR NAD NALOŽBENO POLITIKO SKLADOV

²² Globalno premoženje sta oblikovala tako, da sta donosnost delnic in obveznic tujih držav ponderirala s tržno kapitalizacijo in popravila za inflacijo ter letno spremembo efektivnega deviznega tečaja domače države.

V predhodnem poglavju sem poudarila pomen državne regulative pri oblikovanju naložbene strategije pokojninskih skladov in pri načinu nadzora nad naložbeno politiko. V svetu sta se razvila dva različna pristopa pri nadzoru nad naložbeno politiko. V kontinentalni Evropi je bolj razširjen nadzor s pomočjo količinskih omejitev, iz anglosaksonskega sveta pa izvira nadzor po načelu preudarnosti, ki postaja vse bolj popularen tudi v Evropi in drugod. Oba pristopa skušata zagotoviti primerno razpršitev premoženja, čeprav na različen način.

Poudariti moram, da sta pristopa le redkokje uveljavljena v čisto skrajni obliki. Običajno gre za njuno kombinacijo. V državah, kjer naložbeno politiko oblikujejo po principu preudarnosti, pogosto obstaja količinska omejitev na samoinvestiranje²³. Nekatere države s količinskimi omejitvami pa skušajo vpeljati koncept maksimiranja varnosti in donosnosti.

²³ Omejevanje samoinvestiranja pomeni, da je lahko v družbo, ki je soustanovitelj sklada ali soorganizator pokojninskega načrta, naložen največ določen procent sredstev tega sklada.

Tabela 9: Nadzorovanje sredstev pokojninskih skladov v devetih državah OECD.

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

	Načelo preudarnosti/Načelo razpršitve	Količinske omejitve na nalaganje sredstev doma	Samoinvest. in koncentracija lastništva	Omejitve na naložbe v tujino
Finska	Načelo preudarnosti; zahteva po razpršitvi in decentralizaciji sredstev	30 % v delnicah; 5 % v delnicah, ki ne kotirajo na borzi; 50 % v hipotekarnih kreditih; 40 % v nepremičninah	Max. 30 % samoinvestiranja	80 % valutna usklajenost; 5 % v tuji valuti; 20 % v ostale države EU
Italija	Načelo preudarnosti; do 15 % v delnicah in obveznicah posamezne družbe	20 % v likvidnih sredstvih; 20 % sredstev v zaprtih investicijskih skladih	20 % sredstev v posamezno sponzorsko podjetje ali 30 %, če je sponzorjev več; do 25 % sredstev posameznega zaprtega investic. sklada	Vsaj 33 % valutna usklajenost; 50 % vrednostnih papirjev držav OECD, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu VP; 5 % VP držav izven OECD, s katerimi se trguje na organiziranih trgih VP
Japonska ²⁴	Načelo preudarnosti	Ni omejitev	Samoinvestiranje dovoljeno	Ni omejitev
Kanada	Načelo preudarnosti; vendar delno omejitve so; do 10 % sredstev v posamezno podjetje	5 % v nepremičnine	Max. 10 % samoinvestiranja; 30 % delnic posameznega podjetja	Ni valutnega usklajevanja naložb in obveznosti; do 20 % sredstev v tujino
Nemčija	Načelo preudarnosti ne velja;	20 – 25 % v delnicah; 15 – 25 % v posesti	Max. 10 % samoinvestiranja	80 % valutna usklajenost; 5 % premijska rezerva; 6 % v države izven EU
Nizozemska	Načelo preudarnosti; pametna, dosledna in transparentna naložbena politika; zahtevana razpršitev po sektorjih/dejavnostih, državah in valutah	Ni omejitev	Max. 5 % samoinvestiranja	Ni omejitev
Švedska	Načelo preudarnosti ne velja; 10 % sredstev v posamezno podjetje	Do 60 % v delnicah	Max. 10 % samoinvestiranja; do 5 % delnic posameznega podjetja	Valutna usklajenost zahtevana; 5 – 10 % sredstev v tujino
Velika Britanija	Načelo preudarnosti; omejevanje koncentracije pri skladih z določenimi prispevki	Do 10 % sredstev v posamezen vzajemni sklad in do 25 % v sklade, ki jih vodi isti upravljavec	Max. 5 % samoinvestiranja	Ni omejitev
ZDA	Načelo preudarnosti; zahteva po razpršitvi sredstev	Ni omejitev	Max. 10 % samoinvestiranja za sklade z določenimi pravicami	Ni omejitev

²⁴ Japonska je svojo zakonodajo liberalizirala leta 1998. Pred tem so se njeni pokojninski skladi soočali z zelo restriktivnimi omejitvami, zlasti glede naložb v delnice (30 %) in naložb v tujino (30 %).

3.1 NAČELO PREUDARNOSTI

Nadzor po načelu preudarnosti (*prudent man/person rule*) je prisoten v ZDA, Veliki Britaniji, Irski, Avstraliji, Kanadi (čeprav imajo omejitve nalaganja v tujino do 20 % in v nepremičnine do 5% sredstev), na Japonskem (od leta 1998), Nizozemskem in v Belgiji. V ZDA ima načelo dolgoletno tradicijo, saj je bilo v najsplošnejši obliki zasnovano že leta 1830, kasneje pa večkrat spremenjeno v skladu z razvojem finančne teorije in kapitalskih trgov.

Leta 1974 je bil za zasebne pokojninske načrte sprejet zakon ERISA, v katerem so bile (v skladu z načelom preudarnosti) ponovno definirane dolžnosti skrbnikov nad premoženjem pokojninskih skladov. V skladu z ERISA morajo skrbniki nad premoženjem sklada pri opravljanju svojih dolžnosti izpolnjevati določene zahteve:

- Zahtevo po (strokovni) preudarnosti. Svoje dolžnosti morajo opravljati s primerno skrbnostjo, strokovnim znanjem, razumno in prizadevno, kot bi v obstoječih okoliščinah ravnal preudaren strokovnjak pri vodenju podjetja s podobnimi lastnostmi in cilji.
- Zahtevo po razpršitvi sredstev. Sredstva naj bodo razpršena, da se minimizira možnost velikih izgub.
- Zahtevo po ravnanju v skladu s pravili, določenimi v ustanovnih listinah in drugih dokumentih sklada.
- Zahtevo po lojalnosti. Pokojninski načrt mora biti voden v skladu z interesi pokojninskih upravičencev in članov načrta.

Bistvo načela je, da se osredotoča na naložbeni proces, ki mora biti izpeljan preudarno. Poudarek je na ravnanju, oziroma načinu odločanja oseb, ki so vpletene v proces odločanja, in ne na dejanski uspešnosti nalaganja. Zaradi nepredvidljivosti prihodnjih gibanj na finančnih trgih lahko še tako pametna odločitev, podprta z dobrimi nasveti, prinese nizke naložbene donose, vendar pa to ne pomeni, da je bila odločitev nepreudarna.

3.2 KOLIČINSKE OMEJITVE

Nadzor s pomočjo (količinskih) omejitev v strukturi premoženja še vedno prevladuje v večini evropskih držav, kot so Nemčija, Francija, Švica, Švedska, Finska, Danska in Italija. Države skušajo doseči znižanje tveganja in primerna razpršitev premoženja pokojninskih skladov s pomočjo določanja maksimalnih ali minimalnih deležev posameznih vrst naložb. Pri nalaganju sredstev morajo skladi predvsem paziti, da sestava premoženja ostaja v okvirih, ki jih določa država. Doseganje optimalnega razmerja med tveganjem in pričakovano donosnostjo je sekundarnega pomena.

Države včasih usmerjajo naložbe v oblike, ki zagotavljajo določene širše zaželene ekonomske cilje, kot je na primer zagotovitev nalaganja sredstev v domači državi ali razvoj kapitalskih trgov. Določitev najnižjih zahtevanih deležev je bila značilna predvsem pri naložbah v državne vrednostne papirje, vendar pa vse bolj prevladuje stališče, da je prisilno kupovanje

državnih obveznic nesprijemljivo, saj pomeni ne le sofinanciranje proračunskih primanjkljajev, ampak tudi manj učinkovito nalaganje pokojninskih sredstev ter s tem večje stroške pokojninskih skladov in nižje prihodnje pokojnine (Bešter, 2000, str. 49).

Najvišje dovoljene deleže se določa za slabo likvidne naložbe, kot so nepremičnine in hipotekarna posojila in za naložbe z visoko cenovno občutljivostjo (*price volatility*) in kreditnim tveganjem, kot so delnice, še posebej tiste, ki ne kotirajo na borzi (*unquoted shares*).

Pogosto se pojavlja tudi omejevanje samoinvestiranja in omejevanje nalaganja v posamezno podjetje ali nepremičnino. Takšne omejitve poznajo tudi v bolj liberalnih državah, kjer drugih omejitev ni. S tovrstnimi omejitvami skušajo države zaščititi člane pokojninskih skladov pred nesolventnostjo sponzorskega podjetja in pojavom konfliktov v interesih.

Naložbe v tuje oblike se običajno obravnavajo ločeno od naložb v domače. Zaradi tveganja spremembe deviznih tečajev in večjega tveganja neizplačila so dovoljeni deleži naložb v tujino nižji od naložb v ekvivalentne domače oblike. Številne države pa zahtevajo tudi valutno usklajenost naložb in obveznosti pokojninskih skladov.

3.3 SLABOSTI KOLIČINSKIH OMEJITEV

Strokovnjaki se pogosto pritožujejo, da omejitve pri nalaganju preprečujejo svobodno izbiro naložb in spodbujajo osredotočanje na posamezne naložbe, namesto na celoten portfelj. Preudarnost se enači z nalaganjem v nizko tvegane naložbe. Negativni učinki količinskih omejitev segajo na področje pokojninskih skladov, naložbene industrije in tudi na celotno gospodarstvo.

Negativni učinki na pokojninske sklade (Rebuilding pensions, 1999, str. 19; Davis, 2001, str. 24) so:

- Količinske omejitve otežujejo usklajevanje naložbene politike z obveznostmi pokojninskih skladov. Zrel (*mature*) pokojninski sklad bo imel več obveznosti s krajšim časovnim horizontom in bo bolj nenaklonjen tveganju kot sklad, ki še ni dosegel zrelosti.
- Količinske omejitve so nefleksibilne, zato ne morejo dovolj hitro slediti spremenjenim gospodarskim okoliščinam, gibanjem na trgu kapitala in nepremičnin ter spremembam v vrednosti valut. Iste značilnosti opažamo tudi pri naložbeni politiki.
- Količinske omejitve vzpodbujajo takšno naložbeno strategijo, ki je v skladu z zakonskimi omejitvami, namesto da bi skušali doseči dober donos ob hkratnem obvladovanju tveganja in druge cilje, ki prispevajo k uspešnosti sklada.
- Vlade s količinskimi omejitvami pogosto silijo pokojninske sklade v sofinanciranje proračunskih primanjkljajev.

- Količinske omejitve onemogočajo upoštevanje trajanja (*duration*) oz. povprečnega časa vezave obveznosti, ki se lahko močno razlikuje med skladi kot tudi skozi čas, ter s tem povezanih sprememb v nenaklonjenosti tveganju.
- Omejitve otežujejo ali celo onemogočajo uporabo imunizacije in metod uravnavanja naložb z obveznostmi za usklajevanje dospelosti/zapadlosti (*maturity matching*). To bi namreč zahtevalo precejšnje variiranje portfelja med delnicami in obveznicami, kot tudi uporabo izvedenih finančnih instrumentov.
- Zaradi zahtev po visokih deležih obveznic in nalaganju sredstev doma v veliki meri spodbujajo držanje portfelja pod mejo učinkovitosti (optimizacije tveganja in donosnosti).
- Povzročajo pretirano osredotočanje na tveganje in likvidnost posameznih naložb, pri čemer se pozablja, da lahko na ravni portfelja kreditno tveganje in cenovno občutljivost (*price volatility*) zmanjšamo z razpršitvijo, likvidnostno tveganje pa je odvisno od celotne likvidnostne pozicije investitorja in ne od posameznih instrumentov, ki jih le-ta drži v portfelju.
- Omejitev uporabe izvedenih finančnih instrumentov sili sklade v nalaganje v manj donosne naložbe ali v izpostavljanje nepotrebnim tveganjem.
- Nalaganje v tujino je še posebej pomembno za države s plitvim in nerazvitim trgom kapitala, pri čemer količinske omejitve zmanjšujejo koristi razpršitve v tuje naložbe. Omejevanje investitorjev na domače trge povečuje izpostavljenost makroekonomskim tveganjem, ki izhajajo iz asimetričnih šokov domačega gospodarstva.
- Spodbujanje naložb v tujino, oziroma omejevanje nalaganja sredstev doma je smiselno v primeru majhnega domačega trga kapitala, da se zagotovi primerna razpršitev in likvidnost portfelja, s širjenjem in poglobljanjem kapitalskih trgov pa potrebe po omejitvah postajajo odveč. Tako bi ob oblikovanju EMU pričakovali odpravo strogih zakonskih omejitev glede nalaganja sredstev, vendar se jim številne pomembne države unije niso odpovedale.

Negativni učinki na naložbeno industrijo (Rebuilding pensions, 1999, str. 19-20):

- Količinske omejitve zavirajo konkurenco med upravljavci naložb, saj morajo le-ti v prvi vrsti skrbeti za to, da struktura premoženja sklada ustreza zakonskim omejitvam.
- Količinske omejitve ne spodbujajo imenovanja uspešnejših upravljavcev naložb, ki so sposobni dosegati visoke donose ob hkratnem obvladovanju tveganja z nalaganjem premoženja v različne naložbene skupine doma in v tujini).
- Količinske omejitve zavirajo razvoj naložbene industrije, zlasti če je trg njihovih storitev premajhen in če je omejen dostop tuje konkurence²⁵.

Negativni učinki na gospodarstvo (Rebuilding pensions, 1999, str. 20):

- Količinske omejitve naložb vzpodbujajo neučinkovito alokacijo kapitala in onemogočajo doseganje tolikšne stopnje gospodarske rasti in zaposlenosti, kot bi ju gospodarstvo doseglo, če količinskih omejitev ne bi bilo.

²⁵ O pomanjkanju konkurence v japonski naložbeni industriji in ugodnih učinkih deregulacije vstopa glej Davis and Steil 2001, str. 177-180.

- Količinske omejitve ovirajo ustvarjanje novih delovnih mest, saj povzročajo višje stroške dela. Delodajalci morajo plačevati višje prispevke, da bi zagotovili primerno raven pokojninskih prejemkov za svoje zaposlene.²⁶
- Omejevanje naložb v tvegani kapital (*venture capital*) in v delnice podjetij, ki ne kotirajo na borzi lahko ovira razvoj sektorja malih podjetij, ki ustvarja največ novih delovnih mest (Davis, 2001, str. 26).

3.4 RAZLOGI PROTI NAČELU PREUDARNOSTI oz. KDAJ SO KOLIČINSKE OMEJITVE ZAŽELJENE

Naložbene omejitve so v industrijskih državah z dobro razvitimi finančnimi trgi in izkušenimi nadzornimi organi nepotrebne. Države v razvoju pa upravičeno sprva določajo stroga in natančna naložbena pravila iz več razlogov. Omeniti velja nezadostno razvitost kapitalskih trgov, nezadostno znanje članov pokojninskih skladov o finančnih naložbah, neizkušenost upravljavcev skladov ter ponekod obligatorno naravo pokojninskega sistema. Strokovnjaki priporočajo, naj razvijajoča se gospodarstva (*emerging market economies*) z rastjo in razvojem domačih kapitalskih trgov postopoma sproščajo omejitve. Kot zgled takšne politike omenjajo Čile (več o tem v Vittas, 1996, str. 2).

Osnova za portfeljske omejitve obstaja zlasti takrat, ko so upravljavci skladov (*fund managers*) in nadzorni organi (*regulators*) neizkušeni, trgi pa nestanovitni in dovzetni za različne manipulacije (insiderjev). Tako je na sicer grob način zagotovljena razpršitev premoženja in preprečeno preveliko tveganje. S pridobitvijo izkušenj in strokovnega znanja pa omejitve niso več potrebne.

Omejitve so priporočljive tudi v primeru ko nadzorni organi dvomijo v notranjo kontrolo oziroma samonadzor naložbene industrije. Nadzorni organi lažje nadzorujejo usklajenost z naložbenimi omejitvami kot delovanje v skladu z načelom preudarnosti. Le-to zahteva visoko stopnjo transparentnosti upravljanja skladov in strog nadzor nad malomarnim delovanjem ali zlorabo položaja upravljavcev skladov, kot se je zgodilo v razvpitem primeru založniškega podjetja Maxwell v Angliji. Sredstva, zbrana v pokojninskem skladu, je podjetje porabilo za pokritje izgub podjetja, tako da so delavci ob bankrotu podjetja ostali brez dela in brez pokojnin.

Z uvedbo količinskih omejitev se skušajo vlade izogniti kritju izgub, ki so posledica nepreudarnega nalaganja. Poleg tega imajo z omejevanjem nalaganja v tujino večjo kontrolo nad odlivom kapitala v tujino.

Določene omejitve podpirajo tudi države, v katerih pokojninski skladi poslujejo po načelu preudarnosti. Gre za omejitve, ki zagotavljajo večjo varnost pokojninskih sredstev, in sicer za

²⁶ To velja ob predpostavki, da količinske omejitve povzročajo nalaganje v manj tvegana in manj donosna sredstva.

zahtevo po razpršitvi sredstev (*requirement to diversify*) in zahtevo za omejitev samoinvestiranja (*limit on self-investment*).

Omejevanje samoinvestiranja pomeni, da je lahko v družbo, ki je (so)ustanovitelj sklada ali (so)organizator pokojninskega načrta, naložen največ določen procent sredstev²⁷ tega sklada. Ta delež se giblje od 5 % v Veliki Britaniji in na Nizozemskem (tudi v Sloveniji), do 10 % v Nemčiji, Kanadi in ZDA (omejitev velja le za pokojninske načrte z določenimi pravicami, ne pa tudi za načrte z določenimi prispevki), na Finskem pa lahko skladi kar 30 % sredstev vložijo v vrednostne papirje svojih ustanoviteljev (Davis, 2001, str. 47-50). Svetovalna hiša Pragma Consulting v študiji *Rebuilding Pensions* predlaga, da se skladom dovoli samoinvestirati le do 4 % sredstev, ki so naložena v delnice²⁸, enako pravilo pa naj bi veljalo tudi za druge naložbene skupine (*Rebuilding Pensions*, 1999, str. 20).

Študija je precej rigorozna tudi pri zahtevi po razpršitvi sredstev²⁹, zlasti tistih, ki so naložena v delnice. Po njihovem predlogu naj bi bilo premoženje razpršeno v vsaj dve naložbeni skupini, po možnosti pa več, kar bi preprečilo pretirano koncentracijo v posamezni naložbeni skupini. Hkrati predlagajo, da bi maksimalno 4 % sredstev, ki so vložena v delnice, smelo biti naloženih v delnice posamezne družbe (*Rebuilding Pensions*, 1999, str. 20).

Ob pojavu afere Enron se je tudi v ZDA, ki se sicer ponašajo z izjemno liberalno regulativo na področju nadzora naložbene politike pokojninskih skladov, pokazala potreba oziroma nujnost uvedbe kvantitativno določene omejitve samoinvestiranja in zahteve po razpršitvi sredstev. V ameriški zakonodaji trenutno ni nikakršnih količinskih naložbenih omejitev za pokojninske načrte z določenimi prispevki, med katere je spadal tudi Enronov 401(k) plan. Stečaj energetskega giganta je zato povzročil tudi propad pokojninskega sklada zaposlenih, saj je bilo skoraj $\frac{2}{3}$ sredstev sklada naloženih nazaj v delnice sponzorskega podjetja. Zaposleni so tako izgubili milijardo dolarjev pokojninskih prihrankov.

4. PONUDNIKI PROSTOVOLJNIH DODATNIH POKOJNINSKIH ZAVAROVANJ V SLOVENIJI

Sistem dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki ga je Slovenija uvedla, je unikaten, čeprav se zgleduje po tujih. S tujimi termini bi ga lahko opredelili kot:

- Naložbeni sistem (*fully founded system*).
- Sistem pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi prispevki (*defined contribution schemes*).

²⁷ Z izrazom sredstva so mišljene vse naložbene skupine (delnice, obveznice, posojila)

²⁸ Če ima sklad 60 % sredstev v delnicah, potem lahko samoinvestira 4 % od 60 %, kar znese 2,4 % vseh sredstev.

²⁹ Z razpršitvijo sredstev je mišljena tako razpršitev sredstev v različne naložbene skupine, kot tudi razpršitev sredstev znotraj posamezne naložbene skupine z določitvijo maksimalnega dovoljenega deleža sredstev, naloženih v posamezno podjetje.

- Sistem prostovoljnega članstva v pokojninskih skladih (*voluntary pension fund system*).
- Sistem bolj razvitih kolektivnih podjetniških shem (*occupational schemes*).
- Sistem predpisov in omejitev (*quantitative portfolio restrictions*) za razliko od anglosaksonskega poslovanja po načelu preudarnosti (*prudent man rules*).
- Sistem z minimalno zajamčeno donosnostjo (*minimum rate of return guarantee*).

4.1 FINANČNE INSTITUCIJE, KI PONUJAJO POKOJNINSKA ZAVAROVANJA V SLOVENIJI

Novi Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, ki je stopil v veljavo januarja 2000, omogoča izvajanje pokojninskih načrtov zavarovalnicam, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov življenjskega zavarovanja po Zakonu o zavarovalništvu, in pokojninskim skladom, ki se lahko statusno oblikujejo kot vzajemni pokojninski skladi ali kot pokojninske družbe.

Vzajemni pokojninski sklad je posebna oblika pokojninskega sklada, ki ni pravna oseba temveč le premoženje, zbrano z vplačili premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in upravljanjem teh sredstev. Lastniki sklada so zavarovanci. Premoženje vzajemnega pokojninskega sklada se namreč deli na enote, pri čemer vsak zavarovanec postane lastnik sorazmernega dela sklada z vplačilom premij. Sklad mora imeti vsaj 1000 članov. Ustanovijo ga lahko zavarovalnica, banka oziroma eden ali več delodajalcev skupaj, če izpolnjujejo z zakonom določene pogoje. Za oblikovanje vzajemnega pokojninskega sklada mora ustanovitelj pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Upravljanje je dovoljeno zavarovalnicam ali bankam, ki imajo ustrezno dovoljenje za upravljanje pokojninskih skladov, ter družbam za upravljanje, ki imajo dovoljenje za upravljanje investicijskih skladov.

V zvezi z upravljanjem s sredstvi vzajemnega pokojninskega sklada velja poudariti naslednje: če je dejanski donos sklada v obračunskem obdobju nižji od zajamčenega donosa in razlike ni mogoče pokriti iz rezervacij³⁰, mora upravljavec iz lastnih sredstev na denarni račun sklada vplačati denarni znesek, ki je enak razliki med zajamčenim in dejanskim donosom (ZPIZ-1, 1999). Agencija za trg vrednostnih papirjev lahko odredi vplačilo manjkajočih sredstev tudi ustanovitelju. To velja le do objave sklepa o začetku likvidacijskega postopka. Po objavi tega sklepa člani od upravljavca ne morejo več zahtevati izplačila premoženja na njihovih osebnih računih. Vse naložbe sklada se unovči, nakar se iz denarne likvidne mase upravljavcu izplača provizijo in stroške likvidacije (če je do tega zakonsko upravičen), preostanek likvidacijske mase pa se razdeli članom sklada. Premoženje ustanoviteljev in upravljavca ne spada v likvidacijsko maso, zato iz teh sredstev ni možno poplačilo članov sklada. Menim, da je z

³⁰ Izvajalci pokojninskih načrtov morajo iz presežkov dejanskih donosov nad zajamčenim donosom oblikovati posebne rezervacije, ki se lahko uporabljajo samo za kritje razlike med zajamčenim in dejanskim donosom v obračunskih obdobjih, v katerih je dejanski donos nižji od zajamčenega. Skupni znesek rezervacij za kritje prej omenjene razlike ne sme presegati 10 % čiste vrednosti sredstev pokojninskega sklada.

vidika finančne varnosti zavarovancev v primeru likvidacije pokojninskega sklada nekoliko varnejša druga pravnoorganizacijska oblika pokojninskega sklada – pokojninska družba.

Pokojninska družba je specializirana zavarovalna delniška družba, katere edina dejavnost je opravljanje poslov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja³¹. Za razliko od vzajemnega pokojninskega sklada je pravna oseba, katere osnovni kapital ne sme biti nižji od višine zajamčenega kapitala, ki ga za tovrstno zavarovalnico določa Zakon o zavarovalništvu. Trenutno ne sme biti nižji od 320.000.000 SIT. V zvezi s prenehanjem pokojninske družbe (in zavarovalnice) se uporabljajo tiste določbe Zakona o zavarovalništvu, ki govorijo o likvidaciji in stečaju zavarovalne delniške družbe. V stečajno maso, iz katere se poplačajo zavarovanci, spada poleg naložb pokojninske družbe (oziroma zavarovalnice) tudi premoženje družbe vključno z osnovnim kapitalom, zaradi česar so možnosti za poplačilo zavarovancev ugodnejše kot pri vzajemnem pokojninskem skladu, sploh ob dejstvu, da se terjatve iz zavarovanja izplačajo kot strošek, pred poplačilom ostalih terjatev.

Pokojninska družba mora imeti vsaj 15000 zavarovancev. Z zakonom so podrobno določene kadrovske zahteve, ki jih mora družba izpolnjevati glede članov uprave, nadzornega sveta in pooblaščenega aktuarja. Dovoljenje za opravljanje dejavnosti pokojninske družbe izda Agencija za zavarovalni nadzor. Določene posle dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja lahko pokojninska družba prenese na drugo pravno osebo. Tako lahko prenese na banko upravljanje s premoženjem, izplačevanje pokojninskih rent pa na zavarovalnico.

V dveh letih od začetka veljavnosti novega zakona je odobritev ministra za delo prejelo 24 pokojninskih načrtov. Odobrene pokojninske načrte izvaja ali jih bo pričelo izvajati 16 izvajalcev.

Tabela 10: Izvajalci odobrenih pokojninskih načrtov.

ZAVAROVALNICE	VZAJEMNI POKOJN. SKLADI	POKOJNINSKE DRUŽBE
1. Zavarovalnica Triglav	1. Kapitalska družba	1. Prva pokojninska družba
2. Zavarovalnica Maribor	pokojninskega in invalidskega	(odobrenih 8 pokojninskih
3. Slovenica, zavarovalna	zavarovanja	načrtov)
hiša	2. Generali SKB zavarovalnica	2. Pokojninska družba A
4. Adriatic, Zavarovalna	(odobrena 2 pokojninska načrta)	3. Skupna pokojninska družba
družba	3. Banka Koper	4. Pokojninska družba Moja
5. Krekova zavarovalnica	4. Abanka	naložba
	5. Probanka	5. Pokojninska družba SKB
		6. Pokojninska družba Druga
		penzija

Vir: Kalčič, 2001, str.16 in Spletna stran Pokojnina - Odobreni pokojninski načrti, 5.12.2001.

³¹ Posli prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja po zakonu obsegajo:

- zbiranje premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev,
- upravljanje s premoženjem vzajemnega pokojninskega sklada oziroma pokojninske družbe,
- vnovčenje oziroma izplačevanje odkupne vrednosti pri vzajemnih pokojninskih skladih, pri pokojninskih družbah in zavarovalnicah pa izplačevanje pokojninske rente.

4.2 NALOŽBENA POLITIKA SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKLADOV

To poglavje je nekoliko krajše, ker je večina skladov začela poslovati šele v lanskem letu in je zaenkrat na voljo premalo podatkov za obširnejšo analizo. Kljub temu sem skušala izpostaviti temeljne značilnosti naložbene regulative države in temu prilagojene naložbene strategije skladov.

Med pokojninskimi načrti, ki so se konec leta 2000 in v letu 2001 pojavili na slovenskem trgu, po mnenju strokovnjakov ne bo bistvenih razlik, saj je zakonodajalec izvajalce pokojninskih načrtov močno omejil pri bistvenem – vodenju naložbene politike. Morebitna nad- ali podpovprečna sposobnost posameznih upravljavcev ne bo izrazito opazna, saj bodo premoženje zelo verjetno upravljali dokaj pasivno.

4.2.1 KOLIČINSKE OMEJITVE

Slovenska zakonodaja se je pri postavljanju omejitev nalaganja slovenskih izvajalcev pokojninskih načrtov zgledovala po konservativnem, kontinentalnem tipu skladov. Namesto kakovostnih omejitev, ki so v razvitem svetu čedalje bolj ustaljena praksa, se je odločila za količinske omejitve v strukturi naložb.

Najpomembnejše količinske omejitve, ki jih morajo upravljavci pokojninskih načrtov izpolnjevati so (ZPIZ-1):

- Naložbe v delnice in delniške investicijske sklade skupaj ne smejo presegati 30 % sredstev naložbenega sklada/zavarovalnotehničnih rezervacij.
- Naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja ali posojila istemu posojilojemalcu skupaj ne smejo presegati 5 % sredstev (načelo razpršitve sredstev).
- Naložbe v bančne depozite skupaj ne smejo presegati 30 % sredstev (naložbe v depozite pri posamezni banki pa ne 10 % sredstev).
- Naložbe v nepremičnine skupaj ne smejo presegati 30 % sredstev (naložbe v posamezno nepremičnino pa ne 10 % sredstev).
- Največji dovoljeni delež gotovine je 3 % sredstev.
- Naložbe v obvezniške investicijske sklade skupaj ne smejo presegati 40 % sredstev.
- Naložbe v delnice in obveznice, ki ne kotirajo na borzi skupno ne smejo presegati 10 % sredstev.

Poleg že omenjenih omejitev zakonodaja zahteva tudi 80-odstotno valutno usklajenost ter nalaganje sredstev skladov na območju države, kjer krijejo nevarnosti, kar otežuje nalaganje sredstev v tuje naložbe.

Nadzor nad izpolnjevanjem omejitev in upravljanjem vzajemnih pokojninskih skladov nasploh opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev v skladu z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, nadzor nad poslovanjem pokojninskih družb in

zavarovalnic pa opravlja Agencija za zavarovalni nadzor v skladu z Zakonom o zavarovalništvu.

4.2.2 ZAJAMČENA IN PRIČAKOVANA DONOSNOST

S pristopom k pokojninskemu načrtu zavarovanec prevzame naložbeno tveganje z omejitvijo, ki jo predstavlja minimalna zajamčena donosnost kot stopnja, za katero minimalno jamči upravljavec sklada. Zajamčena donosnost mora biti izražena z letno stopnjo donosnosti in ne sme biti nižja od 40 % povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom³². Večina upravljavcev sicer jamči višji donos – 50 oziroma 60 odstotkov povprečne letne obrestne mere omenjenega portfelja vrednostnih papirjev, eden izmed njih jamči celo 70 odstotnega.

Donosi, ki jih izvajalci obljublajo, precej presegajo zajamčene. Stopnje realnega letnega donosa, ki naj bi jih upravljavci po lastnih ocenah dosegli, se gibljejo od previdnih 5 do drznih 10.71 odstotka, pri čemer povprečje teh napovedi znaša 6.6 odstotka (Kodrič, 2000, str. 6). Ali so te napovedi realne, je težko oceniti, še posebej, ker podatki o uspešnosti poslovanja v preteklosti ne obstajajo. Kodrič trdi, da je povprečna realna letna stopnja donosa 6.6 odstotka ob upoštevanju predvidene naložbene strukture (večina sredstev v finančnih instrumentih s stalnim donosom) izredno optimistična. V preteklih petih letih sta od vseh slovenskih vzajemnih skladov ta donos preseгла samo dva in oba imata med naložbami več kot polovico delnic. Med obvezniškimi vzajemnimi skladi, ki imajo podobno naložbeno strukturo (več kot 50 odstotkov obveznic), kot jo bodo imele naložbe izvajalcev pokojninskih načrtov, je imel najuspešnejši sklad v triletnem obdobju (KD Bond) 5.2-odstoten realni letni donos, najuspešnejši v petletnem obdobju (LBM Piramida) pa 3.5 odstoten.

4.2.3 PREDVIDENA STRUKTURA NALOŽB IN DOSEGANJE ZAJAMČENE DONOSNOSTI

V Sloveniji je zajamčena donosnost sredstev pokojninskih skladov vezana na donosnost državnih vrednostnih papirjev, zato upravljavcem pokojninskih skladov, ki z lastnim premoženjem jamčijo za donosnost, ne bo preostalo nič drugega, kot da večino sredstev naložijo v državne vrednostne papirje Republike Slovenije. Na ta način se bodo namreč izognili razkoraku v donosnosti lastnega portfelja in državnih vrednostnih papirjev in minimizirali možnost izgub.

³² Pravila za izračun tega donosa so določena v Pravilniku o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje (Ur.l.RS, št. 21/01). Povprečni donos se izračunava ločeno za državne vrednostne papirje, nominirane v tolarjih (vsota revalorizacije in 0,4-kratnika realnega dela tolarkega povprečnega donosa) in ločeno za državne vrednostne papirje, nominirane v evrih (vsota mesečnerasti tečaja evra in 0,4-kratnika evro povprečnega donosa). Minimalna zajamčena donosnost se izračuna kot tehtano povprečje minimalne zajamčene donosnosti na podlagi tolarkega in evro povprečnega donosa.

Če se bodo uresničile napovedi upravljavcev skladov, bo tipičen slovenski izvajalec pokojninskega načrta v prvih petih letih v delnicah plemenitil le približno 20 odstotkov premoženja svojih zavarovancev, 60 odstotkov v obveznicah, preostalih 20 odstotkov pa v depozitih, kreditih in gotovini. Tipični ameriški finančni svetovalec bi takšno sestavo premoženja predpisal šestdeset ali sedemdesetletniku, nikakor pa ne osebi, mlajši od 40 let (Kleindienst, 2000, str. 19).

Ob upoštevanju dejstva, da je pokojninsko varčevanje izrazito dolgoročne narave, se zdi določilo zajamčene donosnosti na letni ravni precej neumestno. Glavni argument za to trditev je, da preprečuje optimalno razporeditev sredstev, saj spodbuja upravljavce k zmanjšanju bolj tveganih in dolgoročno bolj donosnih naložb. Za zavarovance je določilo sicer tudi ugodno, saj povečuje varnost nalaganja v pokojninske sklade, vendar bo pričakovana donosnost skladov ustrezno nizka. Zato bi bilo bolje, če določilo že mora obstajati, da bi se nanašalo na daljše časovno obdobje, na primer petih let ali več, kot je navada v nekaterih zahodnih državah.

SKLEP

Na določenih finančnih trgih, zlasti anglosaksonskih, veljajo pokojninski skladi zaradi svoje velikosti in finančne moči za najpomembnejše finančne investitorje. Drugje (tudi v Sloveniji), kjer v preteklosti niso posvečali toliko pozornosti dodatnemu pokojninskemu zavarovanju, si strokovnjaki od naraščajočega obsega sredstev pokojninskih skladov obetajo številne pozitivne posledice – za trg kapitala, eksistenčno varnost zavarovancev, naložbeno industrijo ter podjetja.

Pokojninski načrti z določenimi pravicami delodajalcem nalagajo velike zakonske obveznosti in stroške. Sponzorsko podjetje je namreč dolžno v celoti prevzeti naložbeno tveganje in zaposlenemu v času upokojitve zagotavljati vnaprej določeno višino pokojnine. Medtem ko večja podjetja lažje prenašajo zakonske obveznosti tovrstnih načrtov, jih manjša niti niso pripravljena sprejeti. V večini držav, kjer financiranje pokojnin vsaj delno temelji na kapitalskem principu, je zato opazen močan trend naraščanja števila pokojninskih načrtov z določenimi prispevki. Pri tovrstnih pokojninskih načrtih je višina pokojnin močno odvisna od naložbenih donosov, pri čemer naložbeno tveganje običajno skoraj v celoti prevzamejo zavarovanci. Višina pokojnine je torej močno odvisna od donosnosti, oziroma uspešnosti poslovanja pokojninskega sklada, le-to pa od dobro zasnovane in dosledno izvajane naložbene politike.

Naložbeno politiko lahko opredelimo kot kombinacijo filozofije in načrtovanja, oziroma kot kombinacijo zasledovanja določenih vrednot in doseganja specifičnih normativnih ciljev. Eden izmed pomembnejših elementov oblikovanja naložbene politike pokojninskih skladov je

določitev odnosa do tveganja in posledično izbira realistične ciljne donosnosti. Veliko pozornosti morajo upravljavci posvetiti tudi strateški razporeditvi premoženja, saj le-ta določa od 90 do 95 odstotkov celotne dolgoročne donosnosti in tveganja finančnega premoženja. Na naložbeno strukturo, oziroma strateško razporeditev premoženja ima precejšen vpliv tudi državna regulativa. Skladi v anglosaksonskih in nekaterih drugih državah, ki poslujejo po načelu preudarnosti, imajo v povprečju večji delež domačih delnic in tujih naložb ter manj obveznic kot evropski kontinentalni skladi, ki se pri nalaganju srečujejo z naložbenimi omejitvami. Slednji sredstva raje plemenitijo v obveznicah in posojilih. Skladi, ki poslujejo po načelu preudarnosti, so v povprečju dosegali višje donosnosti od skladov, ki morajo upoštevati količinske omejitve. Primerjava dejanske donosnosti pokojninskih skladov s primerjalnim premoženjem je pokazala, da skladi ne izkoriščajo popolnoma razpoložljivih možnosti, saj bi s povečanjem deleža delnic v strukturi premoženja (na 50 %) dosegli višje donosnosti (čeprav bi se po drugi strani povečalo tudi tveganje, izraženo s standardnim odklonom).

Slovenski pokojninski skladi bodo predvsem varna, a manj donosna naložba, saj jih zakonodaja pri vodenju naložbene politike močno omejuje s količinskimi omejitvami in določilom o minimalni donosnosti na letni ravni, ki jo morajo skladi zavarovancem zagotavljati. Tako zajamčena donosnost, vezana na državne vrednostne papirje, kot tudi relativno nizek dovoljeni delež naložb v delnice, bosta spodbujala predvsem nalaganje v državne vrednostne papirje. Po ocenah strokovnjakov naj bi tipični slovenski izvajalec pokojninskega načrta v prvih petih letih v obveznicah plemenitil kar 60 odstotkov sredstev, v delnicah le 20 odstotkov, preostanek pa v depozitih in kreditih.

Nadzor s pomočjo omejitev deležev posameznih skupin naložb v strukturi premoženja skladov v državah z dobro razvitimi finančnimi trgi, izkušenimi nadzornimi organi in dolgoletno tradicijo delovanja pokojninskih skladov ni potreben, saj prinaša številne slabosti. Kadar pa so trgi kapitala nezadostno razviti, upravljavci skladov in nadzorni organi pa neizkušeni, so stroge količinske omejitve sprva utemeljene. Z rastjo in razvojem domačih trgov strokovnjaki priporočajo postopno sproščanje omejitev. Kljub vsemu pa določene omejitve koristijo tudi razvitim državam, vključno s tistimi, ki poslujejo po načelu preudarnosti. Gre za omejitve, ki zagotavljajo večjo varnost pokojninskih sredstev, in sicer za zahtevo po razpršitvi sredstev in zahtevo za omejitev samoinvestiranja.

LITERATURA

1. AMBACHTSHEER Keith P., EZRA Don D.: *Pension Fund Excellence. Creating Value for Stakeholders*. New York: John Wiley & Sons, 1998. 238 str.
2. BEŠTER Helena: *Pokojninski sistemi v svetu in pri nas*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 144 str.
3. BEŠTER Helena: *Usmeritve evropskih pokojninskih skladov za 21. stoletje*. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 7-8, str. 47-51.
4. BODIE Zvi, KANE Alex, MARCUS Alan J.: *Investments. 4. izdaja*. Boston: Irwin/McGraw- Hill, 1999. 965 str.
5. DAVIS Philip E.: *Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds*. Discussion Paper PI-0101. London: The Pensions Institute, 2001. 54 str.
6. DAVIS Philip E., STEIL Benn: *Institutional Investors*. London: The MIT Press, 2001. 524 str.
7. *Defined Contribution Retirement Plans Around the World: A Guide for Employers*. William M. Mercer Companies LLC, 1998.
[URL: <http://www.imercer.com/globalcontent/practices/globalDCBrochure.pdf>]
8. FABOZZI Frank J. et al.: *Pension Fund Investment Management. 2. izdaja*. London: McGraw-Hill Professional Publishing, 1997. 301 str.
9. IGLIČAR Aleksander: *Institucionalni investitorji v finančnih sistemih tržnega gospodarstva*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 119 str.
10. IVANOVICH David: *Labor probes 401(k) lockdown*.
[URL: <http://www.chron.com/cs/CDA/story.hts/special/enron/1224332>], 23.01.2002.
11. KALČIČ Miran: *Oblikovanje pokojninskega načrta*. Denar, Ljubljana, 2001, 5, str. 8-16.
12. KLEINDIENST Robert: *Aktivna alokacija premoženja na razvitih trgih kapitala*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 58 str.
13. KLEINDIENST Robert: *Strateška razporeditev premoženja in slovenski pokojninski skladi*. Finance, Ljubljana, 6(2000), 81, str. 18-19.

14. KLEINDIENST Robert: *Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev*. Ljubljana: GV Založba, 2001. 542 str.
15. KODRIČ Sandi: *Kakšni so donosi pokojninskih skladov*. Finance, Ljubljana, 6(2000), 151, str. 6.
16. LOGUE Dennis E., RADER Jack S.: *Managing Pension Plans. A Comprehensive Guide to Improving Plan Performance*. Boston: Harward Business School Press, 1998. 408 str.
17. MRAMOR Dušan: *Finančna politika podjetja. Teoretični prikaz*. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.
18. *Rebuilding Pensions. Security, Efficiency, Affordability*. Brussels: European Commision, 1999. 85 str.
19. *Study on Pension Schemes of the Member States Of the European Union*. Brussels: European Commision, 1999. 69 str.
20. *Supplementary Pensions in the Single Market: A Green Paper*. Brussels: European Commision, 1997. 33 str.
21. VITTAS Dimitri: *Pension Funds and Capital Markets*. Washington: The World Bank, 1996. 4 str.
22. ŽNIDARŠIČ-KRANJC Alenka: *Problemi in izzivi oblikovanja slovenskih pokojninskih skladov z vidika upraviteljev portfeljev*. Finance, Ljubljana, 6(2000), 81, str. 19-21.

VIRI

1. Odobreni pokojninski načrti. [URL: <http://www.pokojnina.com/Tabela.htm>]. 5.12.2001.
2. Pravilnik o izračunu povprečnega donosa na državne vrednostne papirje (Uradni list RS, št. 21/01).
3. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju - ZPIZ-1 (Uradni list RS, št. 106/99).
4. Zakon o zavarovalništvu - ZZavar (Uradni list RS, št. 13/00).