

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKLADOV  
KOT INSTITUCIONALNIH INVESTITORJEV**

Ljubljana, maj 2004

PATRICIA DIKLIČ

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	1
<b>1. OPREDELITEV INSTITUCIONALNIH INVESTITORJEV</b> .....	2
1.1. POGODBENI FINANČNI POSREDNIKI.....	4
1.1.1. ZAVAROVALNICE.....	4
1.1.2. POKOJNINSKI SKLADI.....	4
1.2. INVESTICIJSKI FINANČNI POSREDNIKI.....	4
<b>2. REFORMA POKOJNINSKEGA SISTEMA</b> .....	5
2.1. VZROKI ZA POKOJNINSKO REFORMO.....	5
2.1.1. DEMOGRAFSKE SPREMEMBE.....	5
2.1.2. SPREMEMBE NA TRGU DELA.....	7
2.1.3. PREVISOKA RAVEN PRAVIC.....	8
2.1.4. PREDČASNO UPOKOJEVANJE.....	8
2.1.5. NEPRAVIČNOST BIVŠEGA SISTEMA.....	9
2.2. RAZVOJ VEČSTEBRNEGA SISTEMA.....	9
2.2.1. PRVI STEBER.....	9
2.2.2. DRUGI STEBER.....	10
2.2.2.1. Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje.....	11
2.2.2.2. Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje.....	12
2.2.3. TRETJI STEBER.....	13
2.3. POKOJNINSKI NAČRT.....	13
<b>3. POKOJNINSKI SKLAD KOT FINANČNA INSTITUCIJA</b> .....	14
3.1. VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD.....	14
3.1.1. ODPRT VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD.....	15
3.1.2. ZAPRT VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD.....	16
3.2. POKOJNINSKA DRUŽBA.....	16
3.3. VPLIV POKOJNINSKIH SKLADOV NA KAPITALSKI TRG.....	17
3.3.1. VPLIV NA DOLGOROČNO IN AGREGATNO VARČEVANJE.....	18
3.3.2. VPLIV NA FINANČNE INOVACIJE.....	19
3.3.3. VPLIV NA NESTANOVITNOST FINANČNIH TRGOV.....	19
3.3.4. VPLIV NA UPRAVLJANJE PODJETIJ.....	20
3.3.5. VPLIV NA ALOKACIJO KAPITALA.....	20
3.4. POKOJNINSKI SKLADI KOT FINANČNI POSREDNIKI.....	20
<b>4. INVESTICIJSKA POLITIKA POKOJNINSKIH SKLADOV</b> .....	21
4.1. DEJAVNIKI INVESTICIJSKE USMERITVE.....	22
4.1.1. NOTRANJI DEJAVNIKI.....	22
4.1.1.1. Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov.....	22
4.1.1.2. Politika razdelitve dobička.....	22
4.1.1.3. Naklonjenost vodstva k tveganju in zelena donosnost premoženja.....	23
4.1.1.4. Sestava finančnih obveznosti oziroma zrelost pokojninskega sklada.....	23
4.1.2. ZUNANJI DEJAVNIKI.....	24
4.1.2.1. Omejitve oziroma državno urejanje.....	24
4.1.2.2. Davčna ureditev.....	25
4.1.2.3. Odprtost gospodarstva.....	25

4.1.2.4. Majhnost kapitalskega trga.....	25
4.2. NALOŽBENE SKUPINE POKOJNINSKIH SKLADOV.....	26
4.2.1. DELNICE.....	26
4.2.2. OBVEZNICE.....	27
4.2.3. KRATKOROČNE (LIKVIDNE) NALOŽBE.....	28
4.2.4. NEPREMIČNINE.....	28
4.2.5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI.....	29
4.2.6. NALOŽBE NA TUJIH TRGIH OZIROMA VREDNOSTNI PAPIRJI TUJIH IZDAJATELJEV.....	29
4.3. PROBLEM OMEJITEV V STRUKTURI NALOŽB.....	30
4.3.1. KOLIČINSKE OMEJITVE.....	30
4.3.2. MINIMALNA OZIROMA ZAJAMČENA STOPNJA DONOSA.....	31
4.4. MERJENJE USPEŠNOSTI INVESTIRANJA.....	32
4.4.1. PRIMERJAVA Z BORZNIM INDEKSOM.....	33
4.4.2. PRIMERJAVA S KONKURENTI.....	34
4.4.3. PRIMERJAVA Z NORMALIZIRANIM PORTFELJEM.....	35
<b>5. PRIMERJAVA SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADOV S TUJIMI.....</b>	<b>35</b>
<b>6. SLOVENIJA Z DAVČNO POLITIKO VZPODBUJA UVELJAVITEV POKOJNINSKIH SKLADOV.....</b>	<b>40</b>
5.1. DAVČNE OLAJŠAVE.....	41
<b>7. NADZOR NAD SLOVENSКИMИ POKOJNINSКИMИ SKLADI.....</b>	<b>42</b>
<b>SKLEP.....</b>	<b>43</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>46</b>
<b>VIRI.....</b>	<b>47</b>
<b>PRILOGA</b>	

## UVOD

V številnih evropskih državah sta socialna varnost in pokojninski sistem temi številnih diskusij in podrobnega proučevanja. Neustrezni pokojninski sistemi, ki v trenutnih gospodarskih in demografskih okoliščinah niso več kos svojim nalogam, narekujejo pokojninske reforme, ki pa se po obsegu in vsebini med državami razlikujejo.

Tudi Slovenija je morala oblikovati nov pokojninski sistem. Obvezno pokojninsko zavarovanje, ki smo ga poznali do leta 2000, je vse težje zagotavljalo sredstva za pred desetletji in v drugačnih okoliščinah vzpostavljen sistem pokojninsko-invalidskega zavarovanja. Slovenija je kot del stare celine ena tistih držav, kjer je staranje prebivalstva, zaradi nižje stopnje rodnosti in vse daljše življenjske dobe prebivalstva, neizbežno dejstvo. Srečujemo se tudi s številnimi gospodarskimi in institucionalnimi spremembami, kar je posledica prehoda v tržno gospodarstvo.

V svetu z razvojem dodatnih pokojninskih zavarovanj postajajo pomembnejše predvsem institucije, ki jih s skupnim imenom imenujemo institucionalni investitorji. V to skupino uvrščamo pokojninske sklade, zavarovalnice in investicijske sklade. Na anglosaških finančnih trgih veljajo pokojninski skladi zaradi svoje velikosti in finančne moči za najpomembnejše finančne investitorje. Ker slovenska država danes išče vzore v Evropski uniji in Severni Ameriki (ZDA, Kanada), kjer je pokojninski sistem teoretično in organizacijsko dobro razvit, lahko v prihodnosti pričakujemo tudi pomembnejšo vlogo slovenskih pokojninskih skladov.

Namen diplomskega dela je s pomočjo domače in tuje literature ter virov proučiti ključna področja, ki zadevajo pokojninske sklade, trenutno stanje slovenskih pokojninskih skladov ter prikazati problematiko, povezano z razvijanjem le-teh v Sloveniji. Cilj dela je ugotoviti, kako pomembno vlogo imajo kot institucionalni investitorji v slovenskem prostoru, in jih primerjati s tovrstnimi finančnimi institucijami v svetu.

Diplomsko delo sem razdelila na šest poglavij. V prvem poglavju so opredeljene vrste in splošne značilnosti institucionalnih investitorjev.

Sledi poglavje o reformi slovenskega pokojninskega sistema. Predstavljeni so vzroki za nevzdržno stanje v pokojninski blagajni in večstebni pokojninski sistem, ki se je izkazal kot najboljša rešitev. To je mešana strategija, kjer gre za prepletanje dokladnega in naložbenega sistema. Pojasnjene so tudi prednosti in slabosti posameznih pokojninskih stebrov.

Tretje poglavje govori o statusnih oblikah pokojninskih skladov, in sicer o vzajemnih pokojninskih skladih ter o pokojninskih družbah. Analizirani so možni vplivi na trg kapitala, saj z razvojem pokojninskih skladov prihaja do sprememb v varčevanju, upravljanju podjetij,

alokaciji kapitala, pojavljajo se finančne inovacije in povečuje se nestanovitnost finančnih trgov. V zaključku poglavja je opisana vloga, ki jo pokojninski skladi opravljajo sekundarno, to je vloga finančnega posredništva.

Četrto poglavje je namenjeno investicijski politiki pokojninskih skladov. Predstavila sem glavne dejavnike, ki vplivajo na investicijsko politiko, ter lastnosti osnovnih naložbenih skupin, ki so za sklade privlačne. Zaradi nerazvitosti slovenskega trga kapitala morajo pokojninski skladi v strukturi naložb upoštevati številne omejitve. Kakšne, je opisano v nadaljevanju poglavja. Obravnavala sem tudi področje merjenja investicijske uspešnosti pokojninskih skladov. V praksi se primerjave uspešnosti pogosto poenostavljajo tako, da se izpostavlja dosežena uspešnost, medtem ko se faktor tveganja zanemarja. Poglavje se zaključuje s primerjavo naložbene politike slovenskih in tujih pokojninskih skladov.

V petem poglavju je predstavljena primerjava s svetom. Prikazani so odstotki pokojninskih skladov v BDP po posameznih državah, struktura naložb ter realna donosnost pokojninskih skladov po svetu.

V šestem poglavju je opisana davčna politika države, s katero poskuša spodbujati razvoj pokojninskih skladov. Slovenska vlada želi prepričati svoje državljane v nujnost dodatnega pokojninskega zavarovanja, zato je tudi pripravljena sprejeti davčne izdatke, ki bodo nastali zaradi davčnih olajšav. Davčne spodbude so nujno potrebne in upravičene ter služijo kot učinkovit instrument za spodbujanje varčevanja.

Zadnje poglavje obravnava nadzor nad pokojninskimi skladi. Izvemo, katere institucije ga opravljajo in kakšne naloge so za to potrebne.

## **1. OPREDELITEV INSTITUCIONALNIH INVESTITORJEV**

V finančnih sistemih razvitih držav tržnega gospodarstva dandanes delujejo različne finančne institucije. Njihova pomembna značilnost je, da zbirajo finančne prihranke varčevalcev in jih prenašajo na realne investitorje. Prednosti finančnih institucij so predvsem velik obseg zbranih sredstev, možnosti sprememb ročnosti finančnih sredstev, zagotavljanje likvidnosti ter kvaliteta storitev, ki jih zagotavljajo specializirani kadri.

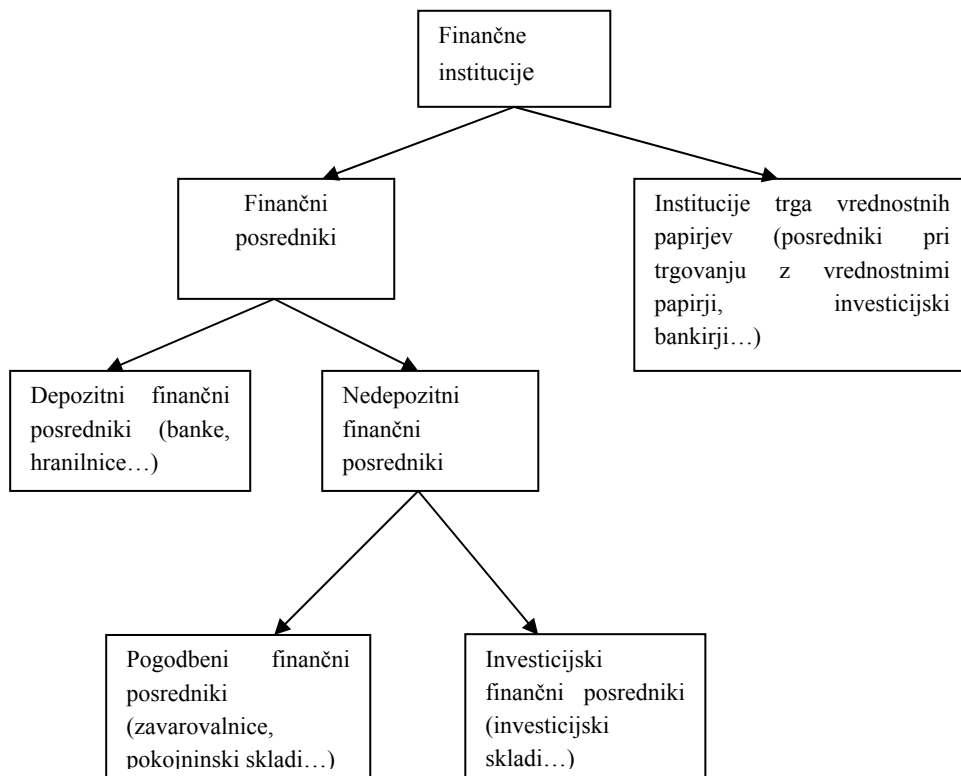
Finančne institucije so subjekti, ki se vrivajo med končne posojilodajalce in končne posojilojemalce ter s svojo ponudbo načinov prenosa finančnih prihrankov zapolnjujejo vrzeli, ki nastajajo pri neposrednem prenosu finančnih prihrankov. Lahko jih opredelimo kot podjetja, ki proizvajajo in prodajajo finančne oblike oziroma njihove finančne storitve (Ribnikar, 1996, str. 43).

V osnovi finančne institucije delimo na finančne posrednike, katerim se obseg njihovega posredništva kaže v povečanju ali zmanjšanju premoženjske bilance, ter na agentske finančne institucije, katerih premoženjska bilanca se zaradi dejavnost ne povečuje, saj tovrsten pretok sredstev sodi k neposrednim financam.

Znotraj skupine finančnih posrednikov imamo dve podskupini, in sicer depozitne finančne posrednike (banke, hranilnice) in nedepozitne finančnih posrednike oziroma skupino institucionalnih investitorjev.

Finančne institucije, ki jih označujemo s skupnim imenom institucionalni investitorji, imajo skupno značilnost, in sicer dolgoročno naravnost finančnih naložb. To pa seveda še ne pomeni, da so si te institucije podobne tudi v ostalih značilnostih svojega poslovanja. Zaradi tega skupino institucionalnih investitorjev delimo na pogodbene in na investicijske finančne posrednike.

### SLIKA 1: Delitev finančnih institucij



Vir: Ribnikar, 1996, str. 44.

## **1.1. POGODBENI FINANČNI POSREDNIKI**

Primarna funkcija pogodbenih finančnih institucij je zbiranje prihrankov varčevalcev na osnovi posebnih pogodbenih razmerij oz. zagotavljanje primerne višine finančnih sredstev v času posameznikove upokojitve. Njihova sekundarna naloga je vloga finančnega posredništva, to je nalaganje zbranih prihrankov v različne naložbe. Na pasivi premoženjske bilance imajo obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih zavarovalnih ali pokojninskih pogodb, na aktivih pa so različni vrednostni papirji, zastavni listi, obveznice podjetij, države, občin in delnice. V to skupino uvrščamo zavarovalnice in pokojninske sklade.

### **1.1.1. ZAVAROVALNICE**

Zbirajo prihranke posameznikov ali podjetij na osnovi zavarovalnih premij, ki jih zavarovanci plačujejo v zameno za zavarovanje pred morebitnimi finančnimi težavami v primeru smrti (življenjsko zavarovanje), in zavarovanje pred finančnimi težavami v primeru poškodb ali drugih nesreč v zvezi s premoženjem zavarovancev (splošno zavarovanje). Glede na to ločimo zavarovalnice življenjskega zavarovanja in splošne zavarovalnice oziroma zavarovalnice nezgodnega in/ali premoženjskega zavarovanja. Zavarovalnice pridobljena sredstva nalagajo predvsem dolgoročno. To velja še posebej za zavarovalnice življenjskega zavarovanja, saj jim to omogoča narava izplačil obveznosti.

### **1.1.2. POKOJNINSKI SKLADI**

Gre za pogodben odnos, ki temelji na obveznosti varčevalca, da redno vplačuje prispevke v pokojninski sklad, in na obveznosti pokojninskega sklada, da po določeni starosti izplačuje varčevalcu pokojnino. Več o posameznih značilnostih pokojninskih skladov je povedano v nadaljevanju diplomske naloge.

## **1.2. INVESTICIJSKI FINANČNI POSREDNIKI**

Druga podskupina nedepozitnih finančnih posrednikov so investicijski finančni posredniki, ki so za razliko od pogodbenih finančnih institucij čisti finančni posredniki. Zbirajo in združujejo prihranke suficitnih gospodarskih celic in jih nalagajo predvsem v vrednostne papirje podjetij.

Svojim uporabnikom ponujajo številne prednosti pred drugimi oblikami vlaganja, na primer razpršitev premoženja in zato manjše tveganje, strokovnost upravljanja, likvidnost sredstev,

nižje transakcijske stroške, široko paleto storitev investitorjem, nadzor institucij nad poslovanjem investicijskih skladov in samostojnost izbora stopnje tveganja. Zaradi tega se

vedno več varčevalcev odloča za delež v investicijskem skladu kot obliko naložbe (Mramor et al., 2000, str. 89).

Glede na način zbiranja sredstev ločimo odprte oziroma vzajemne investicijske sklade in zaprte investicijske sklade. Skladno s poslovno politiko imajo na aktivni premoženjske bilance različne portfelje vrednostnih papirjev. V primeru zaprtih investicijskih skladov so na pasivi delnice, če pa gre za vzajemne sklade, so na tem mestu zabeleženi investicijski kuponi.

## **2. REFORMA POKOJNINSKEGA SISTEMA**

Javni sistemi pokojninskega zavarovanja povsod po svetu vse težje izpolnjujejo svoje temeljno poslanstvo, to je zagotavljanje materialne in socialne varnosti na starost. Tudi nekdanji slovenski pokojninski sistem, ki je bil postavljen v času gospodarske rasti, visoke zaposlenosti in številčno močne aktivne populacije, je v spremenjenih okoliščinah postal predrag. Temeljlil je na enostebnem dokladnem principu, ki pomeni, da aktivni zavarovanci zagotavljajo s prispevki in davki sredstva za tekoče izplačevanje pokojnin. Glavna značilnost tega sistema je medgeneracijska pogodba, saj sedanji aktivni zavarovanci pričakujejo, da jim bo ob upokojitvi pokojnina izplačana iz prispevkov, ki jih bodo vplačali prihodnji aktivni zavarovanci. Ta sistem pa lahko uspešno deluje samo ob predpostavki, da obstaja ravnotežje med številom zavarovancev in številom upokojencev. Ker se je to ravnotežje začelo močno rušiti in ker javna pokojninska blagajna ni več zdržala bremena izplačil pokojnin, je bila država prisiljena začeti razmišljati o novi pokojninski in invalidski zakonodaji. Nov zakon je stopil v veljavo 1. januarja 2000.

### **2.1. VZROKI ZA POKOJNINSKO REFORMO**

Glavni razlogi, da so izdatki za socialno varnost upokojene generacije postali skoraj neobvladljivi, so:

- demografske spremembe,
- spremembe na trgu dela,
- previsoka raven pravic ob hkratni šibki gospodarski rasti,
- predčasno upokojevanje,
- nepravičnost bivšega sistema.

#### **2.1.1. DEMOGRAFSKE SPREMEMBE**

V Sloveniji je v zadnjih dvajsetih letih prišlo do demografskih sprememb, ki so značilne za večino razvitih gospodarstev v Evropi. Iz leta v leto se je začela zniževati rodnost in posledično tudi naravni prirastek. Leta 1993 je prvič postal celo negativen, kar je razvidno iz Tabele 1.



**TABELA 1: Naravni prirast**

Leto	Živorojeni	Umrli	Naravni prirast	Naravni prirast (koeficient na 1000 prebivalcev)
1990	22.368	18.555	3.813	1,9
1991	21.583	19.324	2.259	1,1
1992	19.982	19.333	649	0,3
1993	19.793	20.012	-219	-0,1
1994	19.463	19.359	104	0,1
1995	18.980	18.968	12	0,0
1996	18.788	18.620	168	0,1
1997	18.165	18.928	-763	-0,4
1998	17.856	19.039	-1.183	-0,6
1999	17.533	18.885	-1.352	-0,7
2000	18.180	18.588	-408	-0,2
2001	17.477	18.508	-1.031	-0,5

Vir: Statistični letopis, 2002, str. 91.

Podobno kot v drugih razvitih državah se tudi v Sloveniji povečuje življenjska doba prebivalstva. Daljša življenjska doba je sicer privilegij sodobnega časa, ki pomeni veliko ugodnost, vendar pa povzroča visoke stroške tako posamezniku kot tudi državi.

**TABELA 2: Pričakovano trajanje življenja ob rojstvu**

Obdobje	Moški	Ženske
1989-1990	69,38	77,19
1990-1991	69,54	77,38
1991-1992	69,45	77,25
1992-1993	69,40	77,29
1993-1994	69,58	77,38
1994-1995	70,27	77,76
1995-1996	70,79	78,25
1996-1997	71,01	78,62
1997-1998	71,05	78,68
1998-1999	71,34	78,75
1999-2000	71,94	79,10
2000-2001	72,13	79,57

Vir: Statistični letopis RS, 2002, str. 91.

Število aktivnih zavarovancev, ki plačujejo prispevke za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, je torej vedno manjše, število upokojencev z izpolnjenimi pogoji za pridobitev pravic do pokojnin pa se neprestano povečuje. Posledično to pomeni, da se bo v povprečju

slovensko prebivalstvo postaralo, kar bi v nespremenjenem pokojninskem sistemu finančno nevzdržnost še povečevalo.

### 2.1.2. SPREMEMBE NA TRGU DELA

Na neizogibnost pokojninske reforme so vplivale tudi spremembe na trgu dela. Prehod v tržno gospodarstvo in vojne na območju nekdanje Jugoslavije so močno vplivali na poslovanje slovenskih podjetij. Prišlo je do številnih stečajev in tudi podjetja, ki so uspela delno nadomestiti nekdanje trge, so morala skrčiti proizvodnjo. Povečalo se je število brezposelnih.

Po eni strani je to pomenilo poslabšanje razmerja med aktivno populacijo in upokojenimi, po drugi strani pa to povzroča visoke socialne stroške za nadomestila in podpore za brezposelne.

**TABELA 3: Registrirane brezposelne osebe**

Leto	Registrirane brezposelne osebe
1988	25.371
1989	33.796
1990	55.441
1991	91.161
1992	118.224
1993	137.142
1994	123.517
1995	126.759
1996	124.470
1997	128.572
1998	126.625
1999	114.348
2000	104.583
2001	104.316

Vir: Statistični letopis, 2002, str. 243.

Poleg vsega tega so se zaradi sprostitev oblik zaposlenosti povečale tudi možnosti, da se posamezniki izmikajo plačilu prispevkov, kar je bilo v prejšnjem sistemu skoraj nemogoče. Predvsem samozaposleni in delavci v privatnih podjetjih so se lahko na precej enostaven način izognili plačevanju prispevkov ali pa so plačevali precej nižje zneske.

Dejstvo, da število zaposlenih v primerjavi s številom upokojencev upada že vrsto let, pomeni, da bo število oseb, ki vplačujejo v ZPIZ, do leta 2025 enako številu oseb, ki iz njega črpajo (Prva pokojninska družba, 2004).

### 2.1.3. PREVISOKA RAVEN PRAVIC

V skladu z idejo o socialni državi je javni sistem pokojninskega zavarovanja v šestdesetih in sedemdesetih letih tega stoletja velikodušno povečeval pravice, ki so pripadale zavarovancem in njihovim družinskim članom. Pojavljalo se je vse več ugodnosti in bonitet, za katere dejansko niso bili plačani prispevki ali pa so bili plačani le v manjši meri (Bešter, 1996, str.130).

Z republiškim zakonom iz leta 1983 so bile sprejete spremembe pokojninskega sistema, s katerimi naj bi pogoje upokojevanja in pravice iz zavarovanja prilagodili novo nastalim socialno-ekonomskim razmeram, vendar so bile rešitve že v osnovi preveč radodarne. S tem, ko so se plače valorizirale na raven zadnjega leta zavarovanja pred upokojitvijo in ne na predzadnje leto zavarovanja, kot je veljalo prej, se je raven pokojnin bistveno dvignila. Na dvig te ravni je vplival tudi spremenjen način usklajevanja pokojnin. Te so se usklajevale vsak mesec z dvomesečnimi poračuni in enim letnim dokončnim poračunom.

Vse to je povzročilo, da so se prihodki zmanjševali, strahovito narasli stroški pa grozili, da bodo zavrli nadaljni gospodarski razvoj in razvoj slovenske družbe kot celote.

### 2.1.4. PREDČASNO UPOKOJEVANJE

Po osamosvojitvi Slovenije se je država obupno trudila, da bi obdržala brezposelnost v še sprejemljivih okvirih. Zaradi tega je bila upokojitev odvečne delovne sile pogosto najbolj elegantna rešitev tako za zaposlene kot tudi za delodajalce. Vlada je poskrbela za sprejem predpisov, ki so omogočili zgodnjo pridobitev pokojninskih pravic, s tem pa se je na eni strani povečalo število upravičencev do pokojnine, na drugi strani pa se je zmanjšalo število zavarovancev, ki so prispevali v pokojninsko blagajno.

**TABELA 4: Povečevanje števila upokojencev in odhodkov pokojninskega zavarovanja**

Leto	Št.uživalcev starostne pokojnine	Odhodki pokojninskega zavarovanja za starostne pokojnine (v mio SIT)
1990	197.259	12.219
1995	263.669	167.422
1997	271.072	214.987
1998	275.571	240.552
1999	280.193	272.536
2000	285.835	305.086
2001	296.160	338.590

Vir: Statistični letopis RS, 2002, str. 202.

### **2.1.5. NEPRAVIČNOST BIVŠEGA SISTEMA**

Razlog za pokojninsko reformo so predstavljale tudi nekatere slabosti bivšega sistema, med katerimi je v prvi vrsti precej različno obravnavanje moških in žensk. Ženska je po starem zakonu pridobila pravico do starostne pokojnine pet let prej kot moški s pet let krajšo pokojninsko dobo. Ker je pričakovana življenjska doba za žensko pet let daljša kot za moškega, je moški pokojnino v povprečju užival deset let manj. Poleg tega so bili moški prikrajšani tudi zaradi vojaškega roka, ki se ni upošteval v pokojninski dobi.

Pri izračunu pokojninske osnove se je upoštevalo plače iz najboljših desetih let. Tako so bili v boljšem položaju tisti zavarovanci, ki so v najboljših aktivnih letih prejeli bistveno višje dohodke.

Nepravičnost je predstavljala tudi slaba povezanost med višino prispevkov in višino pravic iz zavarovanja, saj so se pri odmeri pokojnin upoštevale plače in ne dejansko plačani prispevki. Tako je prihajalo do prerazporeditve dohodkov od bolj produktivnih k tistim, ki si sami niso mogli zagotoviti ustreznega materialnega položaja za starost.

## **2.2. RAZVOJ VEČSTEBRNEGA SISTEMA**

Pokojninski sistemi držav se razlikujejo glede na razvitost in stopnjo vključenosti aktivnega prebivalstva, zato je nemogoče oblikovati idealen in enoten model varstva za starost. Da je potrebno pokojninsko zavarovanje, ki temelji izključno na dokladnem javnem sistemu, razbiti na več stebrov z namenom razbremeniti javne blagajne in razpršiti zavarovančev vir pokojninskih prejemkov, pa so si enotni številni strokovnjaki. K razmišljanju o prehodu na tritestbni sistem slovenskega pokojninskega in invalidskega zavarovanja je pripomogla tudi študija Svetovne banke iz leta 1994, ki dokazuje, da so načeloma dokladni sistemi pokojninskega in invalidskega zavarovanja neučinkoviti in jim prav zaradi neučinkovitosti grozi propad.

Osnovni namen večstebnega pokojninskega sistema je ravnovesje med varčevalno, redistributivno, jamstveno in zavarovalno funkcijo ter s tem zagotavljanje socialne varnosti. Da bi bile izpolnjene vse funkcije, je potrebno prepletanje dokladnega in naložbenega principa.

### **2.2.1. PRVI STEBER**

Prvi pokojninski steber predstavlja osnovni pokojninski načrt, v katerem je udeležba praviloma obvezna. Do reform je predstavljal edino obliko pokojninskega zavarovanja, danes pa vsebinsko nadaljuje delovanje dokladnega sistema. To pomeni, da so tekoči prispevki delavcev uporabljeni za financiranje izplačil.

S plačevanjem prispevkov v obvezno pokojninsko zavarovanje zavarovanec pridobi pravico do pokojnine, invalidskega zavarovanja, družinske pokojnine in druge pravice, kot so dodatek za pomoč in strežbo, invalidnina, varstveni dodatek, oskrbnina in podobno, vendar pa je v primeru nastanka posameznega zavarovalnega primera znesek nadomestila, ki ga zavarovanec prejema, v primerjavi z njegovim osebnim dohodkom nizek. Zavarovancu je torej omogočeno preživetje in pokritje širokega spektra zavarovanj, ne pa tudi dostojen življenjski standard, katerega je bil vajen v aktivni dobi.

Pokojninski načrt izvaja javna institucija, za izplačevanje pokojnin pa jamči država. Določena socialna varnost naj bi bila nudena vsakemu državljanu, ki je v svoji aktivni dobi plačeval obvezne prispevke za pokojninsko zavarovanje. Višina pokojnine je najpogosteje odvisna od višine preteklih plač, delovne dobe in višine prispevkov v sklade socialnega zavarovanja, usklajuje pa se z indeksom rasti cen ali indeksom rasti plač. Določena je tudi najnižja in najvišja pokojnina, ki jo lahko nekdo prejema. Izračuna se na osnovi matematične formule, ki je dana vnaprej. Breme prispevkov si delita delodajalec in zaposleni.

Prvi steber ostaja v večstebnem modelu pomemben člen predvsem zaradi pozitivne redistribucije ter prelivanja dohodka med generacijami in znotraj generacij, s čimer preprečuje revščino v starosti. Pokriva skoraj celotno populacijo države in s tem podpira socialno blaginjo, nudi zavarovanje pred inflacijo ter predstavlja uspešno izogibanje investicijskemu tveganju.

Glavna pomanjkljivost prvega stebra je izpostavljenost demografskim trendom, zaradi česar lahko s časom raven pokojnin postane prenizka za preživetje. Ker nimajo pokojninski načrti s sprotnim prispevnim kritjem nobenega premoženja, so izpostavljeni spremembam pravil. To predstavlja še eno slabost, saj se zakonodajna oblast lahko odloči, da bo spremenila temelje, na osnovi katerih so izračunane višine pokojnin. S tem se pojavlja negotovost glede primernosti bodočih višin pokojnin. Pri vsem tem pa so prispevki fiksni in se jih ne da spreminjati na željo posameznika.

### **2.2.2. DRUGI STEBER**

Drugi pokojninski steber temelji na naložbenem principu, kar predstavlja protiutež dokladnega sistema. Z vidika zagotavljanja socialne varnosti dopolnjuje prvi steber, saj naj bi oba stebra skupaj zagotavljala pokojnino, primerljivo sedanji povprečni pokojnini. Področje delovanja predstavljajo privatni pokojninski skladi in zavarovalnice, ki v sodelovanju s podjetji oblikujejo finančni dogovor, z namenom, da nudijo dodatne pravice ob upokojitvi.

Prednost drugega stebra je predvsem v visokih davčnih olajšavah (več o tem je povedano v nadaljevanju naloge), višjih izplačilih pokojnine na starost iz sredstev, ki jih oblikuje

zavarovanec na lastnem zavarovalnem računu, in lastništvu nad privarčevanimi sredstvi, ki so neodtujljiva. Zavarovanec lahko tekoče spremlja vrednost in rast svojih sredstev, iz katerih bo na stara leta črpal dodatno pokojnino. Drugi steber odpravlja tudi glavno pomanjkljivost prvega, to so demografske spremembe. Pomanjkljivost tega stebra je, da sistem običajno ne krije vseh delavcev. Lahko se pojavijo inflacijski problemi, vplivi pokrivanja stroškov upravljanja s skladi, problemi vlaganja kapitala, pa tudi problemi zaradi političnih ali slabo premišljenih strokovnih odločitev za vlaganje in večanje kapitala skladov v špekulativne projekte.

Z novim zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju je v okviru drugega stebra oblikovano obvezno dodatno zavarovanje ter prostovoljno dodatno zavarovanje, v okviru katerega se lahko zavaruje individualno ali kolektivno.

#### 2.2.2.1. OBVEZNO DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE

Z obveznim dodatnim pokojninskim zavarovanjem se zavarovancem na posebno težkih in zdravju škodljivih delih in zavarovancem, ki opravljajo dela, ki jih po določeni starosti ni mogoče uspešno poklicno opravljati, zagotavlja pravica do poklicne pokojnine in do drugih dodatnih pravic, ki jih lahko pridobijo pred pridobitvijo pravice do starostne pokojnine oziroma jih uživajo poleg starostne pokojnine iz obveznega zavarovanja (Štrovs, 2000, str.480). Krog zavarovancev ostaja enak, kot je bil krog zavarovancev, ki so uživali pravice zaradi (benificirane) zavarovalne dobe, ki se je štela s povečanjem. Obvezno dodatno zavarovanje bo torej v celoti nadomestilo štetje zavarovalne dobe s povečanjem, saj ima podobne učinke (Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, 282. člen, 1999).

Pravice iz obveznega dodatnega zavarovanja se zavarovancem izplačujejo (Cvetko, 2000, str.192):

- v obliki poklicne pokojnine, ki se izplačuje uživalcu poklicne pokojnine v mesečnih zneskih od pridobitve poklicne pokojnine do izpolnitve pogojev za pridobitev pokojnine v obveznem zavarovanju;
- kot znižane poklicne pokojnine, ki se izplačuje v mesečnih zneskih od upokojitve v obveznem zavarovanju do zavarovanceve smrti.

Dodatno pokojninsko zavarovanje ne sme nadomeščati dolžnosti delodajalcev, da delavcem zagotovijo pogoje za varno in ne prenaporno delo. Obvezno dodatno zavarovanje se uvede le tedaj, če kljub izpolnjevanju vseh možnih ukrepov za zagotavljanje varnega dela ni mogoče odpraviti znatnejših škodljivih vplivov na zdravje in delovno zmožnost delavca.

Prispevke za obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje mora vedno plačevati delodajalec. Enako kot prispevki za obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje so tudi prispevki za dodatno obvezno zavarovanje za delodajalca davčno priznan odhodek.

Izvajalec obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja je Sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja Republike Slovenije, ki ga upravlja Kapitalska družba d. d.. Sklad je oblikovan kot vzajemni pokojninski sklad, katerega premoženje sestavljajo vplačani prispevki za obvezno dodatno zavarovanje in donosi iz naložb. S pravnega vidika je sklad obveznega dodatnega zavarovanja v lastnini zavarovancev. Zbrana sredstva, ki jih vplačujejo zavarovanci, se zbirajo na njihovih osebnih kapitalskih računih. Sredstva se nalagajo v skladu z naložbeno politiko Sklada, ki je usmerjena v varnost, donosnost, likvidnost, razpršenost naložb in dolgoročno rast vrednosti premoženja. Večina sredstev je naložena v dolžniške vrednostne papirje (državne obveznice, obveznice Banke Slovenije in ostale obveznice z visoko boniteto), v investicijske kupone vzajemnih skladov, v lastniške vrednostne papirje in bančne depozite (Kapitalska družba, 2004).

#### 2.2.2.2. PROSTOVOLJNO DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE

Prostovoljno dodatno zavarovanje je prostovoljno zbiranje sredstev na osebnih računih zavarovancev. Ta sredstva zbirajo zavarovanci z namenom, da se jim v primerih, ki so določeni v pokojninskem načrtu, zagotovijo dodatne pokojnine ali kakšne druge pravice (Cvetko, 2000, str. 194). Zavarovanje torej obsega dve fazi. V prvi gre za zbiranje sredstev, ki jih v obliki prispevkov plačujejo zavarovanci in/ali delodajalci, s temi sredstvi pa v skladu z naložbeno politiko in zakonom o zavarovalništvu upravlja upravljavec sklada. Druga faza obsega obdobje črpanja pravic, ko se zavarovancu izplačuje dodatna starostna pokojnina. Seveda mora uživalec pravic izpolniti upokojitvene pogoje.

Po zakonu se lahko v prostovoljno dodatno zavarovanje vključijo izključno zavarovanci iz obveznega zavarovanja pri zavodu (ZPIZ, 294. člen, 1999). Ta pogoj onemogoča, da bi bilo dodatno zavarovanje neposredna konkurenca sistemu obveznega zavarovanja. Če bi zavarovancem prepustili svobodno odločitev o tem, ali se vključijo v obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje pri zavodu, ki se financira po dokladnem načinu, ali pa gredo v sistem dodatnega zavarovanja, ki se financira po naložbenem principu, bi se mladi zavarovanci raje odločali za naložbeni način zavarovanja, ki ima večjo stroškovno učinkovitost.

Zavarovanec pri tej obliki zavarovanja varčuje z namenom, da pridobi dodatno starostno pokojnino s tem, da bodisi sam bodisi delodajalec za njegov račun vplačuje premijo. Vendar se denarna sredstva iz vplačanih premij ne »zbirajo na osebnem računu zavarovanca«, temveč izvajalec dodatnega pokojninskega zavarovanja denarna sredstva nalaga v skladu z ustrežno naložbeno politiko. Osebni račun zavarovanca tako ni neki skup premoženja, katerega imetnik bi bil zavarovanec, temveč samo evidenca o vplačanih premijah, ki je podlaga za izračun upravičenj (pokojnine) zavarovanca (Belopavlovič et al., 2000, str. 962).

Višina pokojnine je odvisna od višine privarčevanih sredstev, starosti ob upokojitvi in spola. Dejavniki, ki vplivajo na višino privarčevanih sredstev, pa so višina vplačanih premij, število let varčevanja ter stopnja donosa na vplačana sredstva.

V okviru prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja lahko govorimo o individualnem ali kolektivnem zavarovanju. Pri individualnem zavarovanju se zavarovanec sam vključi v neki pokojninski načrt in tudi sam v celoti plačuje mesečno premijo. V primeru kolektivnega zavarovanja gre za zavarovanje, ki ga organizira delodajalec ali več delodajalcev skupaj. Mesečno premijo plačuje delodajalec ali zaposleni ali delodajalec in zaposleni skupaj, vendar pa mora biti v to zavarovanje vključenih minimalno 51% zaposlenih.

V zadnjih letih je bilo opravljenih precej študij in ocen o tržnih možnostih (prostovoljnih) dodatnih pokojninskih zavarovanj. Ugotovitve kažejo, da naj bi se v prostovoljna pokojninska zavarovanja na dolgi rok vključilo dobrih 400.000 prebivalcev Slovenije (Uršič, 2001, str. 18).

### **2.2.3. TRETJI STEBER**

Tretji steber predstavljajo individualni, prostovoljni dodatni pokojninski programi. Udeležba ni pogojena z zaposlitvijo oziroma z opravljanjem določene dejavnosti. Posameznik z izvajalcem individualnih pokojninskih načrtov sklene individualno pogodbo, kar pomeni, da lahko sam odloča o višini in dolžini vplačevanja prispevkov, vrsti finančnega posrednika in s tem posredno tudi o strukturi naložb. Prispevke posameznikov izvajalec pokojninskega načrta investira in praviloma bogati, iz zbranih sredstev pa se po upokojitvi izplačuje pokojnina.

Pomembna prednost tretjega stebra je fleksibilnost vplačevanja prispevkov, tako da lahko zavarovanci v določenem obdobju celo prekinejo z vplačili prispevkov in tedaj, ko je njihov dohodek spet večji, nadaljujejo z vplačevanjem prispevkov. Sistem omogoča tudi nevtralnost pri spremembi delodajalca in je odporen na demografske spremembe.

Poleg vseh prednosti, ki jih ta sistem prinaša, pa vsebuje tudi določene pomanjkljivosti oziroma nevarnosti. Ni garancij glede učinkov inflacije, donosnost naložb je lahko pod pričakovanji, ni solidarnosti znotraj generacije in med njimi, obstaja nevarnost, da izvajalci zavarovancem prodajo neprimerne produkte. Tretji steber prinaša najnižje davčne olajšave. Pri individualnem zavarovanju je davčna olajšava določena le v okviru 3-odstotnega znižanja davčne osnove, in to šele konec leta ob izpolnjevanju davčne napovedi. Olajšav za delodajalca ni, še več, ta mora na plačane premije plačati boniteto, kar zanj predstavlja strošek.

## **2.3. POKOJNINSKI NAČRT**

Pokojninski načrt je dokument, ki določa pogoje za pridobitev pravic iz pokojninskega zavarovanja, vrsto in obseg teh pravic ter postopek za njihovo uveljavljanje (ZPIZ, 295. člen). Ta dokument vsebuje pravila vplačevanja v pokojninski sklad in pravila izplačevanja sredstev oziroma posameznih pokojninskih rent upravičencem. Pokojninski načrt ne določa samo, kdaj



je član pokojninskega načrta upravičen do začetka izplačevanja posameznih vrst pokojninskih rent, ampak tudi dinamiko izplačevanja.

Pokojninske načrte glede na to, kdo upravlja z njimi in kdo jamči za izplačilo, delimo na:

- državne pokojninske načrte,
- zasebne pokojninske načrt.

Zasebne pokojninske načrte pa delimo na:

- poklicne pokojninske načrte, ki jih organizira ter v celoti ali delno financira delodajalec;
- individualne pokojninske načrte, ki jih ponavadi oblikujejo zavarovalnice in druge finančne institucije, financira pa jih posameznik sam.

Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju določa oblikovanje pokojninskih načrtov za obvezno dodatno zavarovanje in prostovoljno dodatno zavarovanje. V okviru slednjega je praviloma poleg dodatne starostne pokojnine oziroma predčasne dodatne starostne pokojnine zagotovljeno tudi izplačevanje dodatne invalidske ter družinske pokojnine (Kalčič, 2001, str. 8).

### **3. POKOJNINSKI SKLAD KOT FINANČNA INSTITUCIJA**

Po zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju se lahko pokojninski sklad statusno oblikuje na dva načina, in sicer kot vzajemni pokojninski sklad, ki ga upravlja banka ali zavarovalnica, ali pa se ustanovi kot pokojninska družba, ki je samostojna pravna oseba v statusno-pravni obliki delniške družbe.

#### **3.1. VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD**

Vzajemni pokojninski sklad je premoženje, ki je financirano s sredstvi, zbranimi z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, oziroma oblikovano z upravljanjem teh sredstev in namenjeno kritju obveznosti do zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 115).

Vzajemni pokojninski sklad je v lasti zavarovancev, ki postanejo lastniki sorazmernega dela sklada z vplačilom premij v zavarovanje. Premoženje sklada se deli na enake dele, enote, pri čemer se vplačane čiste premije preračunajo v ustrezno število enot sklada. Oblikuje in upravlja se izključno v korist zavarovancev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (ZPIZ, 307. člen, 1999).

Vzajemni pokojninski sklad ni pravna oseba, zato ne more obstajati samostojno. Upravlja ga mora neka zunanja finančna institucija in to je lahko le zavarovalnica ali banka, ki ima

ustrezno dovoljenje za upravljanje pokojninskih skladov. Naloge, ki jih mora izvajati upravljavec takšnega sklada, so (ZPIZ, 316. člen, 1999):

- zbiranje premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev (članov sklada), na katere se vpisujejo enote premoženja;
- upravljanje premoženja;
- izplačevanje odkupnih vrednosti.

Uspešnost upravljanja vzajemnega pokojninskega sklada je odvisna od višine stroškov, ki jih upravljavec tega sklada obračunava, ter donosnosti naložb sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. To pomeni, da ta sistem v splošnem deluje, če so prispevki v pokojninski sklad dovolj veliki ali če sklad vključuje dovolj veliko število članov. Ker torej le zadostna višina prispevkov lahko omogoči primerne prihranke in pomaga skladu doseči ekonomijo obsega, mora imeti vzajemni pokojninski sklad po prvem letu delovanja najmanj 1.000 članov.

**TABELA 5: Splošni podatki o slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih**

	31.12. 2001	31.12. 2002	31.12. 2003	31.01. 2004
Število skladov	6	5	5	5
Število upravljavcev	5	5	5	5
Število članov	15.905	31.539	35.557	36.573
Tržna koncentracija:				
- delež največjega sklada v celotnih sredstvih	89,20%	80,56%	77,67%	77,59%
- delež največjih treh skladov v celotnih sredstvih	98,92%	95,13%	93,56%	93,52%

Vir: Interni podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev, 2004.

Dovoljenje za oblikovanje vzajemnega pokojninskega sklada izda Agencija za trg vrednostnih papirjev, če so izpolnjeni vsi z zakonom določeni pogoji za ustanovitev sklada. Mogoče je oblikovanje zaprtih in odprtih vzajemnih pokojninskih skladov. Razlika med njima je v tem, kdo ga ustanovi, in v pogojih pristopa k pokojninskemu načrtu.

### **3.1.1. ODPRT VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD**

Odprt vzajemni pokojninski sklad članstva v skladu ne pogojuje z delovnim razmerjem pri določenem delodajalcu. Pod zakonsko določenimi pogoji ga lahko ustanovijo banke in zavarovalnice. Če je ustanovitelj delodajalec, oblikuje vzajemni pokojninski sklad tako, da sprejme opredeljena pravila vzajemnega pokojninskega sklada ter sklene pogodbo o upravljanju vzajemnega pokojninskega sklada z upravljavcem, to je z usposobljeno banko ali zavarovalnico.

### **3.1.2. ZAPRT VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD**

Člani zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada lahko postanejo le zavarovanci, ki so v delovnem razmerju pri delodajalcu, ki je ustanovitelj sklada. Velika podjetja z več kot tisoč zaposlenimi lahko imajo svoj zaprt vzajemni pokojninski sklad, sicer pa se več srednje velikih podjetij poveže, tako da njihovo skupno število zaposlenih presega tisoč. Ustanovitelji zaprtega sklada so lahko (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 119):

- gospodarska družba, ki se po ZGD šteje za veliko družbo (kapitalske družbe);
- več gospodarskih družb, ki skupaj izpolnjujejo pogoje za razvrstitev med velike družbe po ZGD;
- Republika Slovenija;
- javni zavodi z več kot 1.000 zaposlenimi.

### **3.2. POKOJNINSKA DRUŽBA**

Pokojninska družba je samostojna pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki ima po zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju dovoljenje za opravljanje dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (ZPIZ, 337. člen, 1999).

Ta oblika izvajanja dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja je namenjena predvsem delodajalcem in sindikatom, ki lahko na takšen način svojim ostarelim delavcem ali članom ceneje zagotavljajo socialno varnost, kot pa če bi to storitev za njih izvajala banka ali zavarovalnica. Pri pokojninski družbi so stroški administracije in upravljanja s premoženjem bolj transparentni kot pa pri banki ali zavarovalnici, ki opravljata še vrsto drugih bančnih oziroma zavarovalnih poslov.

Zakon predvideva, da mora imeti pokojninska družba vsaj 15.000 zavarovancev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (ZPIZ, 337. člen, 1999). Več kot ima pokojninska družba zavarovancev, nižji so stroški delovanja pokojninske družbe na zavarovanca, s tem pa posamezni zavarovanec dobi večjo pokojnino. Ker so stroški administracije pokojninske družbe in upravljanja s premoženjem visoki, manjša količina zavarovancev ne bi upravičila obstoja samostojne pravne osebe.

Edina dopustna pravno-organizacijska oblika pokojninske družbe je delniška družba. Deluje po načelih, določenih za zavarovalno delniško družbo (ZPIZ, 338. člen, 1999). Osnovni kapital pokojninske družbe mora biti vedno enak eni tretjini minimalnega kapitala, ki ga za zavarovalnico, ki opravlja posle življenjskih zavarovanj, predpisuje zakon o zavarovalništvu (ZPIZ, 340. člen, 1999).

**TABELA 6: Splošni podatki o slovenskih pokojninskih skladih zavarovalnic\* in pokojninskih družbah**

	31.12. 2001	31.12. 2002	31.12. 2003
Število upravljavcev:	9	9	7
- pokojninske družbe	6	6	4
- zavarovalnice	3	3	3
Število zavarovancev	65.590	141.505	173.890
Tržna koncentracija:			
- delež največjega upravljavca	63,53%	29,97%	30,71%
- delež največjih treh	88,20%	74,77%	73,10%

\* Tiste zavarovalnice, ki ne upravljajo vzajemnih pokojninskih skladov

Vir: Interni podatki Agencije za zavarovalni nadzor, 2004.

Pokojninska družba, ki je po vsebini specializirana zavarovalnica, ne sme opravljati nobene druge dejavnosti, razen dejavnosti prostovoljnega dodatnega zavarovanja. To pomeni, da je upravljavska skupina strogo osredotočena na izvajanje teh zavarovanj. Posli, ki jih opravlja pokojninska družba obsegajo zbiranje premij, vodenje osebnih računov, upravljanje s premoženjem in izplačevanje pokojninskih rent. Dodatni dejavnosti, ki ju lahko opravlja v okviru izvajanja prostovoljnega dodatnega zavarovanja, sta strokovna pomoč delodajalcem in sindikatom pri oblikovanju pokojninskih načrtov ter izobraževanje oziroma ozaveščanje delavcev o pomenu prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Določene posle dejavnosti prostovoljnega dodatnega zavarovanja lahko pokojninska družba izloči in jih ne opravlja sama. Tako lahko v okviru izločenega posla na banko prenese upravljanje s premoženjem, na zavarovalnico pa izplačevanje pokojnin oziroma rent.

### **3.3. VPLIV POKOJNINSKIH SKLADOV NA KAPITALSKI TRG**

Ob uvedbi pokojninskih skladov v Sloveniji so obstajala velika pričakovanja o njihovem vplivu na trg kapitala. Strokovnjaki so na osnovi izkušenj iz tujih držav ocenjevali, da bo vpliv sprememb pokojninskega sistema na trg kapitala precejšen in predvsem pozitiven. S pokojninskimi skladi naj bi dobili finančne institucije, ki bodo razmahnile trg lastniškega kapitala.

Miran Vičič z Nove Ljubljanske banke osebno meni, da je pokojninska reforma velika možnost za razvoj domačega kapitalskega trga. Slednjega po njegovih besedah ni mogoče razviti s tujimi portfeljskimi naložbami, temveč z domačimi institucionalnimi investitorji, ki

jih bo v ospredje potisnila ravno pokojninska reforma (Petavs, 2000, str. 14). Dosedanje poslovanje pokojninskih skladov pa je pokazalo, da so zaenkrat na trgu kapitala skoraj neopazni.

Z naraščajočim obsegom sredstev pokojninskih skladov strokovnjaki pričakujejo številne posledice na:

- dolgoročno in agregatno varčevanje,
- finančne inovacije,
- nestanovitnost finančnih trgov,
- upravljanje podjetij,
- alokacijo kapitala.

### **3.3.1. VPLIV NA DOLGOROČNO IN AGREGATNO VARČEVANJE**

S povečevanjem sredstev pokojninskih skladov bo varčevanje v splošnem postalo bolj dolgoročno. Pokojninski skladi lahko zbirajo mesečne premije več deset let, kar predstavlja poleg življenjskih zavarovanj eno izmed najbolj dolgoročnih vrst varčevanja.

Varčevanje v pokojninskih skladih se ne bo povečalo na račun ostalih varčevalnih oblik gospodinjstev. Dosedanje izkušnje namreč kažejo, da se velika večina zavarovancev v pokojninske sklade vključuje preko podjetij, ki tudi največkrat zagotovijo vir za financiranje premij.

Do ugotovitve, da bo narava prihrankov v pokojninskih skladih »novo varčevanje«, je prišla tudi Tina Škerlj. Po njenih projekcijah naj bi se sredstva pokojninskih skladov stalno povečevala in v 25 letih dosegla približno 40 odstotkov BDP, s čimer bi bili primerljivi z drugimi državami, ki tovrstno varčevanje že poznajo (Petavs, 2000, str. 19).

Na obseg agregatnega varčevanja pa vpliva tudi višina pravic iz prvega stebra pokojninskega sistema. Relativno visoke pravice ne vspodbujajo pretiranega varčevanja za starost. V tem primeru ljudje računajo na državo in njeno socialno nalogo zagotavljanja pokojnin. To se še vedno, kljub zaostrenim pogojem upokojevanja in nižjim predvidenim pravicam iz prvega stebra, dogaja tudi v Sloveniji. Ljudje še v veliki meri niso spremenili miselnosti in zato ne razmišljajo o prostovoljnem dodatnem zavarovanju. Poleg tega pa je prisotno tudi nezaupanje v varčevanje oziroma zavarovanje, kar dodatno zavira razvoj pokojninskih zavarovanj in s tem tudi agregatnega varčevanja. To negativno vpliva na gospodarsko rast v državi, saj so tovrstni viri odlična osnova za dolgoročne finančne investicije.

Različne študije so pokazale, da naj bi povečano agregatno varčevanje pozitivno vplivalo na razvoj trga kapitala, v smislu globine, likvidnosti in učinkovitosti. Pri tem je potrebno upoštevati pogoj, da se privarčevana sredstva ne prelijejo na tuje finančne trge ali porabijo za

financiranje proračunskega primanjkljaja in javnega dolga. Ker pa pokojninski skladi pogosto na domačem trgu ne najdejo ustreznih finančnih oblik, zbrana sredstva investirajo v tujini.

### **3.3.2. VPLIV NA FINANČNE INOVACIJE**

Pokojninski skladi, ki so v razvitih državah postali vodilne finančne institucije, predstavljajo glavno gonilno silo pri razvoju in uvajanju finančnih inovacij, saj zaradi velike akumulacije kapitala in ogromne finančne moči potrebujejo in iščejo vedno nove investicijske možnosti. Glede na vstop Slovenije v Evropsko unijo in glede na zakonsko določena pravila o omejevanju tveganj, bodo tudi slovenski pokojninski skladi prisiljeni iskati nove primerne naložbe oziroma investicije. Možnih varnih naložb s primerno donosnostjo in nominiranih v EUR je danes pri nas malo, zato so in bodo naložbe slovenskih pokojninskih skladov na tujih evropskih trgih nujnost.

Denarna sredstva, ki se zbirajo v pokojninskih skladih zahtevajo finančne naložbe, ki ustrezajo njihovi naložbeni in poslovni politiki. V anglosaških državah so se z razvojem privatnih izvajalcev pokojninskih zavarovanj nelikvidna posojila spremenila v visoko likvidne vrednostne papirje, kot so brezkuponske obveznice, indeksirane opcije, finančno terminske pogodbe, zavarovane hipotekarne obveznosti ... (Bužan, 2001, str. 33).

Razvoj pokojninskih skladov vpliva tudi na spremenjen način financiranja podjetij. V državah, kjer podjetja svoje poslovanje v večini financirajo s krediti, lahko bolj razvit trg kapitala pomeni alternativni način financiranja. Sredstva pokojninskih skladov predstavljajo kvalitetna dolgoročna finančna sredstva, ki so primerna prav za financiranje poslovanja podjetij. Tudi slovenska podjetja se financirajo predvsem s krediti, zato bi bilo dobro izkoristiti večje financiranje prek trga kapitala.

Za plitek slovenski trga kapitala je uvajanje novih finančnih instrumentov velik izziv, vendar pa ga bo to pripeljalo do poglobljanja in večje likvidnosti.

### **3.3.3. VPLIV NA NESTANOVITNOST FINANČNIH TRGOV**

Rast slovenskih pokojninskih skladov bo s sabo prinesla tudi večjo nestanovitnost finančnih trgov. Do nestabilnih razmer na svetovnih finančnih trgih prihaja predvsem zaradi podobnega obnašanja pokojninskih skladov. Ponavadi so vsi upravitelji skladov enako dobro obveščeni o gibanju na finančnih trgih in se pri določanju investicijske politike opirajo na enake informacije, kar avtomatično pripelje do enakih reakcij. Verjetno enaka nevarnost preti tudi slovenskim pokojninskim skladom, in sicer še toliko bolj, ker gre za relativno majhen trg, kjer je obseg pomembnih informacij precej manjši.

### **3.3.4. VPLIV NA UPRAVLJANJE PODJETIJ**

Pokojninski skladi lahko vplivajo tudi na upravljanje podjetij. Pogosto imajo skladi velik del svojih sredstev naložen v delniški kapital podjetij in običajno imajo v svojem portfelju večje pakete delnic. V tem primeru govorimo o aktivni vlogi pokojninskih skladov, saj jim velik lastniški delež omogoča nadzor nad podjetjem, s čimer močno vplivajo na samo upravljanje podjetja. O pasivni vlogi pa govorimo takrat, ko pokojninski skladi zasledujejo politiko diverzifikacije naložb in jih upravljanje podjetja ne zanima.

Zaradi načina privatizacije je lastništvo v Sloveniji še vedno precej razpršeno, kar predstavlja določeno slabost v smislu nadzora podjetij. Razvoj pokojninskih skladov bo verjetno pripomogel k ustrežnejši lastniški strukturi slovenskih podjetij, ki bo omogočala boljše upravljanje in poslovanje le-teh. Vse to bo pripomoglo k večji dobičkonosnosti in učinkovitosti podjetij.

### **3.3.5. VPLIV NA ALOKACIJO KAPITALA**

Gre predvsem za vpliv na dve vrsti alokacij. Če se pokojninski skladi odločajo med investiranjem na domačem in tujem trgu kapitala, govorimo o prostorski alokaciji, pri drugi vrsti alokacij pa je pomembno dejstvo, ali je pokojninski sklad v javnih ali privatnih rokah.

Pokojninski skladi na razvitih svetovnih trgih zbirajo izredno velika denarna sredstva, zato včasih domači trg kapitala ni dovolj velik, da bi omogočal investiranje vseh sredstev. Tako »presežna« sredstva skladi investirajo na tuje trge. Tudi slovenski trg kapitala je premajhen, da bi pokojninskim skladom ponujal dovolj velik obseg primernih naložb, zato se izvajalci pokojninskih zavarovanj pogosto obračajo na tuje trge.

Pomembno vlogo pri alokaciji kapitala pa ima tudi upravljavec. Izkušnje kažejo, da javno upravljani pokojninski skladi zbrana sredstva investirajo predvsem v državne obveznice in slabša podjetja z nižjo stopnjo donosa. V primeru privatno upravljanih pokojninskih skladov pa je alokacija povsem drugačna. Zaradi konkurence so sredstva prisiljeni nalagati bolj učinkovito, saj si prizadevajo doseči čim višji donos. Kot na večini drugih gospodarskih področjih, je država tudi v tem primeru slabši gospodar in upravljavec kot privatni kapital. Ker je večina slovenskih pokojninskih skladov v privatnih rokah, lahko sklepamo, da je Slovenija sprejela pravilno odločitev.

## **3.4. POKOJNINSKI SKLADI KOT FINANČNI POSREDNIKI**

Osnovna naloga pokojninskih skladov je zagotavljanje finančnih sredstev upokojenim zavarovancem, hkrati pa opravljajo tudi posredniško vlogo, in sicer nalaganje zbranih prihrankov v različne naložbe.

Ta oblika varčevanja v primerjavi z drugimi prinaša nekatere prednosti. Na prvem mestu so davčne olajšave, saj višina prispevkov zmanjša davčno osnovo za ugotavljanje dohodnine posameznika. Kot vsi institucionalni investitorji imajo tudi pokojninski skladi zaradi velikega obsega zbranih sredstev pri trgovanju z vrednostnimi papirji manjše transakcijske in administrativne stroške, kot bi jih imeli posamezniki v primeru, če bi sami upravljali s temi prihranki. Odlikuje jih boljši in relativno cenejši dostop do informacij, kot ga imajo zavarovanci sami. Poleg tega je zagotovljeno strokovno in profesionalno upravljanje sredstev. Vse te prednosti povečujejo donosnost prihrankov naloženih v pokojninskih skladih. Na drugi strani pa je njihova glavna pomanjkljivost nelikvidnost vloženih sredstev, saj lahko varčevalci sredstva črpajo šele ob in po upokojitvi.

#### **4. INVESTICIJSKA POLITIKA POKOJNINSKIH SKLADOV**

Tuje izkušnje kažejo, da precejšen delež k uspešnemu poslovanju pokojninskih skladov prinese dobro zasnovana in dosledno izvajana naložbena politika. Ogromna finančna sredstva, ki se stekajo v sklade, niso njihova last, zato morajo z njimi ravnati še posebej preudarno. Z gospodarno investicijsko politiko skladi koristijo sebi, zavarovancem, sponzorjem (ustanovitelji pokojninskega načrta), državi in nacionalnemu gospodarstvu. Uspešna naložbena politika pokojninskim skladom prinaša višji dobiček, zavarovanci pa so deležni višjih pokojnin ali znižanja prispevne stopnje. Hkrati to za državo pomeni finančno razbremenitev v zvezi s socialno varnostjo starejših ljudi, nacionalnemu gospodarstvu pa prinaša, tako v času ugodnih kot tudi neugodnih gospodarskih razmer, stabilizacijske učinke.

Po eni strani investicijska politika izraža odnos upravljavcev in sponzorjev sklada do vprašanj v zvezi z upravljanjem sredstev, po drugi strani pa predstavlja obliko dolgoročnega strateškega načrtovanja. Določa cilje, ki jih je potrebno doseči, in način njihove realizacije. S tega vidika naložbena politika obsega navodila in postopke, ki usmerjajo upravljanje pokojninskih sredstev.

Investicijsko politiko pokojninskega sklada lahko v celoti določa in izvaja upravljavec sklada, vendar pa jo običajno sooblikujejo tudi njegov sponzor in predstavniki delavcev. Splošno usmeritev investicijske politike oblikujeta upravljavec in sponzor sklada, izvajanje dnevne investicijske politike pa je prepuščeno njegovemu upravljavcu. Ta mora - kot okvir dopustnih odločitev pred izvajanjem naložbene politike - poznati odgovore na naslednja vprašanja:

- kakšne so sponzorjeve preference glede strukture naložb;
- kolikšno stopnjo rizika je sponzor pokojninskega načrta pripravljen sprejeti;
- kakšne so sponzorjeve zahteve po likvidnosti;
- v kakšnem časovnem intervalu sponzor meri uspešnost;
- kolikšno svobodo pri odločanju sponzor prenaša na upravljavca pokojninskega sklada.



Da bi bili doseženi ugodni rezultati, mora upravljavec pri svoji naložbeni politiki upoštevati temeljna načela investiranja:

- naložbe naj bodo izbrane tako, da maksimirajo donosnost ob danem tveganju;
- načelo varnosti in likvidnosti je potrebno upoštevati pred načelom donosnosti;
- zagotovljena mora biti primerna razpršenost naložb;
- investicije morajo biti izbrane glede na naravo, pogoje in valuto obveznosti upravljavca sklada.

## **4.1. DEJAVNIKI INVESTICIJSKE USMERITVE**

Pri oblikovanju investicijske politike morajo upravitelji pokojninskih skladov proučiti številne notranje in zunanje dejavnike, ki vplivajo na naložbeno politiko.

### **4.1.1. NOTRANJI DEJAVNIKI**

Pomembni notranji dejavniki, ki vplivajo na naložbeno politiko pokojninskih skladov, so:

- stabilnost in predvidljivost finančnih tokov,
- politika razdelitve dobička,
- naklonjenost vodstva tveganju in želena donosnost njihovega premoženja,
- sestava finančnih obveznosti oziroma zrelost pokojninskega sklada.

#### **4.1.1.1. STABILNOST IN PREDVIDLJIVOST FINANČNIH TOKOV**

Lahko rečemo, da imajo pokojninski skladi v primerjavi z drugimi finančnimi institucijami stabilne in dobro predvidljive finančne tokove. Prilivi s strani delodajalcev in zaposlenih so pogodbene narave in zato zelo predvidljivi. Tudi odliivi iz skladov v obliki pokojnin so predvidljivi daleč vnaprej.

Ob ustanovitvi sklada so potrebe po likvidnosti majhne. Z leti delovanja sklada se število pokojninskih upravičencev povečuje, s tem pa naraščajo tudi potrebe po likvidnih sredstvih. Stabilnost, predvidljivost finančnih tokov in dolgoročen značaj obveznosti sklada omogočajo, da upravitelji sredstva sklada lahko nalagajo v instrumente kapitalnega trga z najdaljšim rokom dospelja.

#### **4.1.1.2. POLITIKA RAZDELITVE DOBIČKA**

Na investicijsko politiko vpliva tudi način delitve ustvarjenega dobička. Kako in v kakšni meri, je več povedano v poglavju 4.3.2.

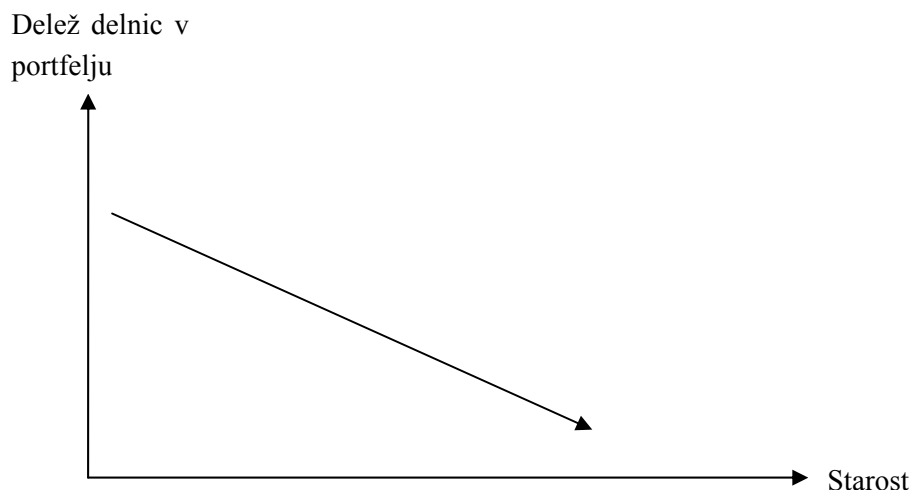
#### 4.1.1.3. NAKLONJENOST VODSTVA TVEGANJU IN ŽELENA DONOSNOST PREMOŽENJA

Ljudje se med seboj razlikujemo tudi po odnosu oziroma nagnjenosti do tveganja. Večina nas tveganja ne mara. To pa ne pomeni, da se mu skušamo izogniti za vsako ceno, temveč da smo ga pripravljeni prevzeti, če za to pričakujemo določeno nadomestilo, bodisi v materialni bodisi v nematerialni obliki. Večje ko je tveganje naložbe, večji pričakovani donos zahteva investitor kot nadomestilo za sprejeto tveganje. Da lahko upravljavci premoženja pokojninskih skladov pravilno upravljajo s tveganjem in oblikujejo premoženje, ki kar najbolj ustreza preferencam investitorjev, morajo nujno poznati naklonjenost vodstva k tveganju in zeleno donosnost njihovega premoženja. Pri tem naj bi vodstvo sprejemalo toliko tveganja, kot si ga lahko privoščijo glede na objektivne okoliščine (naravo svojih finančnih ciljev in svoje finančne razmere), ne pa toliko, kolikor so ga pripravljeni sprejeti posamezniki glede na svoj odnos do tveganja.

#### 4.1.1.4. SESTAVA FINANČNIH OBVEZNOSTI OZIROMA ZRELOST POKOJNINSKEGA SKLADA

Pomemben dejavnik naložbene politike je tudi zrelost pokojninskega sklada. V primeru, da sklad še ni dosegel svoje zrelosti, je znesek vplačanih prispevkov večji od zneska tekočih izplačil pokojnin. Poteka akumulacija sredstev, kar pomeni, da sklad lahko drži premoženje v lastniških vrednostnih papirjih.

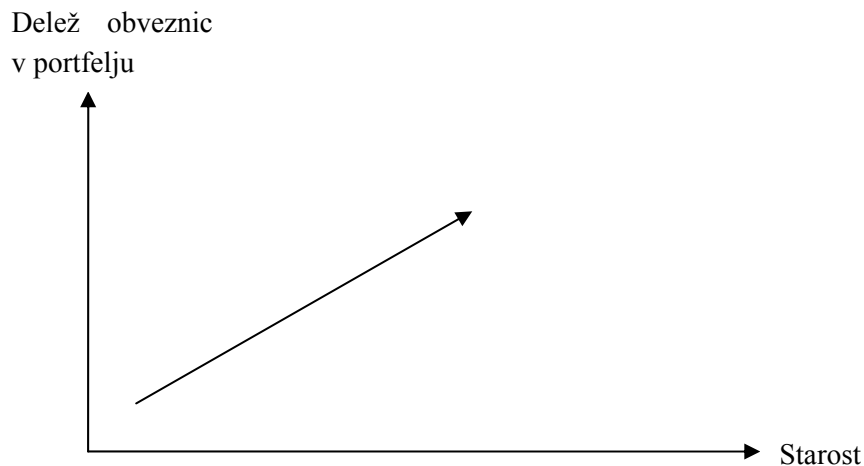
#### **SLIKA 2: Delež lastniških vrednostnih papirjev (delnic) v strukturi naložb glede na zrelost pokojninskega sklada**



Vir: Bešter, 1996, str. 35.

Ko se sklad približuje zrelosti, je znesek izplačil pokojnin vedno večji. S spremembo naložbenega portfelja mora sklad zmanjšati tveganje, kar pomeni, da je investicijsko politiko potrebno osredotočiti na instrumente, ki prinašajo fiksni dohodek. Večino sredstev preseli v obveznice.

### SLIKA 3: Delež obveznic v strukturi naložb glede na zrelost pokojninskega sklada



Vir: Bešter, 1996, str. 35.

#### 4.1.2. ZUNANJI DEJAVNIKI

Slovenski pokojninski skladi morajo za dobro oblikovanje investicijske politike poznati tudi zunanje dejavnike. Na njih ne morejo vplivati, dobro pa je, če jih v svoji naložbeni strategiji čim bolj upoštevajo. Najpomembnejši so:

- omejitve oziroma državno urejanje,
- davčna ureditev,
- odprtost gospodarstva,
- majhnost kapitalskega trga.

##### 4.1.2.1. OMEJITVE OZIROMA DRŽAVNO UREJANJE

Pri izvajanju investicijske politike morajo pokojninski skladi upoštevati določene omejitve. Nekatere izhajajo iz statutov ali ustanovnih listin skladov in se razlikujejo od sklada do sklada. Odločilen faktor pri oblikovanju investicijske usmeritve pa predstavljajo zakonske omejitve, ki največkrat določajo minimalne ali maksimalne deleže posameznih naložbenih skupin v portfelju skladov. Ker obstaja velika mera negotovosti tako za upravitelje, ki še niso pridobili ustreznih izkušenj pri upravljanju s pokojninskimi skladi, kot tudi za zavarovance, ki običajno niso seznanjeni ali ne razumejo delovanja skladov, so omejitve pogosto zelo stroge in s tem precej omejujoče.

#### 4.1.2.2. DAVČNA UREDITEV

Na razvoj pokojninskih skladov močno vpliva tudi davčna ureditev. Prihranki, naloženi v pokojninskih skladih, imajo v primerjavi z ostalimi oblikami prihrankov velike davčne prednosti in to je eden od pomembnih vzrokov za velik porast njihovih sredstev v razvitih državah. V Sloveniji prispevki, ki jih vplačujejo podjetja in delavci, niso obdavčeni. V sponzorskem podjetju imajo prispevki v pokojninski načrt značaj stroška in na ta način zmanjšujejo davčno osnovo in s tem znesek plačanih davkov. Spodbudno deluje tudi neobdavčitev investicijskih prihodkov, ki jih pokojninski sklad prejema na osnovi naložb svojih sredstev. Sredstva pokojninskih skladov so obdavčena šele ob izplačilu pokojnin. Širše to temo zajema poglavje 6.

#### 4.1.2.3. ODPRTOST GOSPODARSTVA

Večja odprtost in z njo tendenčno večja občutljivost gospodarstev majhnih držav sili pokojninske sklade in tudi druge institucionalne investitorje k pogledu na naložbe z bolj globalnega vidika. Njihova naložbena politika mora upoštevati usmeritve svetovnega gospodarstva, njihov sestav naložb pa se mora tem usmeritvam prilagajati.

#### 4.1.2.4. MAJHNOST KAPITALSKEGA TRGA

Slovenski trg kapitala ni majhen le, če ga primerjamo z ameriškim in drugimi večjimi trgi kapitala v svetu, temveč je majhen tudi v primerjavi s trgi v srednjeevropski regiji. Majhnost slovenskega trga kapitala je povsem razumljiva posledica majhnosti slovenskega gospodarstva. Investitorji si želijo čim večjo izbiro, to pa pomeni, da je majhnost trga zanje ovira. Če pri tem še upoštevamo, da je slovenski trg kapitala tranzicijski in kot takšen izpostavljen večjim neugodnim pretresom, je samoumevno, da številni slovenski investitorji vlagajo v tuje naložbe.

Če za tuje trge kapitala velja, da so pretekla dogajanja dostikrat zelo slaba osnova za napovedovanje prihodnjih dogajanj, to za slovenski trg velja še toliko bolj. K temu pripomore tranzicijska narava trga oziroma dejstvo, da se bodo dejavniki, ki bodo vplivali na prihodnja gibanja tečajev delnic, zelo verjetno pomembno razlikovali od dejavnikov, ki so nanje vplivali v preteklosti (Kleidienst, 2001, str. 326). Torej je smiselno, da investitorji pri odločanju preteklim dogajanjem na slovenskem trgu kapitala ne posvečajo večje pozornosti.

Na posameznih nacionalnih trgih kapitala so gibanja tečajev med seboj močno povezana. Dogajanja na enem izmed pomembnejših trgov kapitala se hitro odražajo na preostalih trgih. Na dogajanja na tujih trgih kapitala se odziva tudi slovenski trg kapitala, vendar bistveno manj močno kot drugi primerljivi trgi.

Problem majhnega trga predstavlja tudi majhno število udeležencev na tem trgu. Na slovenskem trgu kapitala prevladujejo domači tržni udeleženci. Zanje je značilno, da se med seboj razmeroma dobro poznajo in da dejavnosti drug drugega dobro spremljajo. Večina udeležencev je razmeroma pasivnih, kadar pa kdo od njih prevzame pobudo, mu pogosto sledijo tudi drugi.

Še vedno velja, da je okolje, v katerem deluje slovenski trg kapitala, bolj tvegano od okolja, v katerem delujejo razviti trgi. Res pa je tudi, da je deželno tveganje Slovenije manjše od tveganja katerekoli druge tranzicijske države.

## **4.2. NALOŽBENE SKUPINE POKOJNINSKIH SKLADOV**

Za pokojninske sklade je značilno, da je njihovo poslovanje usmerjeno izrazito dolgoročno, tako v luči njihovih obveznosti kakor tudi z naložbenega vidika. V praksi to pomeni, da lahko v okviru svoje investicijske politike nalagajo v posamezne naložbe tudi za obdobje nekaj deset let. Te oblike praviloma prinašajo večjo donosnost kot kratkoročne, zato je takšna investicijska politika še toliko bolj upravičena (Belič, 2003, str. 11).

Strukture portfelja pa ne določa samo donosnost določenih naložb, ampak imajo pomemben vpliv tudi upraviteljev odnos do tveganja, razvitost posameznih finančnih trgov, regulacija in dolžina investicijskega horizonta. Ob upoštevanju naštetih dejavnikov upravitelji izbirajo med osnovnimi naložbenimi skupinami, ki so: delnice, obveznice, kratkoročne (likvidne) naložbe, nepremičnine in izvedeni finančni instrumenti.

Vsaka vrsta naložb ima specifične značilnosti. Naloga upravljavcev pokojninskih skladov je, da se do teh lastnosti opredelijo in naložbe prilagodijo potrebam, ki jih določajo naložbeni cilji.

### **4.2.1. DELNICE**

Delnice imajo med dolgoročnimi sredstvi pokojninskih skladov pomembno vlogo, vendar kljub temu v slovenskih pokojninskih skladih ne zavzemajo pomembnega deleža. Z vidika varnosti predstavljajo visoko stopnjo tveganja, razlog pa je v tem, da so vrednostni papir s tržno ceno, ki se spreminja dnevno. V primerjavi z drugimi naložbami dolgoročno prinašajo najvišjo donosnost, vendar pa je obdobja rasti in padcev cen delnic nemogoče napovedati. Lahko jih samo predvidimo z določeno stopnjo tveganja. Varnost je vprašljiva tudi zato, ker se na slovenskem trgu kapitala večinoma trguje z delnicami slovenskih podjetij. To pomeni, da smo vezani na obstoj naših podjetij. Posebnost slovenskega trga delnic glede na svetovne trge je tudi v tem, da so cene delnic v večini primerov odvisne le od ponudbe in povpraševanja ter informacij o morebitnih prevzemih, ki cene delnic prevzetih podjetij dvigujejo na visoke nivoje. Drugi dejavniki, kot na primer pričakovana stopnja rasti

uspešnosti poslovanja podjetja, delež čistega dobička, ki je izplačan v obliki dividend, in premija oziroma diskont za tveganje delnice določenega podjetja, ki na razvitih finančnih trgih vplivajo na ceno delnic, pri nas nanjo zaenkrat še ne vplivajo opazno. To ne pomeni, da se tečajji gibajo brez vzročno-posledičnih povezav, ampak da se vpliv teh dejavnikov dostikrat porazgubi zaradi razmeroma močnega vpliva ostalih, predvsem tranzicijskih dejavnikov in jih je zaradi tega težje zaznati.

Pričakovati je, da bo vpliv temeljnih dejavnikov na gibanja tečajev delnic na Ljubljanski borzi v naslednjih letih, ko bo slovenski trg kapitala izgubljal tranzicijski značaj, čedalje večji. Res pa je tudi, da ta povezava zlasti kratkoročno verjetno nikoli ne bo tako močna kot na razvitih in učinkovitejših trgih kapitala (Kleindienst, 2001, str. 323).

Če kot investitorji pri oblikovanju strukture naložb upoštevamo dolžino investicijskega horizonta, moramo vedeti, da delnice z daljšanjem investicijskega horizonta postajajo relativno manj tvegane. To je še posebej pomembno za pokojninske sklade, ki veljajo za racionalne dolgoročne investitorje. Ob upoštevanju dejstva, da je tveganje v daljšem obdobju manjše v primerjavi s krajšim obdobjem in če imajo pokojninski skladi hkrati natančno izdelano dolgoročno strategijo upravljanja s premoženjem, ki ni odvisna od kratkoročnih fluktuacij, bi se dolgoročno kot investitorji lahko pogosteje okoriščali te vrste naložb. Tako pa večino njihovega premoženja sestavljajo dolgoročne državne obveznice in bančni depoziti.

O tem, zakaj je struktura naložb slovenskih pokojninskih skladov takšna, kot je, oziroma zakaj precejšen delež naložbenega portfelja predstavljajo dolžniški vrednostni papirji, je več povedanega v poglavju 4.3..

#### **4.2.2. OBVEZNICE**

Obveznica je najpogosteje uporabljen dolžniški vrednostni papir. Izdajatelj, ki je lahko država, občina, banka ali podjetje, jo ponudi vlagateljem z namenom pridobitve finančnih sredstev. Varnost nalaganja sredstev v obveznice je odvisna od izdajatelja. Državne obveznice so najbolj varne, saj za njihovo izplačilo jamči država z vsem svojim premoženjem. Kreditna sposobnost drugih izdajateljev obveznic se postopoma zmanjšuje od bank prek občin do podjetij.

Pri izdaji se določita realna obrestna mera in klavzula za ohranjanje vrednosti, ki je posledica visoke slovenske inflacije in je hkrati zaščita pred njo. Obrestne mere pri državnih obveznicah so zaradi nizkega tveganja nižje kot obrestne mere pri bolj tveganih podjetniških obveznicah.

V stabilnih gospodarskih razmerah prinašajo obveznice v daljšem časovnem obdobju stabilno donosnost. Ob padcu obrestnih mer so obveznice še posebej zaželeni. Zaradi padanja obrestnih mer tečajji obveznic naraščajo, zato investitorjem prinašajo tudi kapitalske dobičke

(razlika med prodajno in nakupno ceno obveznice). Obratno se zgodi v razmerah naraščajoče inflacije, pride torej do zmanjšanja realne vrednosti naložb.

Ker je za obveznice znano, kakšna je njihova tržna cena, kakšna bo obrestna mera, kdaj imajo rok dospelosti, s strani vlagatelja pa tudi kolikšno število obveznic ima v lasti in kakšna je njegova trenutna donosnost, lahko rečemo, da so obveznice precej pregledna naložba. Poleg tega je gibanje cen obveznic na borzi manjše, kot to velja za delnice, zato je tudi možnost izgube vloženega denarja zaradi znižanja cen obveznic manjša kot pri delnicah.

#### **4.2.3. KRATKOROČNE (LIKVIDNE) NALOŽBE**

Kratkoročne finančne naložbe predstavljajo zelo nizko ali skoraj nikakršno tveganje, s čimer je posledično povezana tudi njihova izjemno nizka donosnost. Ponavadi gre za kvalitetne dolžniške instrumente, kot so komercialni zapisi, zakladne menice, potrdila o vezani vlogi, kratkoročni vrednostni papirji lokalnih oblasti in evrozapisi. Predvsem zaradi nizke donosnosti in razmeroma predvidljivih denarnih prilivov in odlivov imajo pokojninski skladi v povprečju zelo majhen delež premoženja v likvidni obliki. V kratkoročne naložbe nalagajo takrat, če obstaja nujna potreba po likvidnosti ali ob težavah na trgih dolgoročnejših naložb. Večje potrebe po likvidnih sredstvih se lahko pojavijo tudi pri pokojninskih skladih z večjim deležem upokojencev.

#### **4.2.4. NEPREMIČNINE**

V primerjavi z delnicami in obveznicami imajo nepremičnine pomembno slabost, in sicer nelikvidnost. Pomanjkanje likvidnosti lahko pomeni, da bo potencialna prodajna cena nepremičnine pod ocenjeno vrednostjo nepremičnine. Problem predstavlja tudi merjenje in ocenjevanje donosnosti nepremičnin in variabilnosti donosnosti, saj je transakcij malo, zato se velikokrat uporabljajo ceno namesto tržnih cen.

Od drugih naložb se razlikujejo tudi po načinu trgovanja. Nepremičninski trgi so slabo organizirani, zato navadno z njimi trguje le manjši krog ponudnikov in povpraševalcev. Evidenca na slovenskem trgu nepremičnin je nepopolna, neažurna, nepovezana, vsebinsko neuskaljena, postopki spreminjanja podatkov so dolgotrajni in zamudni, dostopnost do podatkov iz evidence pa nemalokrat ne zadošča zahtevam uporabnikov. Stroški iskanja informacij na trgih nepremičnin so mnogo višji v primerjavi s trgom vrednostnih papirjev.

Tudi naložbe v nepremičnine je pametno razpršiti, zato je priporočljiva zemljepisna razpršitev, razpršitev po vrstah nepremičnin ali mednarodna razpršitev.

#### **4.2.5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI**

Izvedeni finančni instrument je finančna pogodba, katere vrednost je odvisna od vrednosti enega ali več premoženj ali indeksov premoženj. V splošnem jih razdelimo na terminske pogodbe (futures, forwards), opcije (options), zamenjave (swaps) ter njihove kombinacije. Vsaka od skupin se lahko nanaša na valuto, blago, obrestno mero ali borzni indeks vrednostnih papirjev (Mramor et al., 2000, str. 75).

Najprivlačnejša značilnost izvedenih finančnih instrumentov je, da omogočajo oblikovanje želenega razmerja med tveganjem in pričakovano donosnostjo portfelja naložb. Kljub tej prednosti pa je potrebno biti previden, saj gre za kompleksne instrumente, ki so zahtevni za razumevanje, kar povečuje nevarnost, da se tisti, ki jih uporabljajo, ne zavedajo vseh njihovih značilnosti.

Dosedanja praksa je pokazala, da na slovenskem finančnem trgu obstajajo potrebe po izvedenih finančnih oblikah, zato je po zamrznitvi Terminske borze leta 1996 zaživela aprila 1998 nova terminska borza – Mednarodna borza za opcijske in terminske posle (MBOT) d.o.o. (Mramor et al., 2000, str. 78).

Za slovenski terminski trg naj bi bile zanimive predvsem valutne terminske pogodbe in opcije na posamezne vrednostne papirje ali na indeksa (borzni indeks obveznic - BIO, slovenski borzni indeks - SBI) (Prohaska, 1999, str. 186).

#### **4.2.6. NALOŽBE NA TUJIH TRGIH OZIROMA VREDNOSTNI PAPIRJI TUJIH IZDAJATELJEV**

Izkušnje kažejo, da vključevanje obveznic in delnic tujih izdajateljev v naložbeni portfelj prinaša ugodnejše razmerje med tveganjem in pričakovano donosnostjo. Gospodarstva so v različnih fazah poslovnega cikla in ker na gospodarstva ali večja gospodarska območja v različnih obdobjih vplivajo različni dejavniki, bo na dolgi rok donosnost naložb na posameznih trgih kapitala različna. Na privlačnost finančnega investiranja v tujino vplivajo naslednji dejavniki: velikost domačega gospodarstva, trdnost domače valute, gibanje obrestnih mer in naložbena regulativa.

Naložbe v tuje vrednostne papirje prinašajo tri glavne prednosti (Mayo, 1994, str. 613):

- zmanjševanje tveganja z razpršitvijo premoženja;
- kapitalske dobičke z naložbami v hitro rastoče panoge in podjetja;
- kapitalske dobičke z naložbami na manj učinkovitih trgih.



Po mnenju nekaterih strokovnjakov naj bi bila velikost domačega trga kapitala in delež premoženja skladov, ki je naložen doma, 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.

Alenka Selak z Agencije za trg vrednostnih papirjev poudarja, da je pri investiranju sredstev v tujino potrebno postaviti vprašanje, ali so kadri usposobljeni za ocenjevanje tveganj, ki jih prinašajo tuji trgi in papirji. Poleg tega morajo pokojninski skladi imeti v tujini borzne posrednike. Zato je pomembno, ali pravilno ocenijo tako njihovo sposobnost kot tudi zanesljivost. Tu se skrivajo poglobljena tveganja pri nalaganju na tujih trgih (Petavs, 2000, str.17).

V številnih državah je prisoten strah, da bi kapital pobegnil v tujino in ne bi prispeval k razvoju domačega trga kapitala. Zato zlasti države v razvoju omejujejo naložbe v tujini.

### **4.3. PROBLEM OMEJITEV V STRUKTURI NALOŽB**

Zaradi nerazvitosti slovenskega trga kapitala so omejitve obsega posameznih naložb s strani države predvsem varnostni element za zavarovance. Pri tem seveda posredno priznavamo, da imamo upravljavce, ki jim kljub podeljenim licencam ne moremo slepo zaupati. Slovenski izvajalci pokojninskih načrtov premoženje upravljajo dokaj pasivno, zato morebitna nadzorniroma podpopprečna sposobnost posameznih upravljavcev ni izrazito opazna. Razlogi za to so navedeni v nadaljevanju.

#### **4.3.1. KOLIČINSKE OMEJITVE**

S pomočjo določanja minimalnih in maksimalnih deležev posameznih vrst naložb država poskuša doseči zmanjšanje tveganja in primerno razpršitev premoženja pokojninskih skladov. Pri nalaganju sredstev morajo skladi torej paziti, da sestava naložbenega portfelja ostaja v okvirih, ki jih določa država. V Sloveniji morajo izvajalci pokojninskih načrtov upoštevati omejitve, ki jih prikazuje Priloga 1.

Agencija za zavarovalni nadzor lahko iz posebej utemeljenih razlogov na zahtevo posameznega pokojninskega sklada temu dovoli, da v zvezi s posamezno vrsto naložb prekorači v prilogi navedene omejitve. Veljavnost dovoljenja mora biti omejena na čas, ki ga ob upoštevanju razlogov, iz katerih je dovoljenje izdala, določi Agencija za zavarovalni nadzor.

V skladu s prizadevanji za vzpostavitev enotnega evropskega kapitalskega trga se v naložbeni politiki pokojninskih skladov uveljavlja stališče, da so količinske omejitve oziroma predpisi,

ki določajo nižje kvote za npr. državne vrednostne papirje, nesprejemljivi. Prisilno kupovanje državnih obveznic pomeni tako sofinanciranje proračunskih primanjkljajev kot tudi manj učinkovito investiranje pokojninskih sredstev ter s tem večje stroške pokojninskih skladov in nižje prihodnje pokojnine. Količinske omejitve ne znižujejo naložbenega tveganja, pač pa ga lahko celo povečujejo, zlasti še t. i. valutno in deželno tveganje (Bešter, 2000, str. 49).

Količinske omejitve vspodbujajo pokojninske sklade k naložbeni strategiji, ki je v skladu z zakonskimi omejitvami, namesto da bi le-ti skušali doseči dober donos ob hkratnem obvladovanju tveganja in druge cilje, ki prispevajo k uspešnosti sklada. Oteženo je tudi usklajevanje naložbene politike z obveznostmi pokojninskih skladov. Sklad, ki še ni dosegel zrelosti, bo namreč manj naklonjen tveganju kot zrel pokojninski sklad, ki bo imel več obveznosti v krajšem časovnem horizontu. Količinske omejitve zahtevajo strogo, nefleksibilno naložbeno politiko, kar pomeni, da pokojninski skladi ne morejo slediti spremenjenim gospodarskim okoliščinam, gibanjem na trgu kapitala ter morebitnim spremembam vrednosti valut. Med upravljavci naložb pokojninskih skladov omejitve zmanjšujejo konkurenco in s tem zavirajo razvoj naložbene industrije.

Na razvitih trgih kapitala (npr. Združene države Amerike in Velika Britanija) pokojninski skladi ne poznajo omejitev glede dovoljenih naložb in njihovega obsega ali pa so te omejitve šibke. Upravljavci morajo pri odločanju o naložbah spoštovati tako imenovano načelo preudarnosti, ki zahteva oblikovanje smotrno diverzificiranega portfelja, vendar ne postavlja posebnih omejitev, razen naložb v finančne instrumente delodajalca, ki financira pokojninski načrt (World Bank, 1994, str. 191).

#### **4.3.2. MINIMALNA OZIROMA ZAJAMČENA STOPNJA DONOSA**

Določena minimalna stopnja donosa, ki jo mora jamčiti vsak slovenski pokojninski sklad, ima pri oblikovanju naložbene politike pomembno vlogo. Izražena mora biti z letno stopnjo donosnosti in ne sme biti nižja od 40% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom.

Alenka Selak pojasnjuje, da naj bi bilo na ta način zagotovljeno, da bo ohranjena vsaj realna vrednost privarčevane vsote. To je samo izhodišče, ki naj bi sililo družbe in sklade k minimalni uspešnosti. Tisti sklad, ki bo dosegal zgolj zajamčeni 40-odstotni donos, ne bo privlačen za investitorje (Petavs, 2000, str. 16).

V primeru, da stopnja donosa ne doseže zakonsko postavljene meje, mora pokojninski sklad razliko pokriti iz predhodno oblikovanih rezervacij oziroma iz lastnega kapitala, če oblikovane rezervacije ne bi zadoščale. Seveda v tem primeru ostane brez upravljalvske provizije.

Za ocenjevanje naložbene politike je pomembno vedeti, kaj se zgodi z razliko med dejansko ustvarjeno stopnjo donosa in zagotovljeno stopnjo donosa v primeru, ko je ustvarjena stopnja donosa višja od zagotovljene. Možnosti so naslednje:

- celotni presežek predstavlja dobiček izvajalca pokojninskega načrta;
- presežek se razdeli med ponudnika pokojninskega zavarovanja in zavarovance;
- presežek se v celoti pripiše na račun zavarovancev.

V Sloveniji celotni presežek nad minimalno zagotovljeno stopnjo donosa pripada zavarovancu, celotno tveganje nedoseganja zajamčene stopnje donosa pa nosi ponudnik sam. Na osnovi tega lahko sklepamo, da če se v določenem časovnem intervalu število zavarovancev pri posameznem ponudniku ne bo spremenilo, je osnovni cilj investicijske politike doseganje in ne preseganje minimalne zagotovljene stopnje donosa s čim manjšimi odkloni od te ciljne vrednosti. Posledično to pomeni, da večino premoženja pokojninskih skladov sestavljajo dolgoročne državne obveznice in bančni depoziti. Ker je zajamčena donosnost sredstev vezana na donosnost državnih vrednostnih papirjev, imajo upravljavci še dodaten interes za naložbe v njih, saj se s tem izognejo neskladju med donosnostjo lastnega portfelja in državnimi vrednostnimi papirji, s tem pa zmanjšajo možnost izgub.

Naslednji problem, ki upravljavcem pokojninskih skladov posredno preprečuje, da bi lahko v večji meri vlagali v delnice in tako ustvarjali višje stopnje donosov pri zmernem tveganju, je dejstvo, da se doseganje zagotovljene stopnje donosa preverja mesečno. To določilo je pri dolgoročnih naložbah, kot so naložbe pokojninskih skladov, neprimerno, saj so upravljavci premoženja prisiljeni investicijsko strategijo prilagoditi mesečnemu časovnemu horizontu, s tem pa se umetno vnaša kratkovidnost.

Ob upoštevanju zgoraj navedenih ovir za bolj progresivno uvajanje pokojninskih skladov v Sloveniji je jasno, da je potrebno zajamčeno minimalno donosnost ponovno opredeliti ali odpraviti. Odprava bi lahko bila politično nesprejemljiva, zato je drugačna opredelitev referenčne donosnosti verjetno boljša rešitev (Simoneti, Erker, Lukovac, 2003). Če ne bo prišlo do določenih sprememb, ne moremo pričakovati, da bodo ponudniki pokojninskih zavarovanj nastopali kot pomembnejši institucionalni investitorji na slovenskem trgu kapitala.

#### **4.4. MERJENJE USPEŠNOSTI INVESTIRANJA**

Zastopniki interesov članov pokojninskega sklada morajo z merjenjem investicijske uspešnosti priti do podatkov, ki so pomembni za poslovanje sklada v prihodnosti. Ugotoviti morajo, ali trenutna investicijska politika omogoča uresničevati investicijske cilje in če upravljavec sledi predvideni investicijski politiki. Pri tem je potrebno dobro poznati elemente investicijske uspešnosti, številne metode izračunavanja donosnosti, merjenja tveganj in imeti sposobnost kreiranja primerljivih portfeljev.

Do osnovnih napak pri merjenju uspešnosti investiranja najpogosteje pride že v izhodišču. Investitorji namreč vse prepogostokrat izhajajo iz domneve, da je vlagatelj uspešen tem bolj, čim višja je donosnost, ki jo ustvari. Investitorji, ki v določenem obdobju na trgu dosežejo najvišjo donosnost, se običajno razglasijo za »heroje« kapitalskih trgov. Ta pogled pa je napačen, saj izpušča pomembno sestavino – tveganje, ki ga prevzame investitor (Kleindienst, 2001, str. 382). Pričakovana donosnost in tveganje, ki smo ga pripravljene prevzeti, sta odločilna faktorja pri oblikovanju portfelja pokojninskega sklada. Zato je potrebno za ocenjevanje investicijskih odločitev oblikovati mere, ki omogočajo hkratno obravnavanje donosnosti in tveganja. Rezultat nato primerjamo z donosnostjo primerljivega (benchmark) portfelja. Za standard primerjave oziroma primerljiv (benchmark) portfelj analitiki pogosto uporabljajo borzni indeks, dosežke drugih upravljavcev in normaliziran portfelj.

#### **4.4.1. PRIMERJAVA Z BORZNIM INDEKSOM**

Kot merilo za ugotavljanje uspešnosti naložbene politike vlagatelji pogosto uporabljajo borzne indekse. Splošni borzni indeks izraža vrednost določene košarice delnic, za katere se ocenjuje, da najustrezneje prikazujejo splošno dogajanje na posameznem trgu.

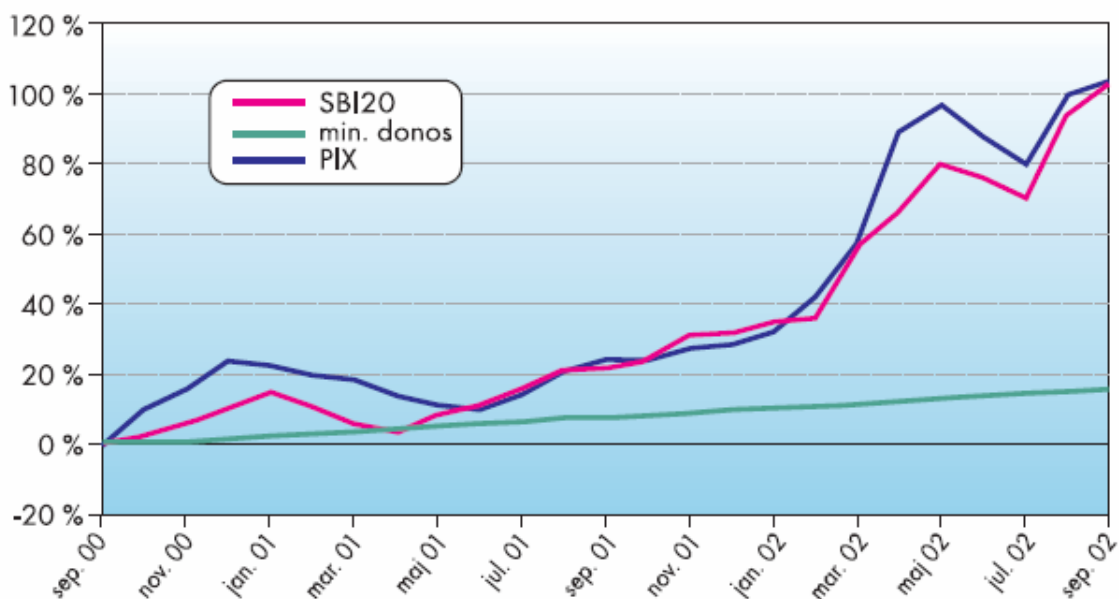
Splošna gibanja tečajev delnic na Ljubljanski borzi tako predstavlja slovenski borzni indeks (SBI 20). Vlagatelj, ki ima v finančnem premoženju večje število delnic, lahko na najonovnejši način uspešnost vlaganja ocenjuje tako, da donosnost, ki jo je ustvaril v določenem obdobju, primerja z donosnostjo slovenskega borznega indeksa v tem istem obdobju: če je presegel indeks SBI 20, je bil v obravnavanem obdobju nadpovprečno uspešen, ravno nasprotna ugotovitev pa velja, če je bila njegova donosnost nižja od indeksa SBI (Kleindienst, 2001, str. 383).

Z donosnostjo delniškega borznega indeksa lahko investitor primerja le tisti del premoženja, ki je naložen v delnicah. Nikakor ne sme primerjati donosnosti celotnega premoženja, saj je dolgoročna donosnost delnic višja od dolgoročne donosnosti obveznic in denarnih rezerv. V tem primeru bi investitor sklepal, da pri investiranju ni bil uspešen.

Ocenjevanje uspešnosti investiranja na osnovi primerjave z borznim indeksom je pri slovenskih pokojninskih skladih prisotno predvsem zaradi enostavnosti. Vendar pa moramo biti pozorni tudi na nekaj pomanjkljivosti (Kleindienst, 2001, str. 384):

- indeks SBI ne vključuje dividendne donosnosti, zato mora investitor k donosnosti borznega indeksa prišteti tudi donosnost, ki jo ustvari na osnovi prejetih dividend;
- investitor mora od ustvarjenih donosov odšteti stroške, ki jih je imel pri ustvarjanju in upravljanju premoženja (transakcijski stroški, stroški pridobivanja informacij ...);
- investitor mora ustvarjeno donosnost premoženja primerjati z borznim indeksom, katerega sestava je dober približek sestave njegovega finančnega premoženja.

**SLIKA 4: Primerjava donosov borznega indeksa (SBI 20) , indeksa investicijskih družb (PIX)<sup>1</sup> in zajamčena minimalna donosnost (ZMD) pokojninskih skladov**



1- PIX sestavlja 20 rednih delnic pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov) z najvišjo kapitalizacijo, vključenih v trgovanje na organiziranem trgu Ljubljanske borze. Indeks PIX se izračunava po enaki metodologiji kot indeks SBI. Tako je gibanje njegove vrednosti primerljivo z gibanjem indeksa SBI, hkrati pa indeks izraža relativni pomen velikosti posameznih investicijskih družb, vključenih vanj. Nove delnice se lahko v PIX vključijo trikrat na leto, to je na datum revizije indeksa.

Vir: Simoneti, Erker, Lukovac, 2003, str.122.

#### 4.4.2. PRIMERJAVA S KONKURENTI

Poleg primerjave z indeksom SBI 20 je smiselna primerjava donosnosti pokojninskih skladov zlasti z neposredno konkurenco. Vendar pa moramo biti pri tem previdni, saj lahko primerjamo le portfelje z zelo podobno sestavo premoženja in podobnim pristopom investiranja. Tako naj bi na se na primer med sabo primerjala uspešnost aktivno upravljanih portfeljev. Ker pa je v praksi zelo težko najti dovolj podobne naložbene portfelje, lahko ugotavljanje uspešnosti postane problematično. Rangiranje upravljalcev po donosnosti se velikokrat razlikuje od rangiranja upravljalcev po tveganju, zato lahko težavo predstavlja tudi razlaganje rezultatov na uporaben način.

#### 4.4.3. PRIMERJAVA Z NORMALIZIRANIM PORTFELJEM

Zaradi težav, povezanih z borznimi indeksi in primerjavami z drugimi upravljavci, so analitiki predlagali metodo z normaliziranim portfeljem. Normaliziran portfelj sestavljajo vse delnice, ki so upravljavcu na razpolago za naložbe v skladu z investicijsko politiko. Ker se ta metoda izogiba nekaterim težkim teoretičnim vprašanjem (npr. kateri faktorji tveganja so odločilni) in nekaterim statističnim problemom (npr. kakšno je optimalno obdobje merjenja), postaja vedno bolj priljubljena.

### 5. PRIMERJAVA SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADOV S TUJIMI

V svetu poznajo dodatno pokojninsko zavarovanje že dalj časa. Najdaljšo tradicijo imajo ZDA, v Evropi pa Velika Britanija in Nizozemska. V teh gospodarstvih so pokojninski skladi po premoženju največji nebančni finančni posredniki in najpomembnejši institucionalni investitorji, ki imajo najpomembnejšo vlogo na trgih kapitala. Tudi v državah, ki so bile v preteklosti bolj socialno usmerjene in niso posvečale toliko pozornosti dodatnemu pokojninskemu zavarovanju, se začenjajo zavedati pomembnosti pokojninskih skladov.

Sredstva evropskih pokojninskih skladov naj bi se z 1,627 milijarde ECU konec leta 1997 do leta 2020 povečala na 11,811 milijarde. Po predvidevanjih naj bi delež upokojencev z dodatnimi pokojninami narasel s sedanjih 13% na 33%, delež zaposlenih z dodatnim pokojninskim zavarovanjem pa naj bi se povečal s sedanjih 22% na več kot 60% vseh zaposlenih. Kljub temu strokovnjaki napovedujejo, da bo delež pokojnin iz državnih sistemov narasel s sedanjih 10% na 15-20% BDP (Bešter, 2000, str.47). V anglosaksonskih državah bodo tovrstne finančne obremenitve zaradi dobro razvitih pokojninskih skladov verjetno bistveno manjše.

**TABELA 7: Vrednost premoženja slovenskih pokojninskih skladov kot % BDP**

Delež naložb v BDP	31.12. 2001	31.12. 2002	31.12. 2003
Vzajemni pokojninski skladi	0,02	0,11	0,21
Pokojninske družbe in zavarovalnice*	0,10	0,34	0,64

\* Tiste zavarovalnice, ki ne upravljajo vzajemnih pokojninskih skladov.

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev in Agencija za zavarovalni nadzor, 2004.

Če primerjamo slovenske pokojninske sklade s tujimi, vidimo, da naši predstavljajo precej manjši odstotek v BDP kot skladi drugih držav.

**TABELA 8: Vrednost premoženja pokojninskih skladov kot % BDP za izbrane države v obdobju 1987 - 1996**

Država	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Avstralija	-	21,1	20,0	17,6	22,1	23,9	30,1	30,3	31,4	31,6
Avstrija	-	-	-	-	0,5	0,5	0,6	0,8	0,9	1,2
Belgija	2,4	2,4	2,7	2,5	2,7	2,5	2,8	3,1	3,7	4,1
Kanada	26,4	26,8	28,7	30,0	32,0	32,8	35,7	37,7	41,0	43,0
Češka	-	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,5
Danska	10,9	10,3	12,2	12,4	12,8	16,6	19,3	18,9	21,1	23,9
Finska	19,7	20,3	21,0	25,1	30,9	34,7	38,1	39,3	39,6	40,8
Francija	-	-	-	3,4	3,5	3,2	3,3	3,8	4,3	5,6
Nemčija	3,4	3,1	3,4	3,3	3,5	5,1	5,5	5,4	5,2	5,8
Grčija	-	-	6,2	6,5	7,1	6,9	8,0	10,3	10,9	12,7
Madžarska	-	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2	0,2
Irska	-	29,0	34,0	31,5	35,2	30,6	40,1	38,9	40,5	45,0
Italija	-	-	-	-	0,6	1,1	1,7	2,2	2,6	3,0
Japonska	38,0	33,7	31,8	37,4	37,9	37,3	41,0	49,4	40,6	41,8
Koreja	3,2	3,4	3,0	3,1	2,9	3,2	3,4	3,3	3,1	3,3
Luxemburg	19,5	16,9	18,5	19,7	20,5	18,8	18,7	20,3	19,6	19,7
Nizozemska	45,5	72,7	81,6	78,4	81,1	72,1	83,5	85,0	86,6	87,3
Norveška	3,8	3,9	4,2	4,6	5,1	4,7	5,7	6,6	6,6	7,3
Portugalska	-	-	1,4	1,9	3,2	2,9	5,6	7,3	8,0	9,9
Španija	-	0,1	0,4	1,5	3,0	2,9	2,1	2,3	3,1	3,8
Švedska	33,4	30,9	30,6	31,0	38,6	29,6	27,1	25,7	30,5	32,6
Švica	74,7	64,5	71,3	72,5	75,5	74,7	82,2	86,5	104,3	117,1
Velika Britanija	62,3	58,2	65,0	59,7	64,1	58,2	72,4	69,2	73,2	74,7
ZDA	35,7	36,8	36,3	38,1	48,0	48,2	53,4	50,6	58,9	58,2

Vir: Maintaining Prosperity in an Ageing Society, 1998, str. 65.

Organizacijska struktura Evropske unije postaja čedalje bolj zaskrbljena, saj so pokojninski skladi kljub svoji velikosti edino področje finančne industrije, ki še ni doseglo niti minimalne stopnje harmonizacije predpisov (Bešter, 2000, str.48). Zaradi tega se med državami pojavljajo velike razlike v strukturi naložb. Znotraj posamezne države je strateška razporeditev premoženja posameznih pokojninskih skladov precej podobna, saj mora biti v skladu z regulativo te države.

**TABELA 9: Struktura naložb pokojninskih skladov v evropskih državah v letu 1998**

Država	Domače delnice %	Domače obveznice %	Tuje delnice %	Tuje obveznice %	Nepre – mičnine %	Denar in drugo %
Avstrija	4	54	19	14	1	8
Belgija	20	29	28	12	5	6
Danska	23	59	9	2	6	1
Finska	11	69	2	3	7	8
Francija	10	65	2	3	2	18
Nemčija	10	43	5	2	7	33
Irska	34	13	37	7	6	3
Italija	16	35	0	0	48	1
Nizozemska	20	43	17	12	6	2
Norveška	11	47	10	19	7	6
Portugalska	18	61	6	5	2	8
Španija	16	56	5	1	1	21
Švedska	21	60	10	3	6	0
Švica	17	29	8	9	26	11
Velika Britanija	55	9	17	6	3	10

Vir: Bešter, 2000, str. 50.

Kontinentalni evropski skladi (npr. Avstrija, Francija, Nemčija, Norveška, Italija), ki morajo pri investicijski politiki upoštevati naložbene omejitve, imajo v povprečju manj domačih delnic in tujih naložb ter več obveznic kot pokojninski skladi v anglosaških državah (npr. ZDA, Velika Britanija, Avstralija, Kanada), katerih temelj investicijske politike je načelo preudarnosti (Statistical Yearbook, 1998, str. 32-34). Predvsem v tranzicijskih državah z nizko tržno kapitalizacijo in nelikvidnostjo trgov imajo pokojninski skladi obsežen del portfelja naložen v obveznice in bančne depozite. To velja tudi za Slovenijo.



**TABELA 10: Struktura naložb slovenskih vzajemnih pokojninskih skladov po posameznih letih**

	31.12. 2001 %	31.12. 2002 %	31.12. 2003 %	31.01. 2004 %
Denarna sredstva	2,3	1,4	1,0	1,2
Kratkoročni vrednostni papirji	13,1	2,4	1,7	1,4
- državni	0,0	0,0	0,4	0,4
- drugi				
Obveznice				
-državne	43,2	45,0	46,8	45,1
-druge	14,1	19,0	22,4	23,5
Delnice	-	0,9	4,2	4,1
Drugi vrednostni papirji	-	1,9	0,9	0,8
Investicijski kuponi in delnice inv. skladov	0,0	2,6	2,9	3,1
Posojila	0,0	0,0	0,0	0,0
Bančni depoziti	26,9	26,8	19,5	20,1
Nepremičnine	0,0	0,0	0,0	0,0
Drugo	0,3	0,2	0,1	0,2

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2004.

**TABELA 11: Struktura naložb slovenskih pokojninskih skladov zavarovalnic\* in pokojninskih družb**

	31.12. 2001 %	31.12. 2002 %	31.12. 2003 %
Državni vrednostni papirji	65,3	55,2	57,7
Dolžniški vrednostni papirji	11,4	19,3	21,2
Lastniški vrednostni papirji	1,9	3,8	3,6
Depoziti pri bankah	20,4	21,3	17,3
Ostalo	0,9	0,3	0,2

\* Tiste zavarovalnice, ki ne upravljajo vzajemnih pokojninskih skladov.

Vir: Agencija za zavarovalni nadzor, 2004.

Sestava naložb kontinentalnih pokojninskih skladov naj bi bila posledica dominantnosti bank. Tudi v Sloveniji so banke prevladujoče finančne institucije, saj je njihova bilančna vsota konec leta 2002 predstavljala približno 86 odstotkov bruto domačega proizvoda (Simoneti, Erker, Lukovac, 2003, str. 113). Sestava premoženja kontinentalnih skladov je precej manj tvegana, kot bi smela biti glede na dolgoročnost varčevanja, s tem pa kontinentalni

zavarovanci s svojimi prihranki ustvarijo bistveno manjšo donosnost od anglosaških zavarovancev.

Naložbena struktura je pomemben faktor v poslovanju pokojninskih skladov, saj skupaj s splošnimi razmerami na nacionalnih finančnih trgih vpliva na dosežene donosnosti.

**TABELA 12: Realne donosnosti pokojninskih skladov po državah v obdobju med 1984-1996**

(v %, merjeno v domači valuti)

Država	1984-1996
Belgija	9,0
Danska	6,0
Nemčija	7,0
Irska	11,0
Nizozemska	8,0
Švica	4,0
Velika Britanija	10,0
ZDA	9,0

Vir: Maintaining Prosperity in an Ageing Society, 1998, str. 69.

Stopnje realnega letnega donosa, ki naj bi jih po lastnih ocenah dosegli upravljavci slovenskih pokojninskih skladov, se gibljejo od previdnih 5 do drznih 10,71 odstotka, pri čemer povprečje teh napovedi znaša 6,6 odstotka (Kodrič, 2000). Kodrič dalje razlaga, da je povprečna realna letna stopnja donosa 6,6 odstotka ob upoštevanju predvidene naložbene strukture izredno optimistična in da sta od vseh slovenskih vzajemnih skladov v preteklih petih letih ta donos preseгла samo dva.

Spremenjene varčevalne navade in nove priložnosti, ki jih bo prinesla integracija slovenskih finančnih trgov na globalne finančne trge, bodo ključni dejavniki za razvoj domačih institucionalnih investitorjev. Pri tem pa se postavlja vprašanje, ali domače institucije dolgoročno lahko tekmujejo s tujimi in pomagajo slovenskim investitorjem pri njihovi globalni razpršitvi naložb. Odgovor je, da lahko, vendar pod pogojem, da bodo ponudile storitve, ki bodo po kakovosti in ceni dosegale mednarodne standarde. Če država domačim institucijam ne bo pomagala s spremembo diskriminatorne domače davčne zakonodaje na trgu kapitala in pri obvladovanju pretiranih stroškov infrastrukture domačega trga kapitala, bodo te imele zelo malo možnosti za uspeh (Simoneti, Erker, Lukovac, 2003, str. 123).

## **6. SLOVENIJA Z DAVČNO POLITIKO VSPodbUJA UVELJAVITEV POKOJNINSKIH SKLADOV**

Država naj bi s prvim stebrom poskrbela le za minimalni nivo socialne varnosti, zato je njen dolgoročni cilj usmerjen v zagotavljanje dohodka iz naslova dodatnih pokojnin. Po zaslugi davčnih olajšav, privilegijev in spodbud je pokojninsko zavarovanje v razvitih državah najbolj razširjena oblika varčevanja. K razvoju pokojninskih skladov naj bi pripomogle predvsem davčne ugodnosti. Delodajalcem oziroma posameznikom, ki plačujejo prispevke v drugi pokojninski steber, so vse države Evropske unije z zakonodajo zagotovile davčne olajšave. Na osnovi tega se tudi Slovenija poskuša držati enakih pravil.

Pred oblikovanjem davčne zakonodaje pokojninskih zavarovanj si mora posamezna država odgovoriti na številna vprašanja. Najpogosteje se pojavlja dvom, ali res prispevki v dodatne pokojninske programe zaslužijo privilegirano davčno obravnavo v primerjavi z drugimi oblikami varčevanja. Glavni argument za davčne olajšave je, da imajo dodatne prostovoljne pokojnine socialno vrednost in da družba odobrava skrbno in varčevalno obnašanje, s katerim se da izogniti težavam v starosti in s tem socialni pomoči države. Argumenti, ki so proti privilegiraneemu statusu, temeljijo na enakopravnosti oziroma na stališču, da ni pošteno omogočiti davčne olajšave samo enemu delu zaposlene populacije in to tistemu delu, kateremu so zagotovljeni višji osebni dohodki. Stanja namreč kažejo, da v dodatne pokojninske programe vplačujejo predvsem boljše situirani zaposleni. Po drugi strani pa je potrebno upoštevati tudi dejstvo, da bi srednji, višji in visok dohodkovni razred, če ne bi imeli možnosti dodatnega prostovoljnega pokojninskega programa, pritiskali na javni pokojninski sistem z zahtevo po višji pokojnini. To bi povzročilo zviševanje vseh davkov in bi prizadelo celotno populacijo.

Pokojninska zavarovanja so lahko obdavčena v točki plačila prispevkov delodajalcev ali posameznikov, kot realizirani donosi naložb pokojninskih skladov ali pa, kot izplačila privarčevanih sredstev (pokojnin) upravičencem. V praksi se najbolj pogosto uporablja pravilo EET, po katerem so finančna sredstva obdavčena šele ob izplačilu pokojnin. To pravilo spodbudno deluje na razvoj pokojninskih skladov, zato ga uporablja tudi Slovenija. Izplačane pokojnine se prištevajo k davčni osnovi prejemnikov, od katere plačajo dohodnino. Tak sistem obdavčitve prinaša posameznikom časovno odložitev plačila davkov in največkrat tudi njihovo absolutno zmanjšanje. Dohodki upokojencev so namreč običajno nižji od tistih, ki so jih prejeli v času polne zaposlitve, kar pomeni, da davčni zavezanci padejo v nižji davčni razred in tako plačajo manjši davek. Po pravilu EET imajo prispevki v pokojninski sklad v sponzorskem podjetju značaj stroška, kar pomeni zmanjšanje davčne osnove (dobička) in s tem zneska plačanih davkov.

## 6.1. DAVČNE OLAJŠAVE

Država z davčnimi olajšavami podpira delodajalca in tudi zavarovanca, da znaten del razpoložljivih denarnih sredstev, ki bi bila sicer namenjena za trenutno porabo, vložita v pokojninske sklade. Taka davčna politika spodbuja varčevanje in s tem vpliva na makroekonomske ter tudi mikroekonomske kazalnike v državi.

Za vplačano premijo, ki je znotraj zakonsko določenih okvirov, lahko zavarovanec pri individualnem prostovoljnem zavarovanju, ki ga plačuje sam, pri odmeri dohodnine uveljavlja davčno olajšavo za celoten znesek premije. Pri tem je treba poudariti, da ne gre za oprostitev plačila dohodnine, ampak le za odložitev. To pomeni, da se dohodnina plača, ko začne zavarovanec prejemati pokojnino. Pri kolektivnem prostovoljnem zavarovanju, ki ga za zavarovanca plačuje podjetje ali se plačuje kombinirano (del zavarovanec in del podjetje), je za uveljavljanje davčnih olajšav poleg zakonsko določene vrednosti premije potrebno izpolnjevati tudi pogoj, da ima delodajalec v posameznem letu plačevanja premij vključenih v pokojninski načrt najmanj 51 odstotkov svojih zaposlenih delavcev.

Veliko ugodnejši način zavarovanja v okviru drugega stebra je kolektivno prostovoljno pokojninsko zavarovanje, ki omogoča zavarovancu znižanje plačila dohodnine enako kot pri individualnem zavarovanju in dodatno oprostitev plačila prispevkov na vplačano premijo, ki jo za zavarovanca vplača delodajalec. Ta za tako plačani del premije uveljavlja davčno olajšavo pri plačilu davka od dobička, vendar le do zneska najvišje mesečne premije za posameznega zavarovanca in največ do višine davčne osnove. Za podjetje so plačani prispevki strošek, na pa tudi davčno priznan odhodek, vendar pa lahko zmanjšujejo davčno osnovo do višine nič, kar pomeni dejansko enako situacijo, kot da bi bilo navedeno plačilo davčno priznan odhodek. Na ta način država podjetjem nadomesti del premije, ki jo plačujejo za zaposlene.

Znesek najvišje oziroma optimalne davčne olajšave za posameznega zavarovanca se izračuna individualno na zavarovanca v višini 24 odstotkov njegovih prispevkov za obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje. To pomeni, da ima posameznik pravico uveljaviti olajšavo pri plačilu dohodnine do 5,844 odstotka svoje bruto plače, vendar ne manj kot 3.683 tolarjev na mesec oziroma 44.196 na leto in ne več kot 36.830 tolarjev na mesec oziroma 441.960 na leto. Olajšavo uveljavi tako, da konec leta pri napovedi dohodnine uveljavlja plačane prispevke kot davčno olajšavo, in sicer neodvisno od davčnih olajšav v višini treh odstotkov. Kot je bilo že navedeno zgoraj, pri tem ne gre za oprostitev, temveč le za odložitev plačila dohodnine. Seveda je jasno, da zavarovanec (ali delodajalec) lahko vplačuje premijo, ki je večja kot 5,844 odstotka od zavarovančeve bruto plače, vendar se presežek ne šteje kot davčna olajšava.

Pomembna je novost, da se lahko posameznik vključi v en kolektivni pokojninski načrt (prek svojega delodajalca) in en individualni pokojninski načrt. Pri tem je potrebno upoštevati, da ima pri uveljavljanju davčnih olajšav prednost delodajalec. Če vplačujeta premijo tako delodajalec kakor tudi pri njem zaposleni delavec, se za uveljavljanje davčnih olajšav upošteva kumulativni znesek vplačanih premij. Glede na to, da ima prednost pri uveljavljanju davčne olajšave delodajalec, lahko delavec uveljavlja kot svojo davčno olajšavo le razliko med premijo, ki jo je vplačal delodajalec, in optimalno (najvišjo) davčno premijo (Kalčič, 2002, str. 15).

Delodajalcu in zavarovancu prostovoljnega dodatnega zavarovanja se priznata davčna olajšava in odhodek pod pogojem, da je pokojninski načrt, na podlagi katerega se plačuje premija prostovoljnega dodatnega zavarovanja, vpisan v poseben register.

Prispevki za obvezno dodatno zavarovanje imajo enak davčni status kot prispevki za obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje.

## **7. NADZOR NAD SLOVENSKIMI POKOJNINSKIMI SKLADI**

Ogromne vsote, s katerimi razpolagajo pokojninski skladi, zahtevajo učinkovitost in transparentnost. Čeprav se oblike delovanja pokojninskih skladov od države do države razlikujejo, so vsem skupna temeljna načela, ki jih morajo upravljalci pokojninskih skladov strogo spoštovati: varnost, odgovornost, transparentnost ter naložbena in cenovna učinkovitost. Za zagotovitev izpolnjevanja naštetih kriterijev pa je potreben primeren nadzor (Bešter, 2000, str.48).

Med vplačili in izplačili denarnih sredstev pokojninskih skladov lahko preteče tudi nekaj desetletij, zato je nujno, da država regulira in nadzira delovanje teh institucij. Z izvajanjem sankcij tako s trga izloči nezanesljive upravljavce.

Nad delovanjem slovenskih vzajemnih pokojninskih skladov in pokojninskih družb je z zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju vzpostavljena institucionalen sistem nadzora, ki pa bi ga kazalo še bolj zaostriti, da ne bi v prihodnosti, ko se bo iztekel 10-letni rok za izplačilo dodatnih starostnih pokojnin, prišlo do tega, da pokojninski skladi ne bi mogli izpolniti upokojitvenih zagotovil (Kalčič, 2001, str. 12).

Izvajalci, ki izvajajo nadzor so:

- Agencija za trg vrednostnih papirjev,
- Agencija za zavarovalni nadzor,
- Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve,
- Davčni urad Republike Slovenije,
- drugi nadzorni organi (nadzorni svet, pooblaščen aktuar, notranja in zunanja revizija ...).

Agencija za trg vrednostnih papirjev v sodelovanju z Agencijo za zavarovalni nadzor opravlja nadzor nad upravljanjem vzajemnih pokojninskih skladov. Vsak mesec preverjajo notranjo urejenost skladov, nadzirajo sestavo sredstev in obseg prehodnih in začasnih obračunskih postavk. Spremljajo nalaganje premoženja in pri tem preverjajo, v katere vrste naložb so sredstva naložena. Dosledno ugotavljajo, ali skladi izpolnjujejo zakonske določbe o omejitvah. Agencija za trg vrednostnih papirjev tudi preverja ločenost premoženja, da ne prihaja do transakcij s povezanimi osebami. Pregledovati morajo, ali odkupna vrednost enote premoženja odseva tekočo vrednost premoženja, in primerjati rast vrednosti enote premoženja s predpisanim minimalnim zajamčenim donosom.

Nadzor nad pokojninskimi družbami opravlja Agencija za zavarovalni nadzor. Le-ta preverja, ali družbe spoštujejo pravila o obvladovanju tveganj. Poseben poudarek daje tudi kapitalski ustreznosti, pravilnemu oblikovanju matematičnih rezervacij in kritnega sklada ter ustreznemu upravljanju premoženja.

Na ministrstvu za delo nadzirajo izvajanje določb zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju glede pokojninskega načrta in pravic, ki se zagotavljajo zavarovancu z vključitvijo v prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje po posameznem pokojninskem načrtu.

Nadzor nad izvajanjem določb zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju glede pridobitve davčnih in drugih olajšav opravlja pristojni davčni urad v skladu s posebnim zakonom, ki ureja davčno službo in davčne postopke. Davčna uprava Republike Slovenije vodi tudi register pokojninskih načrtov, ki so podlaga za davčne olajšave.

Posebej velja poudariti tudi interni vidik nadzora, in sicer prek nadzornega sveta, v katerem mora biti najmanj ena tretjina predstavnikov zavarovancev, odbora zavarovancev, ki se lahko oblikuje za spremljanje izvajanja posameznega pokojninskega načrta, pooblaščenega aktuarja, ki ga mora imeti pokojninska družba, ter sistema notranje in zunanje revizije.

## **SKLEP**

Pokojninska zavarovanja so vroča tema tako pri nas kot v svetu. V nekaterih državah že žanjejo prve sadove spremenjenega sistema pokojninskega zavarovanja, mnoge države pa reforma pokojninskega sistema še čaka. Slovenski pokojninski sistem ni (bil) nikakršna izjema. Novi zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju postopoma zmanjšuje dolgoletne pravice zavarovancev in se tako želi približati evropskemu načinu zagotavljanja varnosti v tretjem življenjskem obdobju.

Pokojninska reforma v Sloveniji je vplivala na razvoj naših pokojninskih skladov, vendar so ti še vedno v začetnih fazah razvoja. Iz leta v leto se ugotavlja naraščajoč obseg sredstev pokojninskih skladov, zato si od tega strokovnjaki obetajo številne pozitivne posledice – na trg kapitala, naložbeno industrijo ter eksistenčno varnost zavarovancev. Kakšni in kolikšni bodo oziroma so ti vplivi, je težko napovedati, saj analize kažejo, da v državah z reformiranim pokojninskim sistemom ti vplivi niso enaki. Vsekakor lahko pričakujemo, da bo prihajalo do večjega obsega dolgoročnega ter hkrati agregatnega varčevanja, razvoja varčevalnih instrumentov in ustanov finančnega trga. Ugoden vpliv pokojninskih skladov na finančni in gospodarski razvoj bo po mnenju mnogih strokovnjakov najbolj izrazit v tranzicijskih državah, ki izpolnjujejo minimalne finančne stabilnosti.

Slovenski pokojninski skladi so 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 zagotavljati zavarovancem. Tako zajamčena donosnost, vezana na državne vrednostne papirje, kot tudi relativno nizek dovoljeni delež naložb v delnice spodbujata predvsem nalaganje v državne vrednostne papirje. Če ne bo prišlo do določenih sprememb, povezanih z določitvijo minimalne zagotovljene stopnje donosa in z načinom ugotavljanja doseganja le-te, ne moremo pričakovati, da bodo ponudniki pokojninskih zavarovanj nastopali kot pomembnejši institucionalni investitorji na slovenskem trgu kapitala. Pod trenutnimi pogoji namreč ni smiselno vlagati v delnice in s tem prevzemati višjega dodatnega tveganja. Ker je pričakovana donosnost delnic, v primerjavi z drugimi razredi naložb, najvišja, je rezultat omejevanja nižja dosežena donosnost pokojninskih skladov, kot bi lahko bila, s tem pa tudi nižje pokojninske rente zavarovancev. Iz tega sledi upravičena skrb za eksistenco generacij, ki se bodo upokojevale v naslednjih dvajsetih letih. Iz izkušenj držav, ki so uvedle pravilo preudarnega upravljanja s sredstvi pokojninskih skladov kot kakovostno omejitev nalaganja namesto količinskih določil, lahko zaključimo, da je zakon v tem delu škodljiv za zavarovance.

Del zbranih sredstev bodo slovenski pokojninski skladi in pokojninske družbe v prihodnosti morali vlagati tudi v bolj tvegane, a bolj donosne delnice. Na dolgi rok bo prišlo do konsolidacije med ponudniki in je zato nadvse pomembno, da si posamezen pokojninski sklad oziroma družba na začetku pridobi čim več zavarovancev. Zaradi tega je stopnja donosa njihovih naložb zelo pomembna, saj je to odločilen kriterij, po katerem se posamezniki odločajo med ponudniki pokojninskih zavarovanj.

Dobro je, da država z davčnimi olajšavami podpira tako delodajalca kot tudi zavarovanca, da znten del razpoložljivih denarnih sredstev, ki bi sicer šla v trenutno potrošnjo, investirajo v pokojninske sklade. Ta davčna politika vsodbuja varčevanje in vpliva tako na makroekonomske in mikroekonomske kazalce v državi.

Primerjava slovenskih pokojninskih skladov s tujimi je pokazala, da obstajajo očitne razlike, ki so predvsem posledica zakonskih omejitev in značilnosti kapitalskih trgov. V Sloveniji je

precej zakonskih pomanjkljivosti, pa tudi zavest ljudi še vedno ni dovolj močna, da bi se množično odločali za varčevanje v pokojninskih skladih. Kljub temu je pričakovati rast varčevanja, saj so pokojnine sedanjih zaposlenih, ki predstavljajo najbolj množične generacije, zelo negotove. Na osnovi tega lahko potrdimo tezo iz uvoda, da lahko v prihodnosti pričakujemo pomembnejšo vlogo slovenskih pokojninskih skladov. Žal pa je povprečen zaslužek aktivnega prebivalca Slovenije še vedno na ravni, ko je težko pokriti tekočo potrošnjo in hkrati tudi varčevati. Ob zaključku dela lahko sklenemo, da se razmere počasi, a vztrajno spreminjajo, saj naš finančni sistem konec koncev že dobiva nekatere značilnosti razvitih finančnih sistemov.



## LITERATURA

1. Belič Damjan: Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v luči direktive 2003/41/EC. Pravna praksa, Ljubljana, 22(2003), 36/37, str.11-13.
2. Belopavlovič Nataša et al.: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju s komentarjem. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 1306 str.
3. Bešter Helena: Pokojninski sistemi v svetu in pri nas. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 175 str.
4. Bešter Helena: Usmeritve evropskih pokojninskih skladov za 21. stoletje. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 7/8, str. 47-51.
5. Bužan Robi: Pomen pokojninskih družb za prihodnost in razvoj trga kapitala. 18. finančno-borzna konferenca Ljubljanske borze d.d., Gradiva k predavanjem. Portorož, 17. - 19.5.2001, str. 26-50.
6. Cvetko Aleksej: Pravice iz pokojninskega in invalidskega zavarovanja po novem zakonu. Ljubljana : Bonex, 2000. 435 str.
7. Kalčič Miran: Oblikovanje pokojninskega načrta. Denar, Ljubljana, 11 (2001), 5, str. 8-14.
8. Kalčič Miran: Novosti pri prostovoljnem dodatnem pokojninskem zavarovanju. Denar, Ljubljana, 12 (2002), 2, str.13-17.
9. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2001. 542 str.
10. Kodrič Sandi: Kakšni so donosi pokojninskih skladov.  
[URL: <http://www.finance-on.net>], 26.12.2003.
11. Maintaining Prosperity in an Ageing Society. Paris: OECD Publications, 1998. 142 str.
12. Mayo B. Herbert: Investments: An introduction. Fort Worth, Texas : The Dryden Press, 1994. 793 str.
13. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.

14. Petavs Stane: Kapitalski trg upa na pokojninske prihranke. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 49(2000), 16, str.14-19.
15. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
16. Ribnikar Ivan: Finančne institucije. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 45(1996), 12, str. 43-45.
17. Ribnikar Ivan: Nevzdržne omejitve za portfeljske naložbe. *Finance*, Ljubljana, 2001, 41, str. 17.
18. Simoneti Marko, Erker Igor, Lukovac Jovan: Institucionalni investitorji v Sloveniji. [URL: <http://www.vzajemci.com/mediji/institucionalni.pdf>], 13.12.2003
19. Štrovs Marko: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju s komentarjem. Lesce: Oziris, 2000. 682 str.
20. The World Bank: Averting The Old Age Crisis – A World Bank Policy Research Report. Oxford : Oxford University Press, 1994. 402 str.
21. Uršič Vladimir: Vloga zavarovalnic pri pokojninski reformi. 8. dnevi slovenskega zavarovalništva. Slovensko zavarovalno združenje, Portorož, 31.5. in 1.6.2001, str. 15-20.
22. Žnidaršič Kranjc Alenka: Kako prevzeti odgovornost za lastno starost. Ljubljana : *Gospodarski vestnik*, 2000. 139 str.

## VIRI

1. Institutional Investors, Statistical Yearbook. Paris:OECD, 1998. 340 str.
2. Internetna stran Kapitalske družbe d.d. [<http://www.kapitalska-druzba.si/pps/zavarovanje.htm>], 17.1. 2004.
3. Internetna stran Prve pokojninske družbe d.d. [[http://www.prva.net/zakaj\\_pz.asp](http://www.prva.net/zakaj_pz.asp)], 17.1. 2004.
4. Interni podatki Agencije za trg vrednotnih papirjev. Ljubljana, 2004.
5. Interni podatki Agencije za zavarovalni nadzor. Ljubljana, 2004.
6. Statistični letopis RS 2002. Ljubljana, Urad RS za statistiko, 2002.

7. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 106/99).

8. Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/2000).

## **PRILOGA**

**PRILOGA 1: Vrste dovoljenih naložb in omejitve za posamezne naložbe, ki jih določa zakonodaja RS**

ZAP. ŠT.	VRSTA NALOŽBE	OMEJITVE	
		NALOŽBE ISTEGA IZDAJATELJA	NALOŽBE SKUPAJ
1	Vrednostni papirji, katerih izdajatelj je RS, Banka Slovenije, država članica OECD oziroma mednarodna finančna organizacija oziroma za katere jamči ena od teh oseb.	ni omejitev	ni omejitev
2	Obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD.	5%-(2,3,4,5,7,8,9)*	ni omejitev
3	Obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji oziroma državi članici oziroma državi članici OECD.	5%-(2,3,4,5,7,8,9)* 1 %	10 % - (3,5)
4	Delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD.	5%-(2,3,4,5,7,8,9)*	30%-(4,5,6N)
5	Delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji oziroma državi članici oziroma državi članici OECD in če so izdane kot vrednostni papir.	5%-(2,3,4,5,7,8,9)* 1 %	10 % - (3,5) 30%-(4,5,6N) 5 %
6	Investicijski kuponi vzajemnih skladov oziroma delnic investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje z namenom razpršitve in omejitve tveganj.		30%-(4,5,6N) 40 % - 6Z
7	Terjatve iz naslova posojil, zavarovanih z zastavno pravico na nepremičninah, če je zastavna pravica vpisana v zemljiški ali drugi javni knjigi v Republiki Sloveniji oziroma državi članici in če višina terjatve ni višja od 60 odstotkov vrednosti nepremičnine, ugotovljene na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke oziroma na drug primeren način.	5%-(2,3,4,5,7,8,9)*	

8	Terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD oziroma za izplačilo katerih, vključno z obrestmi, jamči banka s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD.	5%-(2,3,4,5,7,8,9)*	
9	Terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovane z zastavno pravico na vrednostnih papirjih iz 1.,2. oziroma 4. točke tega odstavka.	5%-(2,3,4,5,7,8,9)*	
10	Terjatve iz naslova drugih posojil, ki so ustrezno zavarovane.	2 %	5 %
11	Predplačila na račun odkupne vrednosti zavarovanja na podlagi zavarovalnih polic in posojila, zavarovana z odkupno vrednostjo zavarovalne police.		
12	Nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičnini: -če so vpisane v zemljiški knjigi oziroma drugi javni knjigi v Republiki Sloveniji oziroma državi članici, - če dajejo donos oziroma je v zvezi z njimi mogoče pričakovati donos, - če je bila nakupna cena določena na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke oz. na drug primeren način.	10 %**	30 %
13	Naložbe v depozite pri banki v Republiki Sloveniji, državi članici oziroma državi članici OECD	10 %	30 %
14	Gotovina v blagajni oziroma na vpoglednem denarnem računu		3 %

### Opombe k Prilogi 1:

\* - naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja od 2. do 5. točke in terjatve iz naslova posojil od 7. do 9. točke ne smejo SKUPNO presežati 5 % zavarovalno-tehničnih rezervacij.

N – naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki ne dajejo zjamčenega donosa.

Z - naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma investicijskih družb, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zajamčen donos.

\*\* - naložbe v eno nepremičnino oziroma več nepremičnin, ki so med seboj v takšni bližini, da predstavljajo eno samo naložbo, ne smejo presegati 10 % višine zavarovalno-tehničnih rezervacij.

Vir: Zakon o zavarovalništvu, 121. in 122. člen.