

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
POKOJNINSKI SKLADI IN NJIHOVA POLITIKA
NALOŽB

Ljubljana, junij 2005

TINA KLOBČAR

IZJAVA

Študentka Tina Klobčar izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 15. 06. 2005

Podpis: Tina Klobčar

KAZALO

UVOD	1
1. POKOJNINSKI SKLADI KOT FINANČNI POSREDNIKI	2
1.1. POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV	2
1.2. VRSTE POKOJNINSKIH SKLADOV	4
1.2.1. Pokojninski skladi z vnaprej določenimi pravicami	5
1.2.2. Pokojninski skladi z vnaprej določenimi prispevki	5
1.2.3. Hibridni pokojninski skladi	6
1.2.4. Vrste pokojninskih skladov v Sloveniji	7
1.2.4.1. Vzajemni pokojninski sklad	7
1.2.4.2. Pokojninska družba	8
2. POLITIKA NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	8
2.1. DEJAVNIKI POLITIKE NALOŽB	9
2.1.1. Davčna ureditev	10
2.1.2. Pritiski oz. zahteve uprave sponzorskega podjetja	10
2.1.3. Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov	11
2.1.4. Obveznosti in zrelost sklada	11
2.1.5. Omejitve oz. zakonsko urejanje	12
2.2. ELEMENTI POLITIKE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	12
2.2.1. Poslanstvo sklada	12
2.2.2. Tveganje in pričakovana donosnost premoženja	13
2.2.3. Cilji politike naložb	15
2.2.4. Način investiranja	15
2.2.4.1. Pasivni način investiranja	16
2.2.4.2. Aktivni način investiranja	16
2.2.5. Strateška razporeditev oz. alokacija premožanja	18
2.2.6. Višina upravljaljskih provizij	18
2.3. ZAPIS POLITIKE NALOŽB	19
3. IZVAJANJE POLITIKE NALOŽB	20
3.1. OSNOVNE VRSTE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	20
3.1.1. Delnice	21
3.1.2. Obveznice	21
3.1.3. Nepremičnine	22
3.1.4. Posojila	23
3.1.5. Gotovina in druge likvidne oz. kratkoročne naložbe	23
3.1.6. Vrednostni papirji tujih izdajateljev	24
3.1.7. Izvedeni finančni instrumenti	25
3.2. IZVAJANJE POLITIKE NALOŽB POKOJNINSKEGA SKLADA Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRAVICAMI	25
3.3. IZVAJANJE POLITIKE NALOŽB POKOJNINSKEGA SKLADA Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRISPEVKI	26
3.4. STRUKTURA IN DONOSNOST NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	27
4. REGULACIJA IN NADZOROVANJE POLITIKE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	31
4.1. SISTEMI REGULIRANJA POKOJNINSKIH SKLADOV	31
4.2. NADZOR NAD STRUKTURO NALOŽB	32

4.2.1. Načelo preudarnosti	32
4.2.2. Količinske omejitve	33
4.3. MERJENJE USPEŠNOSTI NALOŽBENE POLITIKE.....	34
4.3.1. Primerjava z borznim indeksom	34
4.3.2. Primerjava s konkurenti	35
4.3.3. Primerjava z normaliziranim premoženjem.....	35
5. POLITIKA NALOŽB SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKLADOV.....	35
5.1. ZAKONSKE OMEJITVE NALOŽB SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKALDOV.....	36
5.1.1. Minimalna zajamčena donosnost.....	36
5.1.2. Količinske omejitve	37
5.2. STRUKTURA NALOŽB SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKLADOV	37
5.3. DONOSNOST NALOŽB SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKLADOV.....	39
SKLEP	40
LITERATURA	42
VIRI.....	44
PRILOGE	

UVOD

Pospešena globalizacija je prinesla razcvet svetovnega gospodarstva in posledično dvig življenjskega standarda. Vse manj je ovir za pretok kapitala med državami in njihovimi finančnimi trgi, na katerih imajo pomembno vlogo tudi pokojninski skladi. Njihovo delovanje in nadzor je predmet številnih razprav, ki pa še vedno niso dale enotnega mnenja. V anglosaksonskih državah je poslovanje pokojninskih skladov dokaj samostojno, saj jih omejuje le načelo preudarnosti, ki zahteva smiselno razpršitev premoženja glede na razmerje med tveganjem in donosnostjo. Slovenija in nekatere druge države kontinentalne Evrope pa predpisujejo količinske omejitve pri naložbeni politiki pokojninskih skladov, zato je slednja veliko bolj konzervativna.

Današnja mlada generacija si bo že v času aktivne življenjske dobe morala priskrbela sredstva za eksistenčno varnost v starosti. Ta trend je prisoten tudi v Sloveniji, saj se je s pokojninsko reformo oddaljila od pokojninskega sistema, ki temelji na medgeneracijski solidarnosti (*pay-as-you go sistem, PAYG*). Dodatna pokojninska renta varčevalcev v pokojninskih skladih je močno odvisna od uspešnosti njihove investicijske politike. Pokojninski skladi in njihova politika naložb so torej pomembni za ohranjanje obstoječega življenjskega standarda po upokojitvi, kar se mi zdi zanimiva tema, zato sem se odločila za proučevanje tega področja.

Namen pričujočega diplomskega dela je s pomočjo različne domače in tuje literature ter virov opredeliti ključne značilnosti naložbene politike pokojninskih skladov v svetu in pri nas. Vsakemu investitorju v pokojninski sklad se namreč porajajo številna vprašanja: kje bo pristal denar, ki se vplačuje v pokojninske sklade; ali bo varno naložen; kakšni bodo donosi naložb? Cilj moje raziskave je torej preučiti strukturo in donosnost naložb skladov, zlasti na področju Slovenije.

Diplomsko nalogo nameravam razdeliti na pet poglavij. Najprej bom opredelila pokojninske sklade kot finančne posrednike, njihov pomen ter glavne vrste. Drugo poglavje bo namenjeno politiki naložb pokojninskih skladov. Raziskala bom njene dejavnike in sestavine. Osrednji del bo vključeval opis glavnih vrst naložb ter podrobnejšo razlago investiranja skladov z vnaprej določenimi prispevki in skladov z vnaprej določenimi pravicami. Poglavje bom zaključila z analizo strukture in donosnosti naložb skladov v različnih državah. V četrtem poglavju se bom osredotočila na regulacijo in nadzorovanje naložbene politike skladov, ki zajema oznako dveh sistemov regulacije, načela preudarnosti in količinskih omejitev. Nekaj pozornosti bom namenila tudi metodam za merjenje uspešnosti naložbene politike. V zadnjem poglavju bo pojasnjena politika naložb slovenskih pokojninskih skladov, ki obsega omejitve, s katerimi se pri tem srečujejo, ter primerjavo strukture in donosnosti naložb slovenskih pokojninskih skladov s tujimi. Sledil bo še sklep, navedba literature in virov ter priloge.

1. POKOJNINSKI SKLADI KOT FINANČNI POSREDNIKI

V zadnjem času prihaja v svetu do vse večjih demografskih sprememb, zlasti do staranja prebivalstva. To nedvomno vpliva na finančne posrednike, med katerimi imajo pomemben vpliv tudi pokojninski skladi.

Po institucionalnem kriteriju razdelimo finančne posrednike na depozitne finančne institucije (hranilnice, banke) in institucionalne investitorje. Ta skupina se naprej deli na pogodbene finančne institucije in investicijske sklade. Pokojninski skladi (poleg zavarovalnic) sodijo med pogodbene finančne institucije, saj pridobivajo sredstva z zbiranjem prihrankov prebivalstva, s katerim imajo sklenjene posebne pogodbe. Njihova osnovna funkcija je zagotavljanje primerne ravni finančnih sredstev v času posameznikove upokojitve, hkrati pa zbrana sredstva nalagajo dalje in na ta način vzporedno opravljajo posredniško funkcijo. V tem se tudi razlikujejo od investicijskih skladov, ki so čisti finančni posredniki (Igličar, 1992, str. 14-17).

1.1. POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV

Pokojninski skladi imajo velik pomen za finančne trge, pa tudi za državo in svoje zavarovance. Vrednost njihovega premoženja je konec leta 1998 v sedmih največjih državah sveta znašala 9500 milijard USD, z največjim delom sredstev pa so upravljali skladi v ZDA (7110 mrd USD) in Veliki Britaniji (1163 mrd USD) (Davis, Steil, 2001, str. 10). Pokojninski skladi tako v anglosaksonskih državah veljajo za najpomembnejše finančne posrednike.

Po mnenju Fabozzija (1994, str. 164) njihov pomen narašča, ker so se prihodki in premoženje gospodinjestev (s tem pa seveda tudi njihovo varčevanje za starost) po drugi svetovni vojni povečali. Ljudje morajo za eksistenčno varnost v starosti nameniti vse več tudi zato, ker se pričakovana življenjska doba tako moških kot žensk povečuje. Dodatno spodbudo pa predstavljajo še davčne ugodnosti takšne oblike ustvarjanja prihrankov.

Po napovedih svetovalne hiše Pragma Consulting, ki je pripravila obširno študijo glede pokojninskih skladov v EU Rebuilding Pensions, naj bi premoženje le-teh še naprej naraščalo, kar bo seveda pozitivno vplivalo na trge kapitala. Na slednjih se bo povečala ponudba dolgoročnih sredstev, saj skladi nastopajo kot povpraševalci po dolgoročnih finančnih oblikah, s čimer vplivajo na zniževanje dolgoročnih obrestnih mer. To bo pripomoglo k investicijski dejavnosti podjetij, posledično pa h gospodarski rasti v državah ter ustvarjanju novih delovnih mest, saj bodo podjetja zaradi lažjega dostopa do tveganega kapitala učinkovitejša in transparentnejša. Kapitalski trgi se bodo poglobili in postali bolj likvidni. Po drugi strani pa bodo imeli skladi večje možnosti za mednarodno razpršitev premoženja, kar bo zmanjšalo tveganost njihovih naložb. Zaradi večje konkurence bodo upravljavci skladov

prisiljeni k večji profesionalnosti in učinkovitosti, investirati bodo morali tudi v nove finančne oblike, kar pa bo pospešilo razvoj trga izvedenih finančnih instrumentov (De Ryck, 1999, str. 2).

Davis (1995, str. 174) trdi, da obstaja povezanost med deležem sredstev pokojninskih skladov v bruto domačem proizvodu in deležem tržne kapitalizacije v bruto domačem proizvodu. V državah z razvitim trgom kapitala so pokojninski skladi pomembni finančni posredniki. Če pa je delež pokojninskih skladov v BDP-ju relativno majhen (Nemčija, Japonska), je to znak slabo delujočega trga kapitala.

Pokojninski skladi si kot cilj zastavljajo zlasti doseganje pozitivnih realnih donosov, s tem pa spodbujajo razvoj trga kapitala lastniških instrumentov (Davis, 1995, str. 195). To rastočim podjetjem izboljša oskrbo s tveganim kapitalom, kar zmanjša njihovo odvisnost od bančnih posojil. Za takšno investiranje pa mora država zagotoviti načelo preudarnosti in fleksibilna pravila pri vrednotenju naložb sklada ter varovanje pravic delničarjev.

Pokojninska reforma v Sloveniji je z uvedbo pokojninskih družb in skladov prinesla novost na področje ustvarjanja prihrankov, zato se velikemu delu prebivalstva takrat to še ni zdela najprimernejša oblika za zagotavljanje dodatne pokojnine. Število varčevalcev pa se je skozi leta povečevalo, tako da so slovenski pokojninski skladi konec leta 2004 privabili dobrih 420 tisoč zavarovancev (Kranjec, 2005, str. 17).

Slovenski skladi tudi za razvoj trga lastniških finančnih instrumentov nimajo tolikšnega pomena kot v nekaterih drugih državah. Prvi razlog je zajamčena donosnost. Ker upravljavci skladov niso udeleženi pri delitvi dobička, garantirajo pa zajamčeno donosnost, niso pripravljeni oblikovati bolj tveganih portfeljev z večjim deležem lastniških instrumentov. Hkrati pa ne smejo imeti več kot 30 odstotkov naložb v delnice, kar je še dodatna ovira, da ne omogočajo takšnega razmaha trga lastniških instrumentov kot nekatere najmočnejše države.

Pokojninski skladi so lahko ključnega pomena za zagotavljanje eksistenčne varnosti zavarovancev, saj zbrane prihranke varčevalcev posojajo dalje deficitnim gospodarskim celicam, pri tem pa dosegajo neke donose od naložb. Za zavarovance je to koristno, saj skladi premoženje razpršijo in tako dosežejo ugodnejše razmerje med tveganjem in donosnostjo. Ker imajo profesionalne upravljavce in izkoriščajo ekonomijo obsega, je njihov dostop do informacij boljši in cenejši, transakcijski stroški pa manjši, kot bi jih imel mali investitor.

Do razmaha varčevanja v pokojninskih skladih je prišlo tudi zaradi staranja prebivalstva. Kvocient starostne odvisnosti (ang. *elderly dependency ratio*)¹ v državah narašča (glej Tabela

¹ Kvocient starostne odvisnosti je razmerje med številom prebivalcev, starejših od 60 let, in številom prebivalcev, starih 20-59 let, oziroma razmerje med upokojenci in aktivnim prebivalstvom.

1, na str. 4). V EU je leta 1990 znašal 0,21, do leta 2030 pa naj bi narasel nad 0,40. Državna blagajna je obremenjena z vse večjimi izdatki za pokojnine, ki naj bi do leta 2030 v večni držav EU narasli na 15-20 odstotkov BDP (Holzmann et al., 2003, str. 3-4). V anglosaksonskih državah bodo te obremenitve zaradi dobro razvitih pokojninskih skladov bistveno manjše (Velika Britanija 5,5, ZDA pa 6,6 odstotkov BDP) (Davis, Steil, 2001 str. 46).

Tabela1: Delež prebivalcev, starejših od 60 let, glede na aktivno populacijo v letu 2000 in projekcije za obdobje 2010-2050 v EU (v %)

Država članica	2000	2010	2020	2030	2040	2050
Belgija	28,1	29,4	35,6	45,8	51,3	49,7
Danska	24,1	27,2	33,7	39,2	44,5	41,9
Nemčija	26,0	32,9	36,3	46,7	54,7	53,3
Grčija	28,3	31,6	35,8	41,7	51,4	58,7
Estonija	27,1	28,9	33,1	41,7	55,7	65,7
Francija	27,2	28,1	35,9	44,0	50,0	50,8
Irska	19,4	19,1	24,5	30,3	36,0	44,2
Italija	28,8	33,8	39,7	49,2	63,9	66,8
Luksemburg	23,4	26,2	31,0	39,8	45,4	41,8
Nizozemska	21,9	24,6	32,6	41,5	48,1	44,9
Avstrija	25,1	28,8	32,4	43,6	54,5	55,0
Portugalska	25,1	26,7	30,3	35,0	43,1	48,7
Finska	24,5	27,5	38,9	46,9	47,4	48,1
Švedska	29,6	31,4	37,6	42,7	46,7	46,1
Velika Britanija	26,4	26,9	32,0	40,2	47,0	46,1
Celotna EU	26,7	29,8	35,1	43,8	52,4	53,4

Vir: Holzmann et al., 2003, str. 4.

Tovrstni trendi so prisilili večino evropskih držav k reformi pokojninskih sistemov, ki temelji zlasti na povečanju deleža zaposlenih z dodatnim pokojninskim zavarovanjem. PAYG sistem je namreč bistveno bolj odvisen od demografskih sprememb kot sistem pokojninskih skladov. Pri slednjem vsak posameznik nalaga prispevke na svoj račun, tako je sistem po definiciji vedno pokrit in ga ni potrebno prilagajati demografskim spremembam.

1.2. VRSTE POKOJNINSKIH SKLADOV

Prvotno je pokojnina pomenila nagrado delavcem za dolgoletno zvesto delo pri istem delodajalcu. Določena je bila kot delež plače, pomnožen s številom let pri delodajalcu. V osemdesetih letih pa je prišlo do večje mobilnosti delovne sile, ki je zahtevala več možnosti

pri soupravljanju pokojninskih skladov. Opisani način zagotavljanja pokojnine (pokojninski načrti z določenimi pravicami)² je stroškovno vse bolj bremenil podjetja, zlasti majhna. To je privedlo do razvoja pokojninskih skladov z določenimi prispevki.

Fabozzi (1994, str. 165) tako označuje tri temeljne vrste pokojninskih skladov:

1. pokojninski skladi z vnaprej določenimi pravicami (ang. *defined benefit plan*),
2. pokojninski skladi z vnaprej določenimi prispevki (ang. *defined contribution plan*),
3. hibridni pokojninski skladi.

1.2.1. Pokojninski skladi z vnaprej določenimi pravicami

Pokojninske sklade z določenimi pravicami običajno oblikujejo podjetja za svoje zaposlene. Zavežejo se k izplačilu vnaprej določene pokojnine vse do smrti upravičenca, vplačane premije pa predstavljajo davčno olajšavo za podjetja (Brigham et al., 1999, str. 875). Pravica do pokojnine ne nastopi ob vključitvi v načrt, temveč šele po določenem številu let članstva. Prenese se le, če sta stari in novi delodajalec del istega pokojninskega načrta, odvisna pa je od delovne dobe zaposlenega, višine plače ter od starosti ob upokojitvi.

Sponzorsko podjetje (ustanovitelj sklada) jamči zaposlenim bodoče pokojnine. Prevzame torej celotno naložbeno tveganje, da sredstva sklada ne bodo zadoščala za izplačevanje pokojnin, zato samo ali s pomočjo upravljavca vodi naložbeno politiko. Če je donosnost sredstev nižja od pričakovane, se višina prispevkov poveča, v obratnem primeru pa zniža. Pri naložbenem tveganju moramo omeniti še problem prepolnosti sklada (ang. *over-funded*), ko je vrednost sredstev sklada višja od sedanje vrednosti obljubljenih pokojnin. Sklad pa je podkapitaliziran (ang. *under-funded*), če je sredstev glede na višino obveznosti premalo.

Pokojninske sklade z določenimi pravicami delimo glede na njihove ustanovitelje, tako da poznamo podjetniške sklade, sklade javnih ustanov in t.i. Taft-Hartley sklade, ki jih ustanovijo sindikati. Postopno so te oblike pokojninskih skladov začele izgubljati pomen in razvili so se pokojninski skladi z vnaprej določenimi prispevki.

1.2.2. Pokojninski skladi z vnaprej določenimi prispevki

Pri pokojninskih skladih z določenimi prispevki se delodajalec oz. sponzorsko podjetje zaveže, da bo na varčevalne račune zaposlenih vplačeval določeno višino premije, ne

² Pokojninski načrt (ang. *pension plan*) je dokument oz. pogodba, ki označuje pogoje delovanja ter pravice in obveznosti vseh udeležencev v načrtu. S pojmom pokojninski sklad (ang. *pension fund*) pa mislimo na finančno institucijo, ki zbira prispevke delojemalcev in/ali delodajalcev, jih naprej nalaga in z njimi upravlja, da zavarovancem potem zagotavlja pokojnine. V ožjem smislu pa ta pojem označuje tudi zbrana sredstva. Omenjena pojma se v literaturi in vsakdanjih pogovorih pogosto zamenjujeta oz. enačita.

obljublja pa določene višine pokojnine ob upokojitvi. Ta je znana šele ob upokojitvi in je odvisna od prispevkov sponzorja ter uspešnosti investiranja zbranih sredstev. Znesek sponzorja je določen v odstotku od plače zaposlenega ali pa je vezan na delež doseženega dobička delodajalca. Če je donosnost naložb visoka, je pokojnina lahko bistveno višja kot pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi pravicami. Seveda pa je lahko tudi nižja, če pride do krize na finančnih trgih tik pred upokojitvijo ali pa so donosi zbranih sredstev nizki. Regulativa teh skladov je nizka, zato podjetja ne nosijo tolikšnega administrativnega bremena kot pri skladih z določenimi pravicami, primernejši pa so tudi z gospodarsko-razvojnega vidika. Problem polnosti se ne pojavlja, saj so že po definiciji vedno polni (ang. *full-funded*).

Zaposleni lahko del (ali pa celoto) prispevkov plačujejo sami (Mitchell, Dykes, 2000, str. 17). Naložbeno tveganje v celoti prevzamejo člani sklada, ker je sponzorjeva obveznost le plačevanje prispevkov v sklad. Varčevalci imajo tako večji nadzor in vpliv nad investiranjem privarčevanih sredstev. Obstaja vse več skladov s sodelovanjem varčevalcev pri oblikovanju investicijske politike (ang. *employee-directed plans*). Presežek pri upravljanju s sredstvi sklada tako pripada zaposlenim, ki lahko neomejeno menjajo zaposlitev, saj sredstva iz računa preprosto dvignejo in jih prenesejo na pokojninski varčevalni račun pri novem delodajalcu.

V ZDA obstajajo številne različice pokojninskih skladov z določenimi prispevki: pokojninski skladi z določenimi prispevki s posebno davčno obravnavo, pokojninski skladi z delitvijo dobička, denarni pokojninski skladi, »navadni« pokojninski skladi³, varčevalni pokojninski skladi, pokojninski skladi z nakupi delnic lastnega podjetja, pokojninski skladi z bonusi lastnih delnic.

1.2.3. Hibridni pokojninski skladi

Hibridni pokojninski skladi združujejo lastnosti že opisanih osnovnih dveh vrst pokojninskih skladov, saj so nastali zaradi njunih slabosti. Pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi pravicami delodajalec prevzame celotno naložbeno tveganje, medtem ko slednje ostaja na strani zaposlenih, če gre za pokojninske sklade z vnaprej določenimi prispevki. V hibridnih pokojninskih skladih zato delodajalec prispeva dogovorjeno mesečno premijo in hkrati zaposlenemu zagotavlja minimalno pokojnino, ki je odvisna od trajanja zaposlitve in njegove plače. Če sredstva pokojninskega sklada ne dosegajo sedanje vrednosti obveznosti, morajo razliko doplačati zaposleni (Herič, 2002, str. 6).

Opazen je torej prehod skladov z vnaprej določenimi pravicami na sklade z vnaprej določenimi prispevki, saj so slednji manj tvegani za delodajalca, hkrati pa imajo nižje administrativne stroške, ker zaradi manjše regulative zahtevajo manj poročanja.

³ »Navadni« pokojninski skladi (ang. *money purchase scheme*) so osnovna različica pokojninskih skladov z določenimi prispevki, ki zbirajo fiksno določene in stalne prispevke delodajalca.

1.2.4. Vrste pokojninskih skladov v Sloveniji

V Sloveniji smo januarja 2000 z novim Zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju dobili dve obliki pokojninskih skladov (vzajemni pokojninski sklad ter pokojninska družba). Na podlagi Tabel 2 in 3 (glej str. 8) ter Priloge 1 bi rada opozorila na nekaj značilnosti trga prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (PDPZ) v Sloveniji, ki je do konca leta 2004 zbral 91,4 mrd SIT premij. Šest največjih ponudnikov obvladuje 94,5 odstotkov sredstev. Največ jih je zbrala Skupna (17,8 mrd SIT), tesno pa ji sledita Pokojninska družba A in Kapitalska družba (Kranjec, 2005, str. 17).

1.2.4.1. Vzajemni pokojninski sklad

Vzajemni pokojninski sklad ni pravna oseba, temveč premoženje, ki je financirano z zbranimi premijami prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja oz. z donosi od njihovega upravljanja in je namenjeno kritju obveznosti do zavarovancev (Žnidaršič Kranjc, 2000, str. 115). Ti so lastniki sklada v sorazmernem delu z vplačanimi čistimi premijami v premoženje sklada. Če so dejanski donosi nižji od zajamčenega in razlike ni mogoče pokriti iz rezervacij, mora upravljevec ali ustanovitelj sklada iz lastnih sredstev poravnati razliko.

Tabela 2: Stanje v vzajemnih pokojninskih skladih na dan 31.12.2004

	Banka Koper	Abanka Vipa	Kapitalska družba		Generali	Probanka
			KVPS *	ZVPSJU**		
Št. vključenih podjetij	72	35	168	2.044***	64	57
Vsi zavarovanci	4.457	1.827	27.169	165.486	3.726	2.651
Zavarovanci, ki plačujejo premije - od tega individualni	4.356 337	1.700 154	27.066 825	165.486 /	2.726 343	/ /
Št. zavarovancev konec l. 2005 (ocena)	5.000	3.327	28.160	160.000	4.200	3.000
Skupna vrednost premij (v mio SIT)	1.693	735	13.480	16.059	1.279	218
Vrednost premij ind. zavarovancev (v mio SIT)	91	20	/	/	104	/
Povp. mesečna premija na zavarovanca	13.251	12.500	18.778	6.590	9.200	8.550
Povp. mesečni donos v l. 2004 (v %)	0,87	0,76	0,67	0,76	0,75	0,83
Začetek zbiranja sredstev	jul. 2001, kolektivno nov. 2002, individ.	jan. 2002	apr. 2001	apr. 2004	maj 2001	dec. 2001

* Kapitalski vzajemni pokojninski sklad; ** Zaprti vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbenke; *** Število zavarovancev za plačilo (Republika Slovenija, lokalne skupnosti in osebe javnega prava)

Vir: Kranjec, 2005, str. 17.

Ustanovijo in upravljajo ga lahko banke, zavarovalnice oz. eden ali več delodajalcev skupaj, oblikujejo pa lahko zaprt ali odprt vzajemni pokojninski sklad. Razlika je v tem, kdo ga

ustanovi in kdo se lahko vanj vključi. Odprt vzajemni pokojninski sklad ne pogojuje članstva z delovnim razmerjem pri določenem delodajalcu, zato lahko v njem varčuje vsak. Člani zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada pa so lahko le zavarovanci, ki so v delovnem razmerju pri delodajalcu, ki je ustanovitelj sklada.

1.2.4.2. Pokojninska družba

Pokojninska družba je samostojna pravna oseba, ki ima dovoljenje za opravljanje dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja (ZPIZ-1, 1999, 337. člen). Pravno-organizacijsko je lahko organizirana le kot delniška družba, njen osnovni kapital pa ne sme biti nižji od višine zjamčenega kapitala, ki ga določa Zakon o zavarovalništvu. Upravlja lahko tudi odprte ali zaprte vzajemne pokojninske sklade.

Tabela 3: Stanje v pokojninskih družbah na dan 31.12.2004

	Pok. družba A	Prva pok. družba	Skupna pok. družba	Moja naložba
Št. vključenih podjetij	216	1.346	254	231
Vsi zavarovanci	35.400	51.030	55.109	24.127
Zavarovanci, ki plačujejo premije	35.200	49.179	53.281	21.510
- od tega individualni	800	1.008	166	450
Št. zavarovancev konec l. 2005 (ocena)	36.500	65.000	67.000	27.000
Skupna vrednost premij (v mio SIT)	13.900	9.547	17.800	5.300
Vrednost premij ind. zavarovancev (v mio SIT)	175	178	/	/
Povp. mesečna premija na zavarovanca	10.200	9.267	15.048	10.326
Povp. mesečni donos v l. 2004 (v %)	0,58	0,62	0,62	0,65
Začetek zbiranja sredstev	sep. 2001	jan. 2001	feb. 2001	feb. 2001

Vir: Kranjec, 2005, str. 17.

Vse vrste pokojninskih skladov imajo enak osnovni cilj. Zagotoviti skušajo primerne pokojnine varčevalcem, zato morajo voditi ustrezno politiko naložb.

2. POLITIKA NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

Vse najpomembnejše odločitve pokojninskih skladov se dotikajo vprašanja, kako čim bolj uspešno investirati zbrana denarna sredstva. Gre za t.i. naložbeno politiko (ang. *investment policy*) pokojninskih skladov, ki jo lahko označimo kot kombinacijo filozofije in načrtovanj oz. kot kombinacijo zasledovanja določenih vrednot in doseganja specifičnih normativnih ciljev (Cencelj, 2002, str. 8). Naložbena politika pokojninskih skladov nam po eni strani kaže odnos sponzorjev in upravljavcev do razpršitve premoženja sklada oz. njihovo mnenje o tem, kdaj je sklad uspešen in kdaj ne, kaj je sploh poslanstvo sklada, kakšna je sprejemljiva stopnja

tveganja naložb, kaj je merilo uspešnosti... Različni upravljavci bodo kljub enakim investicijskim priložnostim na postavljena vprašanja različno odgovorili zaradi različnih demografskih značilnosti zavarovancev, različnih finančnih okoliščin plačnikov premij in razlik v sami naravi upravljavcev. Na drugi strani pa je politika naložb tudi oblika dolgoročnega strateškega načrtovanja, ki določa specifične cilje ter navodila in postopke za njihovo doseganje. Če sklad dosledno in kontinuirano izvaja načrtano naložbeno politiko, bo uspešen, saj bo izpolnil poslanstvo oz. osnovne cilje sklada in izbrano naložbeno strategijo.

Naložbena politika ne vpliva samo na pokojninske sklade, temveč tudi na druge gospodarske subjekte: zavarovance, sponzorska podjetja, državo in celotno nacionalno gospodarstvo. Če je uspešna, omogoča zavarovancem višje pokojnine ali pa znižanje prispevnih stopenj. To pa je ugodno za sponzorska podjetja, saj na ta način plačujejo manjše prispevke in imajo posledično manjše stroške. Uspešno investiranje prinaša tudi večji dobiček skladom, kar je koristno za državo. V proračunu se namreč zbere več davkov, hkrati pa je le-ta finančno manj obremenjen z zagotavljanjem eksistenčne varnosti upokojencev. V končni fazi pride v celotnem gospodarstvu do stabilizacije.

Stabilizacijski učinek naložbene politike pride do izraza zlasti v neugodnih gospodarskih razmerah, ko skušajo sponzorji in upravljavci spremeniti naložbeno strategijo, ki pa je načrtana dolgoročno, zato je to večinoma neuspešno in drago. Le dosledno izvajanje izbrane strategije bo v času kriz omogočalo stabilnost sklada. Takrat naložbena politika preprečuje hitre in nepremišljene spremembe in spodbuja dolgoročno delovanje. Sprejeta strategija dopušča le manjše popravke, saj je potrebno izhajati iz omejitev, ki jih postavlja kapitalski trg, in omejitev, ki jih opredeljujejo obveznosti sklada do njegovih zavarovancev. V povprečju naj bi strateška alokacija naložb pojasnjevala 93,6 odstotka variabilnosti celotne donosnosti pokojninskih skladov (Brinson et al., 1986). Stabilizacijsko pa deluje naložbena politika tudi v izrazito ugodnih tržnih razmerah, ko upravljavci uporabljajo trenutne tržne pogoje za napovedovanje prihodnosti in skušajo oblikovati agresivnejše naložbe.

2.1. DEJAVNIKI POLITIKE NALOŽB

Obstajajo številni dejavniki, ki vplivajo na naložbeno strategijo pokojninskih skladov (Diklič, 2004, str. 22):

1. davčna ureditev,
2. pritisk sponzorskega podjetja,
3. stabilnost in predvidljivost finančnih tokov,
4. obveznosti in zrelost sklada (ang. *maturity*)⁴,

⁴ Pokojninski sklad je zrel (ang. *mature*), ko je znesek vplačanih prispevkov približno enak znesku izplačanih pokojnin (Igličar, 1992, str. 33). Število pokojninskih upravičencev z leti poslovanja sklada narašča, s tem pa tudi znesek izplačanih pokojnin, saj se vedno več upravičencev upokoji.

5. omejitve oz. zakonsko urejanje.

Omenjene dejavnike si bomo v nadaljevanju te točke pogledali podrobneje.

2.1.1. Davčna ureditev

Oblike varčevanja so močno pogojene z davčnim režimom v državi. Prostovoljno dodatno pokojninsko varčevanje pomeni davčno olajšavo, zato je pokojninsko zavarovanje najbolj razširjena oblika varčevanja v svetu, kar pripomore k naraščanju števila in velikosti pokojninskih skladov.

Sredstva pokojninskih skladov so lahko obdavčena na tri načine: kot vplačila v pokojninski načrt, kot prihodki naložbenega premoženja skladov ali kot izplačane pokojnine iz sredstev sklada. Na pokojninske sklade najbolj spodbudno delujejo davčne ureditve, ki neposredno ne obdavčujejo naložbenih prihodkov sklada. V večini držav EU, v ZDA in tudi v državah OECD prevladuje davčni režim imenovan EET⁵, ki spodbuja pokojninsko varčevanje, saj se davki plačujejo kasneje, šele ob prejemu pokojnine. Dejstvo je namreč, da so davki v povprečju nekoliko nižji, če so obdavčene pokojnine in ne že sami prispevki v pokojninski načrt. Upokojenski prihodki (pokojnine) so namreč običajno nižji kot zaslužek (te iste osebe v času njene aktivne dobe), iz katerega se plačujejo prispevki.

V nekaterih državah so delodajalčevi prispevki v pokojninski načrt davčno drugače obravnavani kot prispevki zaposlenih. Če so v celoti neobdavčeni, prispevki zaposlenih pa ne le do določenega zneska, bo delodajalec prispeval večji delež sredstev v sklade. Delodajalci v ZDA so zadnjih nekaj let vplačali v sklade kar 80 odstotkov vseh zbranih prispevkov.

2.1.2. Pritiski oz. zahteve uprave sponzorskega podjetja

Na naložbeno politiko pokojninskih skladov (zlasti tistih z vnaprej določenimi pravicami) v veliki meri vplivajo zahteve oz. pritiski s strani uprave sponzorskega podjetja. Ta namreč zahteva čim višje donose, saj jim slednji omogočajo plačevanje znižanih prispevnih stopenj, če seveda ostanejo pokojnine zaposlenih enake dogovorjenim na začetku varčevanja. Vse to pa za podjetje pomeni nižje stroške z izpolnjevanjem pokojninskih obveznosti.

Takšni pritiski so prisilili sklade, da velik del sredstev nalagajo v navadne delnice⁶. V ZDA so pokojninski skladi veliko sredstev razpršili tudi na trg privatnih izdaj (ang. *private placemant market*), kjer so cene in stopnje donosa plod medsebojnega dogovora med izdajateljskim podjetjem in pokojninskim skladom, ki si na ta način lahko izbori višji donos od svojih

⁵ EET (*exempt, exempt, taxed*) je davčni režim, v katerem so obdavčene le pokojnine, prispevki in prihodki sklada pa ne.

⁶ To velja zlasti za tuje sklade, medtem ko so slovenski še dokaj konzervativni in vlagajo zlasti v obveznice.

naložb. Takšna izdaja je primerna za podjetja, ki ne želijo biti evidentirana pri SEC⁷ in tako razkriti podatke širši javnosti. To so ponavadi podjetja s slabšo boniteto, manjša podjetja ali pa takšna, ki nujno potrebujejo sredstva.

2.1.3. Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov

Za pokojninske sklade je v primerjavi z ostalimi finančnimi posredniki značilna stabilnost in predvidljivost finančnih tokov. Prispevki s strani delodajalcev in zaposlenih so določeni s pogodbo in so zato zelo predvidljivi. Pokojninski sklad pa lahko vnaprej dobro predvidi tudi odlive, saj pozna čas upokojitve zaposlenega, deloma pa tudi čas smrti, saj upošteva tablice smrtnosti. Prezgodnja smrt ali invalidnost povzroča sicer predčasne dvige privarčevanih sredstev iz sklada, vendar gre v tem primeru za zelo majhen delež finančnih tokov.

Zaradi dolgoročnega značaja obveznosti sklada ter stabilnosti in predvidljivosti finančnih tokov nalagajo pokojninski skladi večino zbranih prispevkov v dolgoročne finančne instrumente. Med naložbami prevladujejo instrumenti kapitalskega trga z najdaljšim rokom dospelja (obveznice in delnice). Ob ustanovitvi ima sklad namreč majhne potrebe po likvidnosti, saj je večina zaposlenih šele začela varčevati, ko pa se stopnja zrelosti sklada povečuje, narastejo tudi potrebe po likvidnih sredstvih, ker se bo povečalo število izplačil.

2.1.4. Obveznosti in zrelost sklada

Naložbena politika je pogojena tudi z obveznostmi pokojninskih skladov. Le-ti so na začetku izplačevali fiksno višino pokojnin, ki se je določila ob upokojitvi in se ves čas izplačevanja ni spreminjala. Zaradi inflacije pa se je realna vrednost izplačil upokojencem zniževala in pojavljati se je začela težnja po indeksaciji pokojnin, ki je danes že uzakonjena v večini zahodnih držav. Postopoma je prišlo tudi do variabilnih pokojninskih rent, ki se spreminjajo glede na naložbene donose pokojninskih prispevkov pred upokojitvijo in po njej. Če skladi izplačujejo variabilne pokojnine, imajo večino premoženja naloženega v delnice. Fiksnim anuitetam pa ustrezajo naložbe s fiksnim dohodkom (obveznice). Seveda pa sklad nima ves čas vseh sredstev v obveznicah, v času zbiranja prispevkov jih lahko drži v lastniških vrednostnih papirjih (delnice), ob upokojitvi pa jih preoblikuje v naložbe s fiksnim donosom.

Pomemben vpliv na naložbeno strukturo pa ima tudi zrelost pokojninskega sklada (ang. *maturity*). Ko se sklad približa zrelosti, skuša s spremembo sestave naložbenega portfelja zmanjšati tveganost naložb. To je še posebej pomembno pri skladih z vnaprej določenimi prispevki, kjer člani prevzamejo celotno naložbeno tveganje. Finančna kriza v gospodarstvu

⁷ SEC (Securities and Exchange Commission) – Komisija za vrednostne papirje v ZDA, pri kateri se evidentirajo vse javne izdaje vrednostnih papirjev.

in zlom finančnega trga imata za sklad in njegove člane hude in neprijetne posledice, zato se slednji odločijo za manj tvegane investicije sredstev.

2.1.5. Omejitve oz. zakonsko urejanje

Pokojninski skladi se pri oblikovanju svojega finančnega premoženja srečujejo z določenimi omejitvami, ki si jih lahko postavijo sami ali pa jim jih predpiše država. Tako se nekatere omejitve razlikujejo od sklada do sklada, saj izhajajo iz njihovih statutov in ustanovnih listin.

Na drugi strani pa obstaja tudi zakonska regulativa, ki je predpisana s strani državnih oblasti in je skupna vsem skladom v državi. Tu je pomembno zlasti določanje minimalnega ali maksimalnega deleža posamezne naložbene skupine v portfelju naložb sklada (več o tem v poglavju 4.2.2. in 5.1.2.). Za Slovenijo pa je značilen še predpis o minimalni zjamčeni donosnosti sredstev sklada (več o tem v poglavju 5.1.1.).

2.2. ELEMENTI POLITIKE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

Obstaja več definicij, kaj vse spada k naložbeni politiki pokojninskega sklada. Če povzamem priporočila različnih avtorjev⁸, so sestavine naložbene politike vsaj:

- poslanstvo sklada,
- tveganje in pričakovana donosnost naložb,
- konkretni cilji investicijske politike,
- morebitne omejitve pri investiranju,
- način investiranja,
- strateška razporeditev premoženja,
- višina upravljaljskih provizij.

V nadaljevanju si bomo pogledali najpomembnejše značilnosti omenjenih elementov.

2.2.1. Poslanstvo sklada

Poslanstvo sklada lahko opredelimo kot najosnovnejši oz. temeljni cilj, ki bi ga pokojninski sklad rad dosegel na dolgi rok. Gre v bistvu za iskanje odgovora na vprašanje, kaj varčevalci pričakujejo od pokojninskega sklada. Vsi želijo v osnovi enako - primeren donos na vložena sredstva ob opredeljenem tveganju. Poslanstvo je osnova za oblikovanje investicijske politike pokojninskega sklada, ostali elementi naložbene politike pa le pomagajo pri izvrševanju poslanstva, ki se na koncu odraža v strukturi naložb. Določitev poslanstva je opredeljena z odgovori na naslednja vprašanja (Ambachtsheer, Ezra, 1998, str. 82-83):

⁸ Fabozzi, 1994; Ambachtsheer, 1998; Logue in Rader, 1998.

- Kakšen je namen sklada?
- Na koga in v kakšni meri vplivajo naložbeni donosi?
- Ali je cilj sklada maksimizacija donosov (ang. *return maximization*) ali minimizacija tveganja in stroškov (ang. *risk controlling*)?

Definiranje dolgoročnih ciljev oz. poslanstva sklada pa vseeno ni tako preprosto. Pomembno je, kaj je zajeto v obveznostih do članov sklada in kako jih slednji namerava izpolniti. Skladi se na tem področju razlikujejo, zato imajo različno opredeljeno poslanstvo. Nekateri vidijo svoje obveznosti zelo ozko, drugi pa veliko širše. Pokojninski skladi z definiranimi pravicami obljublajo svojim zavarovancem določeno višino pokojnine, ki se izračuna po pogojih, določenih v pogodbi, brez možnosti kakršnih koli sprememb. Drugi skladi pa definirajo svoje obveznosti veliko širše: pokojnina se prilagaja stopnji inflacije, rasti produktivnosti dela...

Sekundarni cilj bi bil lahko tudi ustvarjanje višjih donosov od naložb, ki bodo omogočali prejetje višjih pokojnin ali pa nižja vplačila v sklad ob nespremenjeni pokojninski renti. Pokojninski sklad z vnaprej določenimi pravicami ima tako velik vpliv na finančni položaj sponzorskega podjetja. Pri pokojninskih skladih z definiranimi prispevki pa je vpliv sklada precej manjši, saj se podjetje zavezuje le k določeni višini prispevka za zaposlenega. Poslanstvo je torej v zagotavljanju primerne donosa na vplačane premije ob sprejemljivi ravni tveganja in določeni višini stroškov.

2.2.2. Tveganje in pričakovana donosnost premoženja

Vsako investiranje že po definiciji vključuje določeno mero tveganja. Pri oblikovanju naložbene politike pa tveganje opredelimo kot verjetnost, da nam ne bo uspelo izpolniti poslanstva sklada (Bailey, 1990, str. 15). Tveganje, ki ga bo sponzor oz. manager v pokojninskem skladu pripravljen sprejeti, je odvisno tudi od njegove nagnjenosti k tveganju (ang. *risk tolerance*), ki kaže njegovo pripravljenost na neuspeh pri doseganju ciljev sklada. Za neko strateško razporeditev premoženja bo upravljavec, ki ni naklonjen tveganju, zahteval višjo pričakovano donosnost kot tveganju bolj naklonjen upravljavec. Na nagnjenost do tveganja in sposobnost izbire realistične pričakovane donosnosti (ang. *return target*) vplivajo številni dejavniki, ki se razlikujejo glede na obliko pokojninskega sklada.

Nagnjenost do tveganja pokojninskih skladov z vnaprej določenimi pravicami je odvisna od narave pokojninskih obveznosti, finančne moči sponzorskega podjetja in stopnje polnosti sklada (ang. *funding status*) (Logue, Rader, 1998, str. 88). Za sponzorja sklada, ki ima za poslanstvo minimiziranje pokojninskih stroškov, bo portfelj z večino delnic zelo tvegan, medtem ko precej manjše tveganje predstavljajo naložbe v vrednostne papirje s fiksnim donosom. Če pa ima ta isti sklad za poslanstvo opredeljeno višino pokojnine, ki ohranja življenjski standard, bo manj tvegana razporeditev premoženja vsebovala večji delež delnic.

Pri pokojninskih skladih z vnaprej definiranimi prispevki, v katerih člani sooblikujejo naložbeno politiko, pa je investicijsko tveganje v celoti na njihovi strani. Odnos do tveganja je odvisen od plače oz. premoženja članov, časa do upokojitve, načina zbiranja prispevkov in individualnih preferenc. Ker imajo posamezniki različen individualen odnos do tveganja, se morajo uskladiti glede skupne občutljivosti do tveganja. Oseba se mora pozanimati o naložbeni politiki sklada. Bolj tvegana je primernejša za mlajše zavarovance, manj tvegana pa za starejše. Nagnjenost k tveganju pri zaprtih skladih je v glavnem odvisna od odnosa do tveganja s strani sponzorja sklada in predstavnikov zaposlenih. Če pa je sklad odprt, je najpomembnejša nagnjenost k tveganju managementa sklada in njegovih ustanoviteljev.

Če ima sponzor nizko sprejemljivo raven tveganja, mora to jasno določiti v naložbeni politiki s količinskimi merili⁹ (beta premoženj oz. posameznih naložbenih skupin, povprečen čas vezave), določiti pa mora tudi sprejemljiv delež naložb v posamezne naložbene skupine. V naložbeni politiki morajo biti upoštevani tudi ciklični dejavniki sponzorskega podjetja.

Nagnjenost k tveganju kaže, kakšen je t.i. »*trade-off*« sponzorja oz. managementa sklada med verjetnostjo, da sklad ne bo dosegel poslanstva sklada, in nagrado, ki ga/jih čaka, če bodo cilji preseženi (Ivanc, 2004, str. 86). Gre torej za odnos tveganje/donosnost (ang. *risk-return trade-off*). Pogoji za doseg optimalnega razmerja je določitev meje racionalnih kombinacij deležev posameznih tveganih naložb (ang. *the frontier of efficient portfolios*) (Cencelj, 2002, str. 13). Zanj velja, da ni mogoče doseči višje donosnosti brez večjega tveganja ali zmanjšati tveganje brez zmanjšanja donosnosti.

Raziskava o varčevalnih navadah in mnenju slovenskih investitorjev v letu 2001 v okviru projekta Razvoj trga kapitala v Sloveniji¹⁰ je pokazala nekaj značilnosti vlaganja v slovenske pokojninske sklade. Slednji so veliko bolj priljubljeni pri osebah, ki pri odločanju o naložbah upoštevajo predvsem varnost (40 odstotkov vprašanih), kot pri osebah, ki dajejo večji pomen pričakovani donosnosti (23 odstotkov) (glej Prilogo 2). Vlagatelji menijo, da so slovenski pokojninski skladi varna, a ne prav donosna naložba. Pričakovani donosnosti dajejo poudarek predvsem moški in osebe mlajše od 40 let, medtem ko je varnost naložbe pomembna predvsem za ženske in starejše. Slednji so tudi veliko bolj optimistični glede donosnosti skladov, po drugi strani pa so pričakovanja nadpovprečno premožnega zavarovanca nekoliko nižja od podpovprečno premožnega (Kleindienst et al., 2001, str. 52-58).

⁹ Beta je mera sistematičnega tveganja v okviru CAPM modela.

¹⁰ To raziskavo je izvedla CEEP (Central & Eastern European Privatization Network), mednarodna medvladna organizacija, ki se ukvarja z vsemi področji ekonomske tranzicije.

2.2.3. Cilji politike naložb

Cilje investicijske politike (ang. *investment objectives*) lahko opredelimo kot rezultate, za katere investitorji ocenjujejo, da so odraz uspešnega upravljanja z naložbami¹¹. Naložbeni cilji obsegajo listo kvantitativno določenih rezultatov, ki naj bi jih sklad dosegel v postavljenih časovnih intervalih, medtem ko je poslanstvo opredeljeno bolj splošno. Določeni so lahko na nivoju celotnega sklada, na ravni posameznih naložbenih skupin ali pa za vsakega posameznega upravljavca (če jih je več). Izpolnjevati morajo naslednje zahteve:

- Jasnost in merljivost: učinkovitost upravljanja se namreč meri z doseganjem teh ciljev.
- Skladnost s poslanstvom sklada: izpolnjevanje ciljev naložbene politike mora omogočati izpolnitev poslanstva sklada.
- Izražanje sponzorjevega oz. upravljavčevega odnosa do tveganja: če je upravljavec oz. sponzor naklonjen tveganju, bodo cilji investicijske politike agresivni.

Cilji investicijske politike imajo dvojno funkcijo, saj se nanašajo tako na prihodnost kot na preteklost poslovanja sklada. Na začetku pomagajo določiti strukturo premoženja (ang. *asset mix*) in izbrati naložbenega upravljavca. V tem primeru gre za perspektivno funkcijo. Na drugi strani pa nam primerjava naložbenih ciljev z doseženimi rezultati omogoča tudi ocenjevanje uspešnosti investiranja. To pa predstavlja retrospektivno funkcijo ciljev.

2.2.4. Način investiranja

Za pokojninski sklad je pomembno tudi to, kako bo investiral. Oblikovalci naložbene politike se morajo odločiti, ali bodo investirali aktivno in skušali »premagati« trg ali pa bodo sredstva nalagali pasivno in skušali »biti« trg (Cencelj, 2002, str. 14).

Izbrana strategija je odvisna predvsem od sponzorjevega in upravljavčevega mnenja glede učinkovitosti trga. Tu je potrebno omeniti hipotezo o učinkovitosti trga kapitala (ang. *efficient market hypothesis*), po kateri tržne cene vrednostnih papirjev in posameznih naložbenih skupin odražajo vse razpoložljive informacije, vrednostni papirji imajo pošteno vrednost, trgi pa so običajno v ravnotežju. Nove informacije prihajajo naključno in jih brez dostopa do notranjih informacij ne moremo predvideti. Takoj se odrazijo v cenah, tako da posameznik ne more »premagati« trga oz. priti do dodatnega zaslужka. Na učinkovitem trgu kapitala so torej vrednostni papirji pravilno ocenjeni in ustvarjajo tveganju skluden donos.

¹¹ Primer investicijskega cilja: doseči letno stopnjo donosnosti v višini 3-5 odstotkov nad stopnjo splošne ravni cen vsakih 10 let.

2.2.4.1. Pasivni način investiranja

Pasivni upravljalci naložb se strinjajo s hipotezo o učinkovitosti trga kapitala. Po njihovem mnenju je nemogoče na dolgi rok dosegati nadpovprečne donose, zato se ne ukvarjajo z napovedovanjem splošnih tržnih gibanj ter iskanjem podcenjenih ali precenjenih vrednostnih papirjev, saj njihova cena odraža vse javne in nejavne (notranje) informacije. Dodaten razlog je še, da pogosto trgovanje z vrednostnimi papirji povzroča višje transakcijske stroške in negativne davčne učinke (Kleindienst, 2001, str. 77).

Pasivno investiranje ima za cilj sestaviti premoženje, ki ustreza pričakovani donosnosti in načrtovanemu naložbenemu tveganju. Pomembna odločitev je le strateška razporeditev premoženja. Ko jo upravljaec izvede, opravlja s premoženjem zelo malo transakcij, zato je upravljanje lahko, transakcijski stroški in provizije pa nizki. Skupni rezultat so občutno nižji stroški od aktivnega nalaganja sredstev.

Najpogostejša oblika pasivnega investiranja je indeksiranje (ang. *indexing*). Zanj je značilno, da bo pokojninski sklad razporedil svoje premoženje v delnice in obveznice v enakem ali podobnem deležu, kot so zastopane v določenem borznem indeksu, ki je tehtan s tržno kapitalizacijo¹². Naloženo premoženje naj bi doseglo enako donosnost kot borzni indeks.

V praksi se kot metoda indeksiranja najpogosteje uporablja nalaganje v indeksne investicijske sklade. Ti svoja sredstva razporedijo skoraj natančno na enak način, kot je sestavljen določen borzni indeks, kar jim omogoča visoko stopnjo razpršenosti premoženja. Če pokojninski sklad kupi točke teh indeksnih investicijskih skladov, postane lastnik vseh delnic tega sklada, seveda v sorazmernem deležu. Upravljaec pokojninskega sklada nima težav z opredelitvijo pričakovane donosnosti, saj je donosnost indeksnih skladov skoraj enaka donosnosti izbranega borznega indeksa. Pomembna prednost teh skladov pred aktivno upravljanimi je še v dokaj nizkih stroških upravljanja (Kleindienst, 2001, str. 455).

2.2.4.2. Aktivni način investiranja

Zagovorniki aktivne naložbene strategije zavračajo hipotezo o učinkovitosti trga kapitala. Menijo, da trg ni učinkovit, kar omogoča iskanje podcenjenih vrednostnih papirjev, sektorjev ali pa celo trgov in s tem realizacijo nadpovprečnih donosov.

Donosnost premoženja poskušajo povečati tako, da v danem trenutku prodajajo precenjene skupine naložb in hkrati iščejo tiste, ki so podcenjene. Posledica takšnega poslovanja je precej večji obseg transakcij kot pri pasivnem investiranju ter bistveno večji transakcijski in upravljalški stroški. Prvi obsegajo predvsem provizije borznim posrednikom, razliko med

¹² Za posameznega izdajatelja izračunamo tržno kapitalizacijo tako, da število njegovih delnic, ki kotirajo na organiziranem trgu, pomnožimo s tečajem.

prodajno in nakupno ceno ter spremembe cen, ki so posledica velikosti transakcij. Stroški upravljanja pa se povečajo zaradi bolj natančne analize trga. To so razlogi, da se uspešnost aktivno upravljanih skladov glede na pasivne zmanjšuje.

Tudi za aktivno finančno investiranje je osnova določitev strateške razporeditve premoženja, vendar le-to naložbeni manager spremeni vedno, ko najde bolj ugodno oz. donosno razpršitev. Glavni metodi te naložbene politike sta tempiranje trga in taktična razporeditev premoženja.

Tempiranje trga (ang. *market timing*) je kratkoročna strategija, pri kateri se investitor odloča le o tem, v katere osnovne vrste finančnih naložb bo razporedil premoženje, ne pa tudi o vlaganju v posamezne vrednostne papirje. Potrebno je narediti analizo tržnih trendov, napovedati spremembe na trgu in jih izkoristiti. V bistvu se investitor odloča o tem, kolikšen delež svojega premoženja bo v posameznem obdobju naložil v delnice in kolikšen v netvegane naložbe. Uporabi pa lahko tempiranje trga na več področjih finančnega trga hkrati, s čimer se povečajo pozitivni učinki takšnega nalaganja sredstev (Kleindienst, 1996, str. 29).

Glavni cilj tempiranja trga je maksimizacija donosnosti premoženja, pri čemer se tveganje zanemari. Posamezne naložbene skupine predstavljajo 0-100 odstotkov vsega premoženja, saj se ne uporablja t.i. aktivnih razponov. To so največji in najmanjši dovoljeni deleži posameznih naložbenih skupin v celotnem portfelju. Pogostost transakcij je pri tempiranju trga ponavadi večja kot pri taktični razporeditvi premoženja. Uspešnost se meri s primerjavo stopnje donosa naloženega premoženja in stopnje donosa trga delnic v določenem obdobju.

Temeljna predpostavka taktične razporeditve premoženja (ang. *tactical asset allocation*) je gibanje cen naložb okoli ravnotežnih vrednosti. Če se kratkoročne tržne (o)cene razlikujejo od dolgoročnih, bo prišlo do kratkoročnega odmika strukture premoženja od strateške razporeditve premoženja. Taktična razporeditev premoženja se od strateške razlikuje le v okviru vnaprej določenih aktivnih razponov. Obstajajo tudi spodnje meje aktivnih razponov, s čimer se zagotovi ohranitev določenega deleža posameznih naložbenih skupin v celotnem premoženju (Kleindienst, 1996, str. 19). V zapisu naložbene politike je potrebno označiti aktivne razpone in izbrati model, s pomočjo katerega bo potekalo odločanje o nakupih in prodajah posameznih naložb in o spremembah deležev posameznih naložbenih skupin v celotnem portfelju.

Tudi cilj taktične alokacije premoženja je maksimizacija, pri čemer pa se upošteva še sprejemljiva raven tveganja za investitorja. Uspešnost se meri s primerjavo stopenj donosa investitorjevega premoženja s stopnjo donosa normalnega premoženja, ki je opredeljeno s strateško razporeditvijo premoženja (Kleindienst, 1996, str. 21).

2.2.5. Strateška razporeditev oz. alokacija premožanja

V tujini so bile opravljene številne študije o tem, kaj vpliva na dolgoročno donosnost in tveganje finančnega premoženja. Rezultati so pokazali, da je kar 90-95 odstotkov dolgoročne donosnosti odvisne od strateške alokacije premoženja, medtem ko izbira posameznih naložb in druge odločitve upravljavca pojasnjujejo le 10 odstotkov celotne donosnosti portfelja.

Strateška alokacija naložb (ang. *strategic asset allocation*) je udejanjanje investicijske politike. Gre za sestav posameznih naložbenih skupin, ki se bo na dolgi rok v največji možni meri približal pričakovani donosnosti pokojninskega sklada ob opredeljenem in sprejemljivem tveganju. Odločanje o strateški alokaciji naložb je označeno z zahtevano donosnostjo portfelja sklada, vnaprej določenim odnosom do tveganja in s pričakovanji glede kombinacij med donosnostjo in tveganjem posameznih naložbenih skupin na trgu.

Skladi kombinirajo različne naložbene skupine, da bi zmanjšali tveganje ob enaki pričakovani donosnosti, saj stopnja korelacije med donosnostjo posameznih naložbenih skupin skozi čas ni popolna. Koristnost kombiniranja delnic in obveznic pride do izraza predvsem v obdobjih daljših od deset let, vendar je kar 95,3 odstotka razlik v donosnosti skladov možno pojasniti z alokacijo njihovih naložb v tri osnovne skupine (delnice, obveznice in gotovina) in z donosnostjo borznih indeksov (Sharpe, 1990, str. 3). Med učinkovitimi oz. sprejemljivimi portfelji mora upravljavec izbrati tistega, ki je v skladu z investicijskimi cilji sklada.

Strateška razporeditev premoženja naj bi potekala v naslednjem zaporedju (Bodie et al., 1999, str. 817):

1. določitev osnovnih skupin naložb, ki jih lahko vključimo v premoženje;
2. opredelitev pričakovanj na trgu;
3. izbiranje optimalne sestave (tveganega) premoženja.

Pri tem upoštevamo, da donosnosti naložb ni mogoče konsistentno predvideti, manj tvegane naložbe ponavadi prinašajo manjše donosnosti kot tvegane, investitor pa lahko določi sprejemljivo tveganje, ki je v neposredni prihodnosti relativno konstantno (Herič, 2002, str. 23).

2.2.6. Višina upravljavskih provizij

Dejavnik naložbene politike pa je tudi višina upravljavskih provizij. To je znesek, ki ga morajo člani sklada oz. sponzor plačati upravljavcu sklada za upravljanje z naložbami sklada.

Pri izbiri oblike varčevanja upoštevajo zavarovanci tudi višino upravljavskih provizij. Po raziskavah skupine CEEP¹⁰ (glej opombo 10 na str. 14) o varčevalnih navadah slovenskih investitorjev so stroški, ki jih zaračunavajo slovenski pokojninski skladi, previsoki. Sicer pa je

le 5 odstotkov vprašanih pri izbiri sklada v največji meri upoštevalo višino provizij, zato slednja ponudnikom pokojninskih skladov vsaj na začetku ne bo prinesla večje konkurenčne prednosti (Kleindienst et al., 2001, str. 53 in 56). V slovenskih pokojninskih družbah je znašala upravljavska provizija konec leta 2004 od 0,1 do 1,25 odstotka, v vzajemnih pokojninskih skladih pa od 0,1 do 1,5 odstotka (Kranjec, 2005, str. 17).

2.3. ZAPIS POLITIKE NALOŽB

Ko pokojninski sklad opredeli svojo naložbeno politiko, jo mora oblikovati tudi v pisni obliki. Izjava o naložbeni politiki (oz. njena načela) je torej dokument, ki ga v pisni obliki pripravi uprava pokojninskega sklada. V njem določi poslanstvo sklada, naložbene cilje, svoj odnos do tveganja, strateško razporeditev premoženja itd. Uprava si lahko pri oblikovanju načel investiranja pomaga z notranjimi (lastnimi) in zunanji strokovnjaki, v končni fazi pa je zanje odgovorna sama¹³. Po mnenju Baileya (1990, str. 23) naj bi izjava naložbene politike vsebovala prikaz razporeditve pooblastil in odgovornosti med različnimi skupinami, ki sodelujejo pri odločanju, določitev osnovnih sestavin naložbene politike, opredelitev strategije za vsako skupino naložb ter pojasnitev vzrokov za izbiro posamezne vrste strategije.

Zapisana naložbena politika ima več funkcij (Fabozzi, 1997, str. 29):

- razkritje poslovanja in odgovornosti uprave;
- lažje notranje komuniciranje (med izvajalci politike) in zunanje komuniciranje (komuniciranje z zainteresirano javnostjo) o investicijski politiki;
- preprečevanje nepravilne interpretacije izbrane naložbene politike;
- zagotavljanje nemotenega delovanja sklada ob kadrovskih spremembah, saj imajo novozaposleni jasen vpogled v dolgoročne cilje sklada in strategijo investiranja;
- je temelj za ocenjevanje primernosti predlaganih sprememb investiranja (iz zapisa naložbene politike mora biti razvidno, kakšen bo vpliv novih sprememb nanjo).

Izjava o naložbeni politiki torej ni sama sebi namen, saj olajša delo upravljavcem, na drugi strani pa omogoča zavarovancem lažji nadzor nad premoženjem sklada.

¹³ Pragma Consulting je v svoji študiji Rebuilding Pensions priporočala zapis naložbene politike vsem skladom, vseboval pa naj bi opredelitev strateške razporeditve premoženja in načrtovane donosnosti, odnosa do tveganja uprave sklada ter načela preudarnosti. Izjava mora biti na voljo tako zavarovancem kot nadzornim oblastem.

3. IZVAJANJE POLITIKE NALOŽB

Ko pokojninski sklad naložbeno politiko formalno zapiše v obliki dokumenta, se začne ukvarjati z neposrednim izvajanjem izbranih dolgoročnih ciljev. Do teh pride z razpršitvijo razpoložljivih sredstev med posamezne naložbene skupine, ki jih bom predstavila v prvem delu tega poglavja. Sledil bo opis izvajanja politike naložb obeh osnovnih vrst pokojninskih skladov, na koncu pa bom analizirala še strukturo in donosnost njihovih naložb.

3. 1. OSNOVNE VRSTE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

Osnovne vrste oz. skupine naložb, v katere pokojninski skladi vložijo svoje premoženje, so:

1. delnice,
2. obveznice,
3. posojila,
4. nepremičnine,
5. gotovina in druge likvidne oz. kratkoročne naložbe,
6. vrednostni papirji tujih izdajateljev,
7. izvedeni finančni instrumenti.

Bolj nenavadne vrste naložb, ki zaradi visoke tveganosti zavzemajo majhen delež v celotnem portfelju sklada, pa so: zlato in ostale kovine, skladi tveganega kapitala (ang. *venture capital*), nalaganje na razvijajočih se trgih (ang. *emerging markets*), naložbe na trg privatnih izdaj, umetniška dela, kmetijske in gozdne posesti.

Po mnenju Sharpa (1990, str. 17) je koncept skupine naložb smiselno uporabljati le, če so vrednosti njihovih beta koeficientov merljive, če je donose mogoče izmeriti in so sposobni obrazložiti velik del variance donosov sklada. Imeti morajo specifične donose, ki se ne povezujejo z donosi drugih razredov, število le-teh pa je majhno. Sestavljeni razredi naložb naj bi odražali vse na trgu razpoložljive in možne naložbe, za vsak razred pa se lahko opredeli stroškovno učinkovit indeksni sklad, ki ga uporabljamo kot primerljiv portfelj naložb (ang. *benchmark*). Ustrezne razrede naložb in posamezne naložbe znotraj le-teh bomo lahko izbrali samo z izpolnitvijo vseh navedenih pogojev. Velikokrat si pokojninski skladi pri izbiri skupine naložb pomagajo z zgodovinskimi podatki o donosnostih teh skupin. Vendar pa moramo biti pri tem previdni, saj ni nujno, da bo v preteklosti dosežena donosnost posameznega razreda naložb enaka tudi v prihodnosti. Poleg tega je malo verjetno, da se dejavniki, ki vplivajo na donosnost, sčasoma ne bodo spremenili. V končni fazi pa lahko vedno pride tudi do popačenj zgodovinskih podatkov, ker so ti močno vezani na določeno obdobje.

3.1.1. Delnice

Navadne delnice obravnavamo kot osnovno obliko tveganega kapitala v gospodarstvu, vendar so kljub temu v veliki meri zastopane v premoženju pokojninskega sklada. V povprečju prinašajo namreč visoko, a variabilno donosnost, še zlasti na dolgi rok. Visoki donosi pomenijo, da mora sklad v zameno za tveganje dobiti ustrezno premijo za tveganje (ang. *equity risk premium*), zato donosnost delnic največ prispeva k celotni donosnosti sklada in naj bi bila v povprečju enkrat višja od donosnosti obveznic (Herič, 2002, str. 18).

Navadne delnice so za pokojninske sklade privlačne iz dveh razlogov. V preteklosti je bila premija za tveganje, ki jo prejme pokojninski sklad za naložbe v navadne delnice, dovolj visoka, da je pokrila izgubo zaradi spremembe splošne ravni cen. Dejstvo pa je, da delnice zaščitijo pokojninski sklad pred rastjo splošne ravni cen le na dolgi rok, ne pa tudi kratkoročno (Yearbook 1996, 1996, str. 116). Drugi razlog pa so visoki pričakovani dobički delnic, ki na dolgi rok povečajo donose celotnega sklada. Kleindienst (2000, str. 18) meni, da lahko zavarovanec, ki vlaga svoje prihranke v pokojninski sklad s približno 60 odstotkov premoženja v delnicah, pričakuje za polovico višjo pokojnino od zavarovanca, ki svoja sredstva nalaga v sklad z le 20 odstotki delnic. V Prilogi 3 so zbrane povprečne donosnosti indeksov nemškega, britanskega in ameriškega trga delnic in obveznic. Donosnosti delnic so v omenjenih državah občutno višje v primerjavi z obveznicami, zato so tudi nekoliko bolj privlačna oblika naložb njihovih pokojninskih skladov. Slovenski skladi pa so še vedno konzervativni in zaradi manjšega tveganja raje vlagajo svoja sredstva v obveznice (predvsem državne) (več o tem v poglavju 5).

Z ustrezno razpršitvijo naložb je mogoče odpraviti del tveganja pokojninskih skladov (nesistematično tveganje)¹⁴, ki je povezano z naložbami v posamezne delnice. Slednje predstavlja približno polovico celotnega tveganja povprečne delnice. Na ameriškem trgu kapitala je mogoče celotno tveganje delniškega portfelja sklada zmanjšati v povprečju kar za 45 odstotkov, če v njegovo premoženje dodatno vključimo delnice desetih naključno izbranih podjetij. V Sloveniji pa se s tako razpršitvijo premoženja tveganje celotnega portfelja pokojninskega sklada zmanjša za 38 odstotkov (Kleindienst, 2001, str. 99-100).

3.1.2. Obveznice

Drugo pomembno področje investiranja pokojninskih skladov so obveznice in ostali dolžniški finančni instrumenti s stalnim donosom. Gre v bistvu za najpomembnejšo alternativo

¹⁴ Celotno tveganje vključuje sistematično oz. tržno tveganje in nesistematično oz. podjetju lastno tveganje. Tržno tveganje je povezano z makroekonomskimi dejavniki ali tržnim indeksom in se ga z diverzifikacijo naložb na domačem trgu ne more odpraviti. Nekoliko se lahko zmanjša le z naložbami v tuje finančne instrumente. Nesistematično tveganje pa izhaja iz sprememb v uspešnosti poslovanja posameznih podjetij, zato je specifično za posamezno podjetje in ga z ustrezno razpršitvijo premoženja lahko odpravimo.

navadnim delnicam, od katerih se obveznice razlikujejo po zagotavljanju vnaprej znanega stalnega denarnega toka v obliki obresti, ki omogoča upravljavcu sklada usklajevati donosnost naložb z obljubljenimi donosnostmi zavarovancem. Lahko pa stalne, vnaprej znane, obresti služijo tudi za pokrivanje denarnih odlivov sklada v obliki izplačanih pokojnin.

Obveznice so še posebno zanimiva oblika naložbe v obdobju padanja bančnih obrestnih mer, saj ostajajo obrestne mere obveznic takrat nespremenjene (torej višje). Dogovorjene so namreč že ob izdaji in se večinoma ne smejo prilagajati. Posledica je naraščanje tečajev obveznic in s tem možnost kapitalskega dobička za investitorje. V obdobju naraščajoče inflacije pa je situacija ravno obratna, saj se realna vrednost naložb in tudi vnaprej določenih nominalnih donosov (obresti) zmanjšuje. Slabost za to naložbeno obliko so tudi naraščajoče tržne obrestne mere, saj so tedaj obrestne mere obveznic nižje. Posledica je padanje tečajev in težja prodaja te naložbe pred zapadlostjo (Cencelj, 2002, str. 22).

Skladi nalagajo svoje premoženje večinoma v državne obveznice, saj veljajo slednje za eno najbolj varnih in hkrati likvidnih naložb, posledično pa je seveda donosnost nižja kot pri bolj tveganih delnicah. Zaradi teh značilnosti je logično povečevanje deleža obveznic v portfelju zrelega sklada. To je opazno zlasti pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi prispevki, saj zavarovanci oz. člani sklada sami nosijo naložbeno tveganje. Ko se sklad ustanovi, zavarovanci šele začnejo varčevati, zato verjetno še ne bo veliko zahtev po izplačilu pokojnine. Premoženje sklada je zato na začetku poslovanja sestavljeno zlasti iz rizičnih vrednostnih papirjev. S staranjem sklada pa je vedno več članov blizu upokojitve, zato se večina sredstev preoblikuje v obveznice, ki zavarovancem predstavljajo določeno varnost. Skladi se lahko odločijo tudi za naložbo v podjetniške obveznice, ker imajo daljšo ročnost in donosnost, vendar po drugi strani tudi slabšo likvidnost in večjo tveganost.

3.1.3. Nepremičnine

Povezava med donosnostjo naložb v nepremičnine in donosnostjo drugih skupin naložb je nizka in celo negativna. Med leti 1947 in 1984 so znašali korelacijski koeficienti med donosnostjo naložb v nepremičnine in donosnostjo naložb v delnice, obveznice in gotovino med -0,06 in +0,06 (D'Ambrosio, 1990, str. 37). Razpršitev premoženja sklada je torej glavni razlog za vključevanje nepremičnin v njegov portfelj.

Za nepremičnine je značilna nedeljivost, visoki transakcijski stroški in nelikvidnost, ki lahko povzročata prodajo nepremičnine po nižji ceni od njene ocenjene (notranje) vrednosti. Zaradi majhnega števila transakcij je težavno tudi merjenje in ocenjevanje donosnosti nepremičnin in variabilnosti donosnosti, zato se namesto tržnih cen pogosto uporabljajo ocenjene vrednosti, ki pa so lahko varljive in popačijo realno sliko. To privede do nekoliko višjih izračunanih donosnosti in nekoliko nižje variabilnosti, kot jih narekujejo razmere na trgu. Kljub temu so

bile nepremičnine v preteklosti dokaj privlačna naložba za pokojninske sklade, saj so jim omogočale doseganje relativno visokih donosnosti (v obliki kapitalnega dobička).

Na razvitih trgih imajo pokojninski skladi možnost investirati v različne nepremičninske investicijske sklade. Prednosti te naložbene oblike so: negativna korelacija z donosnostjo delnic, visoki donosi, večja likvidnost investicije v delnice nepremičninskega sklada kot likvidnost pri neposrednem nakupu in lastništvu nepremičnine, preglednost poslovanja nepremičninskega sklada, saj so kot javne družbe dolžni posredovati podatke javnosti in nadzornim organom v državi (Cencelj, 2002, str. 23).

3.1.4. Posojila

Posojila so tako kot obveznice finančne oblike s stalnim donosom, ki pa zagotavljajo višjo pričakovano donosnost od obveznic. Njihova slabost je nizka likvidnost. V preteklosti so bila pomembna predvsem v t.i. »bančnih gospodarstvih« s slabše razvitimi finančnimi trgi (Nemčija, Japonska, Francija), na katerih je bilo težko priti do svežega kapitala. V zadnjem času pa se razlike v razvitosti finančnih trgov odpravljajo, tako da se tudi na teh področjih znižuje delež posojil, naraščajo pa razne oblike neposrednega financiranja podjetij.

V razvitih državah so bila nekoč pomembna zlasti hipotekarna posojila, ki so zavarovana s hipoteko na nepremičnino. Posojilo se odobri le v višini $\frac{2}{3}$ do $\frac{3}{4}$ vrednosti nepremičnine in je zato zelo varno. Kljub vsemu pa se delež te naložbene skupine v portfelju pokojninskega sklada v zadnjem času zmanjšuje.

3.1.5. Gotovina in druge likvidne oz. kratkoročne naložbe

V primerjavi z ostalimi skupinami naložb ima gotovina najnižjo donosnost, kljub temu pa jo večina pokojninskih skladov vključuje v svoje premoženje. To utemeljujejo z nujno potrebo po likvidnih sredstvih, če sklad ne bi mogel izplačati vseh obveznosti do upokojencev s tekočimi vplačili varčevalcev in ostalimi prihodki od naložb. Ker je donosnost gotovine izredno nizka, znižuje celotno doseženo donosnost pokojninskega sklada.

Pokojninski skladi nekoliko raje kot v gotovino vlagajo svoja sredstva v druge likvidne oz. kratkoročne naložbe, kot so zakladne menice, komercialni zapisi, kratkoročni vrednostni papirji lokalnih oblasti, evrozapisi in potrdila o vezanih vlogah. Zanje je značilno zelo nizko ali celo nikakršno tveganje, prvovrstna likvidnost, hitra unovčljivost in posledično tudi nizka donosnost. Gre za dolžniške instrumente visoke kvalitete, kar pomeni, da obstaja velika verjetnost, da bo izdajatelj te naložbene oblike investitorju izplačal celotno obveznost in pripadajoče obresti v vnaprej dogovorjenem roku. Tudi delež ostalih kratkoročnih naložb v premoženju pokojninskih skladov je zelo majhen. Zanje se odločijo, ko jim zagotavljajo

visoko donosnost ali pa, ko se srečujejo s problemi pri dolgoročnejših naložbah. V praksi imajo premoženje v likvidni obliki v vmesnem obdobju, ki je potrebno, da eno finančno naložbo preoblikujemo v drugo.

Več likvidnih naložb večinoma potrebujejo zreli pokojninski skladi, saj imajo večji delež upokojencev; podobno pa je tudi pri pokojninskih skladih s starejšim prebivalstvom. Pri obojih je namreč potrebno računati z večjim obsegom odlivov v obliki izplačanih pokojninskih rent v bližnji prihodnosti.

3.1.6. Vrednostni papirji tujih izdajateljev

Investiranje v delnice in obveznice na različnih (tujih) trgih kapitala prinaša v portfelj, ki je sestavljen samo iz domačih obveznic, delnic in gotovine, ugodnejše razmerje med tveganjem in pričakovano donosnostjo. Delnice in obveznice na različnih trgih kapitala v posameznih obdobjih ne prinašajo enake donosnosti, saj poslujejo tuji izdajatelji v drugačnih makroekonomskih razmerah kot domači. Vseeno pa obstajajo razlike med obema naložbenima možnostima, saj je koristnost vlaganja v tuje delnice, v primerjavi z razpršitvijo premoženja med tuje obveznice, večja. Kleindienst (2001, str. 399) je ugotovil, da je možno z razpršitvijo naložb v različne tuje delnice zmanjšati tveganje delnic v premoženju sklada za skoraj 50 odstotkov. Računati pa moramo tudi s tem, da vključevanje tujih vrednostnih papirjev v portfelj prinaša pokojninskemu skladu tudi tveganje spremembe deviznega tečaja.

Na odločitev, ali bo sklad razpršil premoženje tudi v tujino, vpliva še stabilnost domače valute in valutno tveganje (za članice EU je z uvedbo evra ta dejavnik manj pomemben, če poslujejo na področju EU), velikost domačega gospodarstva in trga kapitala, naložbene omejitve in zakonodaja ter gibanje obrestnih mer (Cencelj, 2002, str. 22).

Če prihaja do dolgoročnega zmanjšanja vrednosti domače valute (depreciacija), bodo skladi povečali svoje investiranje v tujino. Pri tem morajo preučiti trdnost tuje valute oz. valutno tveganje.

Pokojninski skladi bodo naložili v tuje vrednostne papirje tem večji delež svojega premoženja, čim manjši kot bo domači trg kapitala. To je posebej opazno pri velikih skladih, katerih poslovanje presega zmoglosti domačega trga. V številnih državah po svetu se odločajo za omejevanje naložb v tujino, saj se bojijo prevelikega odliva kapitala na tuje trge. To naj bi škodilo razvoju domačega gospodarstva, ki ravno tako potrebuje sveži kapital.

Donosnost vrednostnega papirja se bo v različnih gospodarstvih razlikovala, ker so slednja v različnih fazah poslovnega cikla (recesija ali ekspanzija), so različno razvita in nanje vplivajo številni dejavniki (Cencelj, 2002, str. 24). Z globalizacijo so se te razlike sicer zmanjšale, ker

velike finančne in splošne gospodarske krize vplivajo na vse finančne trge sveta, vendar pozitivni učinki mednarodne razpršitve premoženja še vedno obstajajo. Med različnimi tujimi trgi kapitala še vedno ni popolne usklajenosti glede donosnosti dolgoročnih naložb. Stopnja korelacije donosnosti teh trgov naj bi znašala med 0,16 in 0,86 (Davis, Steil, 2001, str. 76).

3.1.7. Izvedeni finančni instrumenti

Izvedeni finančni instrumenti so finančne oblike, katerih vrednost je odvisna od cene blaga, na katerega se nanašajo in so iz njega izvedeni. Ker se je trg izvedenih finančnih instrumentov šele dobro začel razvijati, predstavlja pomembno naložbeno priložnost za pokojninske sklade.

Najpogostejši izvedeni finančni instrumenti, v katere nalagajo svoje premoženje pokojninski skladi, so forward in futures pogodbe, opcije in swap posli, obstajajo pa še številne bolj eksotične oblike. Za te instrumente je značilno oblikovanje želenega razmerja med pričakovano donosnostjo portfelja in tveganjem le-tega. Če želimo na primer povečati delež posamezne naložbe v portfelju pokojninskega sklada, lahko naknadno kupimo to naložbo ali pa kupimo le izvedene finančne instrumente, ki se nanašajo na to naložbo. Tako povečamo izpostavljenost premoženja sklada do te investicijske oblike z nižjimi stroški.

Prednosti investiranja pokojninskih skladov v izvedene finančne instrumente so torej nižji transakcijski stroški, razstavljanje in obvladovanje tveganj (tržno, kreditno, valutno, tveganje spremembe obrestne mere), hitro izvajanje postavljenih strategij ter posredno investiranje v naložbe, ki so skladom prepovedane z državnimi predpisi ali omejitvami. Naložbe v izvedene finančne instrumente pa omogočajo tudi obvladovanje tveganj naložb s krajšim investicijskim horizontom od investicijskega horizonta pokojninskega sklada.

Obstajajo tudi negativni pogledi skladov na vlaganja v izvedene finančne oblike. To so:

- zapleteni instrumenti, ki zahtevajo veliko znanja in razgledanosti s strani upravljavcev,
- zaradi slabih izkušenj upravljavci niso zainteresirani za njihovo uporabo,
- obravnavati jih je potrebno kot del portfelja sklada in ne kot posamično naložbo, ker se sicer zaradi visoke volatilnosti izkažejo za neučinkovite.

3.2. IZVAJANJE POLITIKE NALOŽB POKOJNINSKEGA SKLADA Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRAVICAMI

Pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi pravicami je naložbeno tveganje na strani ustanovitelja sklada, ki je največkrat delodajalec ali skupina delodajalcev. Ti gospodarski subjekti so izpostavljeni tveganjem, ki izhajajo iz njihovih naložb, obveznosti in odnosa med naložbami in obveznostmi.

Večinoma imajo vsi pokojninski skladi z določenimi pravicami enako poslanstvo - izplačilo določene višine pokojnin svojim zavarovancem. Za doseg le-teh morajo ustvariti ustrezno donosnost naložb. Razlika med vrednostjo naložb in sedanjo vrednostjo obveznosti sklada se imenuje presežek (ang. *surplus*). Če je ta razlika pozitivna, je sklad nadkapitaliziran, v obratnem primeru pa podkapitaliziran. Ko je vrednost naložb enaka sedanji vrednosti obveznosti, znaša presežek nič, sklad pa je polno kapitaliziran. Bolj kot se bosta variabilnost naložb in obveznosti med seboj razlikovali, večja bo spremenljivost in tveganje presežka, na katerega lahko vplivamo predvsem s strukturo naložbenega portfelja (Blake, 2001, str. 30).

Po mnenju Bodieja (1999, str. 632) si bodo zavarovanci s fiksno določeno bodočo pokojnino želeli zelo stabilen presežek in posledično relativno konzervativen portfelj naložb sklada. Če pa bi jim pripadal še del ustvarjenega dobička, bi se strinjali z agresivnejšo naložbeno politiko. Ker je tveganje na strani delodajalca, pripadajo posledice in koristi presežka njemu. Če je sklad podkapitaliziran, se bodo delodajalci odločili za agresivnejše investiranje, saj naj bi se na ta način z višjimi donosi izognili potrebi po zvišanju premij oz. dokapitalizaciji.

3.3. IZVAJANJE POLITIKE NALOŽB POKOJNINSKEGA SKLADA Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRISPEVKI

Če delodajalec zaposlenim jamči vplačilo določenega prispevka na njihov osebni račun pri določenem pokojninskem skladu, se vplačani zneski in deleži naložbenih donosov skozi leta nabirajo na računih zavarovancev in ne v skupnem fondu, do katerega bi imeli pravico vsi zavarovanci. Pokojninski skladi z določenimi prispevki so torej priljubljeni, saj omogočajo višje pokojnine od skladov z definiranimi pravicami, če seveda dajejo naložbe visoke donose. Pozitivne strani pa obstajajo tudi za sponzorska podjetja in upravljavce sklada, saj naložbeno tveganje prenesejo na zavarovance. Prihodnja vrednost naložb zavarovancev je v celoti odvisna od prihodnje donosnosti naložbene politike sklada (Ivanc, 2004, str. 89). Pomembna je strateška razpršitev sredstev in strategija investiranja sklada (aktivna ali pasivna).

Če takšen pokojninski sklad za svoje zaposlene ustanovi podjetje (ali več podjetij skupaj) in bo naložbeno politiko oblikoval sponzor in/ali upravljavec sklada (ang. *employer directed plan*), se njene značilnosti bistveno ne razlikujejo od politike naložb skladov z določenimi pravicami. Ker sponzor odloča o razpršitvi celotnega premoženja sklada, je do neke mere odgovoren za uspešnost investiranja. Zavarovanci imajo namreč v tem primeru možnost, da tožijo sklad oz. sponzorja, če se jim zdijo donosi prenizki oz. neuspešni.

V nekaterih državah pa imajo zaposleni možnost, da sodelujejo pri oblikovanju naložbene politike svojega sklada (ang. *self-directed plans* oz. *employee-directed plans*). Zaposleni postanejo odgovorni za uspešnost naložb, funkcije sponzorjev pa so: omogočanje dostopa do

resničnih informacij o uspešnosti politike naložb ter organiziranje izobraževanja svojih zaposlenih o finančnih oblikah in investiranju vanje, ki pa ne sme mejiti na naložbeno svetovanje. Zavarovancem naj bi dali na voljo vsaj tri naložbene alternative.

Izobraževanje zaposlenih poteka prek seminarjev, tečajev, seznanjanja z naložbenimi alternativami, tveganjem in donosnostjo, pa tudi prek učenja uporabe raznih modelov za razporejanje sredstev. Zaposleni se morajo sami odločiti, kolikšen del celotnega premoženja bodo namenili določeni naložbeni skupini. Naložbena politika pokojninskih skladov z določenimi prispevki je povsod po svetu bolj konzervativna od politike skladov z določenimi pravicami, ne glede na to, kdo se odloča o njej (sponzor, upravljavec ali zavarovanci). Odločitev bo izbrana na podlagi želene donosnosti sklada in nagnjenosti do tveganja odločevalca, pri čemer pa si bodo nedvomno največ pomagali s preteklimi izkušnjami. Druga možnost je, da damo odločevalcu na voljo več alternativ, sam pa izbere najprimernejšo. Skušal se bo izogniti negativni donosnosti, zato omejuje izpostavljenost do bolj tveganih skupin naložb, ki pa so seveda tudi bolj donosne.

Skladi z določenimi pravicami se trudijo dosegati višje donose ob dani prispevni stopnji ali pa so pripravljene plačati nižji prispevek za doseganje enakega donosa, zato nalagajo zlasti v lastniške vrednostne papirje. Skladi z določenimi prispevki pa so bolj konzervativni in kupujejo predvsem vrednostne papirje s stalnim donosom, ki na dolgi rok prinašajo nižjo donosnost. Potrebno je priti do dodatne premije za tveganje in višje donosnost, ki jo prinašajo delnice, hkrati pa se izogniti nezaželeno visoki volatilnosti (Leibowitz et al., 1996, str. 33).

Ambachtsheer (1998, str. 194-196) je prišel do naslednjih ugotovitev glede skladov z vnaprej določenimi prispevki:

- Pokojnina je zelo negotova, saj je odvisna od donosov celotnega portfelja sklada.
- Možno je skleniti pogodbe o pokojninski renti, ki so vezane na inflacijo.
- Neka pokojnina je lahko kombinacija nizke prispevne stopnje in visoke donosnosti naložb ali pa obratno. Če zaposleni ne želijo nižjih pokojnin, morajo skladi z določenimi prispevki sprejeti vsaj tolikšno tveganje kot skladi z določenimi pravicami.
- Zavarovanci morajo skladu plačevati tudi vstopne in izstopne stroške ter upravljavske provizije, zato se neto donosnost med skladi razlikuje.

3.4. STRUKTURA IN DONOSNOST NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

Struktura naložb evropskih pokojninskih skladov se med državami kar precej razlikuje (glej Tabela 4, na str. 28). V Veliki Britaniji, Belgiji, na Irskem in na Nizozemskem prevladujejo naložbe v delnice, večji del kontinentalne Evrope pa daje prednost vrednostnim papirjem s fiksnim donosom, predvsem državnim vrednostnim papirjem (n.pr. Italija, Finska, Avstrija,

Nemčija...). Evropski pokojninski skladi vlagajo različen delež svojega premoženja tudi v tuje finančne oblike. Še najbolj so temu načinu investiranja naklonjeni na Nizozemskem (kar 47 odstotkov vseh naložb) in Irskem, v Franciji in Avstriji. Skladi teh držav imajo približno eno tretjino vseh sredstev plasiranih na tuje trge, glavna spodbuda pa je zlasti uvedba skupne valute evro leta 1999, s čimer se je med članicami EU močno znižalo valutno tveganje.

Do razlik v naložbah skladov med posameznimi državami prihaja zaradi različne zakonske regulacije, medtem ko znotraj nacionalnih meja skladi razpršijo svoj portfelj na podoben način. Večina držav uporablja kvantitativne omejitve za določanje minimalnih in maksimalnih deležev posameznih naložbenih razredov (Nemčija), zato njihovi skladi največji del premoženja namenijo državnim obveznicam, malo pa v delnice, podjetniške obveznice in vrednostne papirje tujih izdajateljev. Velika Britanija, Irska, Nizozemska, Belgija in tudi nekatere druge države po svetu (Kanada, Avstralija, Japonska) pa dopuščajo poslovanje skladov po načelu preudarnosti, zato imajo v povprečju več domačih delnic (okoli 38 odstotkov vsega premoženja) in tujih naložb (okoli 22 odstotkov) ter manj obveznic (okoli 24 odstotkov) v primerjavi s skladi držav, kjer veljajo količinske omejitve naložb (15 odstotkov domače delnice, 7 odstotkov tuje finančne oblike in 52 odstotkov domače obveznice) (Davis, 2001, str. 50).

Tabela 4: Struktura naložb pokojninskih skladov v izbranih evropskih državah konec leta 2000 (v %)

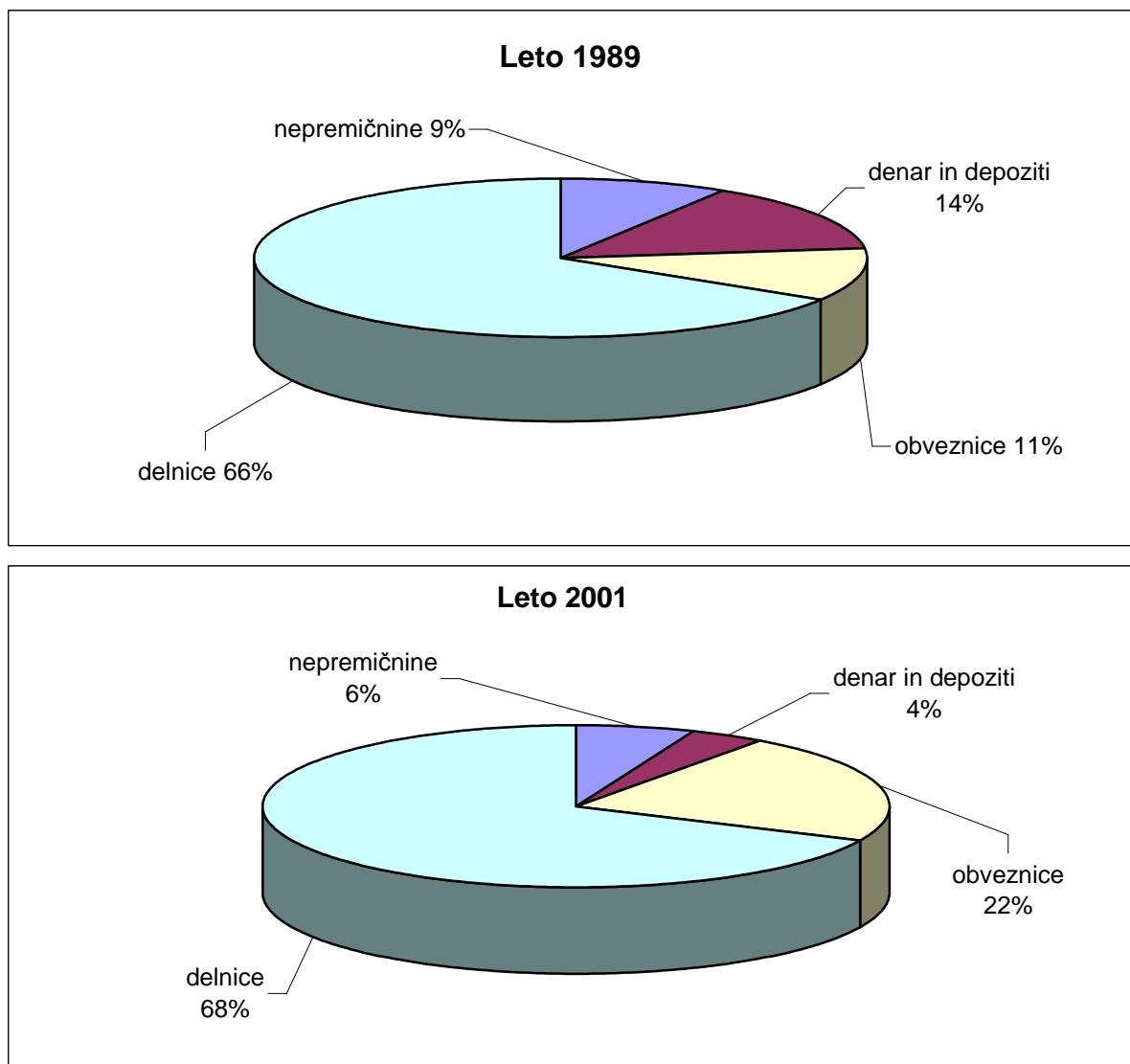
	Obveznice		Delnice		Nepremičnine	Denar in drugo	Naložbe izven EU
	Domače	Tuje	Domače	Tuje			
Avstrija	54	12	13	20	1	1	32
Belgija	36	4	27	22	4	8	ni podatka
Danska	51	3	17	21	6	3	ni podatka
Finska	58	16	10	5	8	3	3
Francija	28	25	5	8	2	33	1
Nemčija	49	0	20	6	6	18	7
Irska	20	2	34	31	6	7	33
Italija	67	7	12	8	0	7	16
Nizozemska	30	18	15	29	5	3	47
Portugalska	51	2	23	5	10	9	8
Španija	41	1	25	11	2	19	13
Švedska	41	13	24	16	4	2	ni podatka
Velika Britanija	11	4	46	23	6	11	18

Vir: Reid, 2002, str. 3.

Če podrobneje pogledamo strukturo naložb britanskih pokojninskih skladov, je opazen izredno visok delež naložb v delnice (Slika 1, na str. 29). V letu 2001 je le-ta znašal okoli 68 odstotkov in se je v primerjavi z letom 1989 celo povečal za 2 odstotni točki. Glavni razlog je t.i. načelo preudarnosti (več o tem v točki 4.2.1.), ki upravljavce skladov zavezuje k razumnemu investiranju, tako da ob minimiziranju tveganja dosegajo postavljeno ciljno donosnost. Ker je slednja v tej državi visoka, je posledično visok tudi delež naložb v delnice.

To je pričakovano, saj v Veliki Britaniji prevladujejo skladi z vnaprej določenimi pravicami, ki so zainteresirani za čim večjo donosnost, saj jim ta omogoča dosegati obljubljeni višino pokojnin z manj vplačanimi premijami. Hkrati pa ti skladi niso podvrženi kvantitativnim omejitvam, ki bi določale zgornjo mejo naložb v delnice. Slednje naj bi tudi nudile zaščito pred negotovostmi glede prihodnje rasti plač, cen in produktivnosti (Arnott, Bernstein, 1990, str. 44). Opazno je še občutno povečanje deleža obveznic v portfelju naložb angleških pokojninskih skladov, zmanjšal pa se je delež depozitov in nepremičnin, kar je pričakovano, saj so to ene izmed najmanj donosnih naložbenih skupin.

Slika 1: Struktura naložb britanskih pokojninskih skladov v letu 1989 in 2001 (v %)



Vir: Reid, 2002, str. 3; Statistical Yearbook, 2000, str. 32-34.

Po mnenju Kleindiensta (2000, str. 18) imajo pokojninski skladi v kontinentalnem delu Evrope nenavadno razpršitev premoženja, ki ni optimalna in do katere pride zaradi dominantnosti bank in zavarovalnic v evropskem finančnem sistemu. Posledica je manjša ustvarjena donosnost na določen znesek vloženih sredstev kot v anglosaksonskih državah

(Velika Britanija), saj imajo skladi v slednjih veliko bolj tvegano sestavo naložb. V praksi se velikokrat držijo predpostavke, da naj bi delež delnic v premoženju sklada znašal približno »100 minus starost zavarovanca«. V prihodnosti lahko tako pričakujemo, da se bo v evropskih državah (tudi v Sloveniji) povečal delež delnic v premoženju pokojninskih skladov.

V obdobju 1984-1996 so najvišjo realno donosnost dosegli skladi na Irskem (11 odstotkov), v Veliki Britaniji, Belgiji in ZDA, najnižjo pa v Švici (4 odstotke) (glej Tabela 5). Bolj smiselno pa bi bilo primerjati dejansko doseženo donosnost pokojninskih skladov z donosnostjo primerjalnega premoženja (ang. *benchmark/benchmark portfolio*). Osnovni vpogled v donosnost poslovanja skladov nam daje tudi primerjava s stopnjo realne rasti plač (ang. *real average earnings growth*). Če je donosnost skladov nižja od rasti zaslužkov, so neučinkoviti in bi bil za državo bolj smiseln *pay-as-you go* koncept zagotavljanja pokojnin. Davis in Steil (2001, str. 105) pa sta donosnost skladov primerjala še z donosnostjo domačega in globalnega portfelja¹⁵. Ugotovila sta, da imajo skladi še nekaj neizkoriščenih možnosti na domačem trgu, še več pa na področju globalnega investiranja, saj je povprečna donosnost globalnega portfelja znašala 5,5 odstotkov, domačega 5,0 odstotkov, pokojninskega sklada pa le 4,3 odstotke. Seveda je bilo tudi tveganje primerjalnih premoženj ustrezno večje. Izkazana dosežena donosnost pa je lahko močno odvisna od različnih izbir upravljavca glede časovnega obdobja, časovne razporeditve in velikosti vplačil in izplačil v pokojninski sklad.

Tabela 5: Realne povprečne letne donosnosti pokojninskih skladov v svetu v obdobju 1984-1996 (v %)

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.

Pokojninski skladi razpršijo svoje premoženje v različne naložbene skupine, zato imajo tudi različno strukturo in donosnost naložb, kar pa je predvsem odraz regulacije in nadziranja naložbene politike skladov.

¹⁵ Domači portfelj sestavljajo domače delnice in obveznice v razmerju 1:1. Globalni portfelj pa je sestavljen iz 50 odstotkov tujih obveznic in 50 odstotkov tujih delnic.

4. REGULACIJA IN NADZOROVANJE POLITIKE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV

Zaradi vpliva pokojninskih skladov na finančni trg, varčevalce in hkrati celotno gospodarstvo mora biti njihovo poslovanje urejeno z zakonom in nadzorovano s strani pristojnih institucij. Pomembna področja regulacije delovanja pokojninskih skladov so sestava in konkurenčnost sektorja pokojninskih skladov, njihova strategija oz. koncept poslovanja, vrednotenje in omejevanje naložb, minimalna zahtevana donosnost ter jamstvo države (Vittas, 1996, str. 1).

V tem poglavju bom tako opisala dva sistema reguliranja pokojninskih skladov, oblike nadzora nad strukturo naložb ter metode merjenja uspešnosti njihove naložbene politike.

4.1. SISTEMI REGULIRANJA POKOJNINSKIH SKLADOV

V svetu naj bi obstajala dva osnovna sistema regulacije:

1. rigorozen regulatorni sistem (ang. *draconian regulatory regime*)
2. sproščen regulatorni sistem (ang. *relaxed regulatory regime*).

Rigorozna regulacija je pogosta v državah s slabše razvitim trgom kapitala in tam, kjer imajo malo izkušenj s pokojninskimi skladi. Sproščeni sistemi pa so primerni za države z razvitim finančnim trgom in večletno tradicijo na področju poslovanja pokojninskih skladov. Po Vittasovem mnenju obstajajo v obeh sistemih temeljne razlike v značilnostih, ki jih prikazuje Tabela 6.

Tabela 6: Značilnosti rigoroznega in sproščenega sistema reguliranja pokojninskih skladov

LASTNOST	RIGOROZEN SISTEM	SPROŠČEN SISTEM
Udeležba posameznika v skladu	Obvezna	Prostovoljna
Dovoljenje za poslovanje sklada	Obvezno	Neobvezno
Stopnja izbire izvajalca s strani varčevalca	Manjša	Visoka
Vključenost v št. skladov s strani zaposlenih nekega podjetja	En sklad	Več skladov
Št. varčevalnih računov enega varčevalca	En	Več
Nadzorovanje naložb	Količinske omejitve	Načelo preudarnosti
Naložbe v tujino	Prepoved ali ostre omejitve	Ni omejitev
Pravila vrednotenja naložb	Eno	Več
Predpisi glede vrste stroškov v breme varčevalcev	Da	Ne (možnost popustov za večji obseg sredstev v upravljanju)
Državno jamstvo za dodatne pokojnine	Da	Ne
Minimalna zajamčena donosnost	Da	Ne

Vir: Vittas, 1997, str. 24-25.

Seveda pa mora učinkovita regulacija vključevati še preglede zunanjih revizorjev, ločevanje sredstev varčevalcev, obvezno uporabo skrbniških storitev, aktuarske preglede, kapitalsko ustreznost izvajalcev, javnost poslovanja in obveščanje varčevalcev pokojninskih skladov (Herič, 2002, str. 9-10).

4.2. NADZOR NAD STRUKTURO NALOŽB

Poznamo dva načina nadzora in zagotavljanja razpršenosti premoženja pokojninskih skladov:

- i) s količinskimi omejitvami, ki so večinoma prisotne v kontinentalni Evropi;
- ii) po načelu preudarnosti, ki je značilen za anglosaksonski svet (ZDA, Velika Britanija), narašča pa tudi v nekaterih evropskih državah.

Običajno se ta dva načina kombinirata, zlasti v državah, kjer prevladuje načelo preudarnosti. Tam ponavadi uporabljajo količinske omejitve na samoinvestiranje, tako da je v družbo, ki je soustanovitelj sklada ali soorganizator pokojninskega načrta, naložen največ določen procent sredstev tega sklada (Cencelj, 2002, str. 31). Na drugi strani pa tudi države s količinskimi omejitvami vpeljujejo princip maksimiranja varnosti in donosnosti naložb sklada. V Sloveniji morajo pokojninski skladi izpolnjevati tudi pogoj minimalne zajamčene donosnosti.

4.2.1. Načelo preudarnosti

Načelo preudarnosti (ang. *prudent man rule*) je kvalitativna oblika nadzora nad naložbami, ki zahteva preudarno investiranje. Uveljavilo se je v Veliki Britaniji, ZDA, Avstraliji, Kanadi, na Irskem, Nizozemskem in v Belgiji. Upravljavca sklada mora izbrati takšno strukturo naložb, ki bo kar najbolj minimizirala tveganje glede na željeno ciljno donosnost in bo v največji možni meri ustrezala naravi in ročnosti obveznosti sklada. Naložbeni proces mora biti izpeljan preudarno, kar zadeva smiselno ravnanje oz. odločanje vseh odločevalcev v skladu. Ni pa poudarek na dejanski uspešnosti investiranja, saj je le-ta odvisna tudi od nenadnih splošnih in finančnih kriz, ki poslabšajo še tako dobro in uspešno odločitev.

Da bi zadostili načelu preudarnosti, morajo upravljavci pokojninskih skladov po določilih ERISA¹⁶ ravnati v skladu s pravili sklada in z razpršitvijo njegovega premoženja minimizirati možnost izgub. Pri opravljanju svojih dolžnosti morajo biti vestni, skrbni, razumni, strokovno usposobljeni in preudarni ter delovati v korist pokojninskih upravičencev in zavarovancev.

¹⁶ ERISA (Employee Retirement Income Security Act) je ameriški zakon iz leta 1974, ki ureja institucionalne oblike, poslovanje in upravljanje pokojninskih skladov z definiranimi pravicami.

4.2.2. Količinske omejitve

Pri količinskih omejitvah skuša država z določanjem minimalnih in maksimalnih deležev posameznih vrst naložb zmanjšati tveganje in doseči primerno razpršitev sredstev pokojninskih skladov. Struktura njihovega premoženja mora biti znotraj določenih predpisov, pri čemer optimalno razmerje med tveganjem in donosnostjo ni na prvem mestu.

Količinske omejitve so predpisane tudi zaradi širših gospodarskih ciljev (ohranitev premoženja v domači državi in razvoj njenega trga kapitala). Maksimalne deleže naložb se predpiše za manj likvidna sredstva (hipotekarna posojila, nepremičnine), za naložbe z visokim kreditnim tveganjem, kot so delnice (posebno tiste, ki ne kotirajo na borzi), ter za močno cenovno občutljive naložbe. Najnižje zahtevane deleže določijo za državne vrednostne papirje, čeprav so mnogi ekonomisti mnenja, da je obvezno kupovanje obveznic nesprejemljivo, saj državi omogoča sofinanciranje proračunskih primanjkljajev, povzroča manj donosno nalaganje zbranih sredstev in posledično višje stroške skladov ter manjše prihodnje pokojnine (Bešter, 2000, str. 49). Tako so članice EU na podlagi Zelene knjige predlagale razvoj nadzora naložbene politike pokojninskih skladov na podlagi načela preudarnosti, kajti v večini evropskih držav še vedno uporabljajo količinske omejitve (Italija, Finska, Švica, Švedska, Nemčija, Francija in Danska). V Prilogi 4 je opisano nadzorovanje skladov v nekaterih državah.

Za naložbe v tuje finančne oblike ponavadi veljajo drugačne omejitve kot za naložbe v enakovrstne domače oblike. Običajno so dovoljeni deleži naložb v tujino nižji zaradi tveganja sprememb deviznih tečajev in večjega tveganja neizplačila. Pokojninski skladi pa so v nekaterih državah zavezani še k valutni usklajenosti naložb in obveznosti. Omejevanje naložb v tujino je nesmiselno za države s plitvim in nerazvitim trgom, saj so domači investitorji na teh trgih preveč izpostavljeni makroekonomskim tveganjem.

V številnih primerih pride tudi do omejevanja nalaganja v posamezna sredstva, nepremičnino ali podjetje (ang. *requirement to diversify*) ter do omejevanja samoinvestiranja (ang. *self investment*). Tako skušajo zaščititi zavarovance v pokojninskih skladih pred konflikti interesov in nesolventnostjo sponzorskega podjetja. Pogosto se ta regulativa uporablja tudi v državah z načelom preudarnosti, kjer so naložbe v podjetje ustanovitelja pokojninskega sklada omejene do maksimalno 10 odstotkov sredstev sklada (n.pr. v Veliki Britaniji in Sloveniji 5 odstotkov, v ZDA in Kanadi 10 odstotkov) (De Ryck, 1999, str. 20).

Na drugi strani povzročajo količinske omejitve negativne učinke na pokojninske sklade, naložbeno industrijo in gospodarstvo. Otežujejo že samo usklajevanje naložbene politike z obveznostmi sklada, saj so nefleksibilne in ne morejo hitro slediti gospodarskim spremembam. Skladi se zaradi njih premalo ukvarjajo s strategijo ustvarjanja dobrega donosa ob primernem tveganju, preveč pa s tveganjem in likvidnostjo posameznih naložb. Imajo

podpovprečno učinkovit portfelj in manj donosne naložbe zaradi omejitev pri izvedenih finančnih instrumentih. Velikokrat se ne imenuje uspešnejših upravljavcev naložb in konkurenca med njimi se zmanjša, v končni fazi pa to privede do zaviranja razvoja naložbene industrije. Količinske omejitve torej onemogočajo učinkovito razporeditev kapitala, doseganje višje stopnje zaposlenosti in gospodarske rasti. Zaradi slabše donosnosti premoženja sklada imajo podjetja višje stroške dela, kar zavira ustvarjanje novih delovnih mest (De Ryck, 1999, str. 19-20; Davis, 2001, str. 24).

Omejitve naložb pa so smiselne na nezadostno razvitih kapitalskih trgih, ki so nestanovitni in podvrženi različnim manipulacijam, v primeru nezadostnega finančnega znanja zavarovancev, neizkušenosti upravljavcev, dvomov v naložbeno industrijo... Hkrati zagotavljajo večjo kontrolo nad odlivom kapitala v tujino in preprečujejo izgube zaradi nepreudarnega ravnanja.

4.3. MERJENJE USPEŠNOSTI NALOŽBENE POLITIKE

Zastopniki interesov članov pokojninskega sklada morajo meriti uspešnost naložbene politike sklada in ugotoviti, ali trenutna investicijska politika omogoča uresničevati postavljene investicijske cilje in če ji upravljavci skladov sploh sledijo.

Glavna napaka pri merjenju uspešnosti investiranja je predpostavka, da je najbolj uspešen investitor tisti, ki v določenem obdobju doseže najvišjo donosnost. Takšno prepričanje ne obravnava tveganja kot glavne sestavine naložbene politike (poleg pričakovane donosnosti). Za presojanje investicijske politike moramo oblikovati mero, ki hkrati upošteva donosnost in tveganje. Rezultate nato primerjamo z donosnostjo primerljivega premoženja (ang. *benchmark*), za katerega lahko uporabimo borzni indeks, konkurentove dosežke ali pa normalizirano premoženje.

4.3.1. Primerjava z borznim indeksom

Borzni indeks odraža vrednost določene košarice delnic, ki naj bi najustrezneje prikazovale splošno dogajanje na izbranem trgu. Gre za agregatno merilo dogajanja na trgu kapitala, ki se pogosto uporablja za ugotavljanje uspešnosti upravljanja in nalaganja pokojninskih skladov¹⁷.

Če želi pokojninski sklad uporabiti donosnost delniškega borznega indeksa, ga lahko primerja le z donosnostjo premoženja, ki ga ima v delnicah, v nobenem primeru pa ne z donosnostjo celotnega premoženja. Slednje lahko vključuje tudi obveznice in denarne rezerve, ki so dolgoročno manj donosne od delnic. Sklad lahko zato napačno sklepa o uspešnosti naložb.

¹⁷ V Sloveniji odraža splošno gibanje tečajev delnic na Ljubljanski borzi slovenski borzni indeks (SBI 20).

4.3.2. Primerjava s konkurenti

Donosnost pokojninskih skladov lahko primerjamo tudi s konkurenti, ki imajo zelo podoben pristop investiranja in podobno strukturo premoženja. Na primer med sabo lahko primerjamo donosnost aktivno upravljanih skladov. Analitiki zberejo podatke o donosnosti in tveganju in jih primerjajo s podatki drugih upravljavcev.

Takšno ugotavljanje uspešnosti investiranja pa je težavno, saj težko najdemo dovolj podobne strukture naložb. Upravljavci lahko namreč nekoliko spremenijo sprejeto investicijsko politiko nekega obdobja. Problem nastane tudi pri razlagi rezultatov, saj je možno upravljavce po ustvarjeni donosnosti rangirati drugače kot po tveganju. Nenazadnje pa lahko na dolgi rok primerjamo le tiste sklade, ki so preživel v konkurenčnem boju, zato upravljavci s slabimi rezultati ne bodo vključeni v analizo uspešnosti politike naložb skladov (Diklič, 2004, str. 34).

4.3.3. Primerjava z normaliziranim premoženjem

Zaradi pomanjkljivosti prvih dveh metod se je za ugotavljanje uspešnosti naložbene politike uveljavila uporaba normaliziranega premoženja. Slednji je sestavljen iz vseh delnic, ki so upravljavcu na razpolago za naložbe v skladu z investicijsko politiko.

Ta metoda je vse bolj priljubljena, saj se ne ukvarja z nekaterimi teoretičnimi vprašanji (kateri dejavniki tveganja so odločilni) in določenimi statističnimi problemi (optimalno obdobje merjenja). Dodatna prednost je še enostavno oblikovanje normaliziranih premoženj zaradi razpoložljivosti podatkov in uporabe računalnikov ter spodbujanje upravljavcev, da sledijo vnaprej predvideni investicijski politiki.

Povsod torej obstaja določen nadzor nad naložbami skladov. Prevladujejo sicer količinske omejitve, a je že opazen trend deregulacije in načela preudarnosti (tudi v Sloveniji).

5. POLITIKA NALOŽB SLOVENSkih POKOJNINSKIH SKLADOV

Sistem dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji je unikaten, zato ga lahko označimo za naložbeni sistem (ang. *fully funded sistem*), ki temelji na vnaprej določenih prispevkih in prostovoljnem članstvu. Zanj so značilni predpisi in količinske omejitve, ne pa načelo preudarnosti, ter bolj razvite podjetniške sheme. Posebnost obstoječega sistema je tudi minimalna zajamčena donosnost (ang. *minimal rate of return guarantee*).

5.1. ZAKONSKE OMEJITVE NALOŽB SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKALDOV

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je urejeno z Zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju iz leta 2000, ki določa poslovanje vzajemnih pokojninskih skladov, z izjemo sestave naložb. Delovanje zavarovalnic in pokojninskih družb pa je opredeljeno v Zakonu o zavarovalništvu. Izvajalci nadzora nad poslovanjem vzajemnih pokojninskih skladov in pokojninskih družb so: Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) za vzajemne pokojninske sklade, Agencija za zavarovalni nadzor (AZV) za pokojninske družbe in zavarovalnice, Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve za izvajanje pokojninskega načrta in pravic zavarovancev, Davčni urad Republike Slovenije za davčne olajšave ter ostali nadzorni organi (pooblaščen aktuarji, zunanja in notranja revizija, nadzorni svet itd.).

Slovenska pravna ureditev poslovanja pokojninskih skladov sodi med rigorozne režime, saj obsega vse že navedene značilnosti tega sistema, razen državno jamstvo za izplačevanje dodatnih pokojnin. Med glavne slabosti zakonske ureditve poslovanja slovenskih pokojninskih skladov sodi razlikovanje pravil vrednotenja naložb pokojninskih družb in zavarovalnic na eni in vzajemnih pokojninskih skladov na drugi strani ter negativen vpliv predpisane zajamčene donosnosti na donosnost pokojninskih skladov in na višino pokojninskih rent (Herič, 2002, str. 81).

5.1.1. Minimalna zajamčena donosnost

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje je zavarovanje z minimalnim zajamčenim donosom na čisto vplačano premijo, kar omogoča ohraniti vsaj realno vrednost privarčevane vsote. Tako nosi izvajalec naložbeno tveganje do višine zajamčenega donosa na vložena sredstva, od te vrednosti dalje pa je tveganje v celoti na strani zavarovanca.

Minimalna oz. zajamčena stopnja donosa pokojninskega sklada ne sme biti nižja od 40 odstotkov povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom (Tabela 7, na str. 37, prikazuje izračunane minimalne zajamčene donosnosti na letni in mesečni ravni). Večina izvajalcev pa obljublja višji donos (50 ali 60 odstotkov prej omenjene obrestne mere). Skladi naj bi tako jamčili okoli 0,2-0,3 odstotno mesečno donosnost, dejansko pa dosežajo kar okoli 0,6-0,8 odstotno mesečno donosnost (za primerjavo zajamčene z doseženo dejansko donosnostjo glej Tabelo 9, na str. 40). Če dejanska stopnja donosa sredstev ne doseže zajamčene, mora pokojninski sklad razliko pokriti iz že prej oblikovanih rezervacij oz. iz lastnega kapitala, če bi bile rezervacije prenizke. Celoten presežek nad minimalno zajamčeno stopnjo donosa pripada zavarovancu, nedoseganje te zakonsko določene meje donosnosti pa v celoti bremeni upravljavca sklada, ki je zato bolj naklonjen konzervativni naložbeni politiki.

Tabela 7: Izračunana minimalna zajamčena donosnost za obdobje avgust 2004 – februar 2005 na letni in mesečni ravni (v %)

Obdobje	Letna raven	Mesečna raven
Avgust 2004	3,74	0,32
September 2004	3,17	0,26
Oktober 2004	3,69	0,32
November 2004	3,91	0,35
December 2004	3,65	0,32
Januar 2005	3,14	0,21
Februar 2005	3,01	0,18

Vir: Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, 2004; Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti državnih vrednostnih papirjev, 2004.

5.1.2. Količinske omejitve

Slovenske oblasti so se odločile za količinske omejitve strukture naložb, kljub temu da je evropska komisija priporočila načelo preudarnosti. Pomembno je, da so naložbe podrejene varnosti in razpršenosti tveganja (Petrovič, 2003, str. 25). Najpomembnejše količinske omejitve v strukturi naložb po ZPIZ-1 so naslednje:

- naložbe v delnice in delniške investicijske sklade skupaj ne smejo presegati 30 odstotkov sredstev naložbenega sklada oz. zavarovalno-tehničnih rezervacij;
- naložbe v nepremičnine ne smejo presegati 30 odstotkov sredstev sklada;
- naložbe v bančne depozite ne smejo presegati 30 odstotkov sredstev;
- naložbe v obvezniške investicijske sklade ne smejo presegati 40 odstotkov;
- naložbe v delnice in obveznice, ki ne kotirajo na borzi, ne smejo presegati 10 odstotkov sredstev sklada;
- delež gotovine lahko znaša do 3 odstotke.

Od ponudnikov dodatnega prostovoljnega pokojninskega zavarovanja se zahteva tudi 80 odstotna valutna usklajenost naložb in obveznosti. Podrobnejši pregled dovoljenih vrst naložb in omejitev za posamezne naložbene oblike, ki jih določa zakonodaja RS, je v Prilogi 5.

5.2. STRUKTURA NALOŽB SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKLADOV

Slovenski pokojninski skladi so precej previdni pri vlaganju zbranih sredstev. Razlog je zajamčena donosnost, ki je vezana na donosnost državnih vrednostnih papirjev. Upravitelji zato večino sredstev naložijo v državne vrednostne papirje RS, saj se tako izognejo razliki v donosnosti svojega premoženja in državnih vrednostnih papirjev, poleg tega pa še minimizirajo možnost izgub. To določilo torej preprečuje optimalno razporeditev sredstev, saj

spodbuja managerje skladov k manj tveganim in posledično manj donosnim naložbam. Drugi razlog pa je nagrajevanje upravljavcev v odvisnosti od obsega sredstev, ki jih upravljajo, in ne glede na doseženo investicijsko uspešnost. Nenazadnje pa je konzervativnost še posledica slabše likvidnosti slovenskega trga vrednostnih papirjev in nihanj cen lastniških instrumentov.

V Tabeli 8 je prikazana sestava naložb slovenskih ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja konec leta 2004. Še vedno se odločajo predvsem za obveznice, zlasti državne. Povprečje slednjih v celotni naložbeni industriji znaša kar okoli 53,94 odstotkov vsega premoženja. Na drugem mestu med naložbami so depoziti (povprečno okoli 10,15 odstotkov), kjer pa je mogoče opaziti precejšnje razlike po posameznih skladih. Največ jih ima Prva pokojninska družba (19,1 odstotek), najmanj pa zavarovalnica Generali (1 odstotek). Pomembna naložbena skupina so še delnice, katerih delež je največji v Adriaticu (23,2 odstotka), vendar gre za manjši pokojninski sklad (konce leta 2004 je imel le 1380 zavarovancev), ki ne vpliva bistveno na povprečje deleža delnic vseh skladov (ta znaša približno 7,63 odstotkov). Po deležu delnic bi lahko izpostavili še Skupno pokojninsko družbo z 10,6 odstotnim deležem v celotnem premoženju. Tudi v tujino se ponudniki podajajo previdno, saj povprečno tja naložijo le okoli 5,76 odstotkov vsega premoženja. Najbolj odločni so v Skupni (24 odstotkov) in Prvi pokojninski družbi (19,6 odstotkov), ki za prihodnost napoveduje še povečanje te naložbene skupine. Od drugih odstopa še Triglav, kar kaže na to, da so v tujino investirali samo največji pokojninski skladi, medtem ko se manjši zaradi manj izkušenj in znanja ter večje tveganosti niso odločili za to obliko investiranja. Najmanjši delež naložb pa so zaradi nizke donosnosti predstavljali vzajemni skladi (povprečno 3,81 odstotkov) in gotovina (0,52 odstotkov).

Tabela 8: Sestava naložb slovenskih ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja na dan 31.12.2004 (v %)

	<i>Depoziti</i>	<i>Obveznice</i>	<i>Državne</i>	<i>Denarna</i>	<i>Delnice</i>	<i>Vzajem.</i>	<i>Tuji vred.</i>
		<i>- skupaj</i>	<i>obveznice</i>	<i>sredstva</i>		<i>skladi</i>	<i>papirji</i>
Pok. družba A	18	23,7	53	0	5,3	0	5,2
Prva pok. družba	19,1	25,6	32,8	0,2	0,5	2,2	19,6
Skupna pok. družba	13,9	30,3	45,1	0,1	10,6	0	24
Moja naložba	13	80*	/	0	7**	/	0
Triglav	5,4	15,4	66,2	0	2,6	0	10
Adriatic	4,3	49,5*	/	0	23,2	23	4
Banka Koper	11,16	21,28	56,29	0,89	6,23	4,08	0
Kapitalska družba	12,71	77,16*	/	1,79	7,12	0	0
Generali	1	22	65	1	7	0	0
Abanka Vipava	10,33	17,19	55,39	1,77	6,95	0,81	0
Probanka	3,75	23,03	57,77	0,02	7,46	7,97	4,11
Povprečje	10,24	35,01	53,94	0,52	7,63	3,81	5,76

* vse obveznice; **delnice in vzajemni skladi

Vir: Kranjec, 2005, str. 17 in lastni izračuni.

Za primerjavo sem v Prilogah 6 in 7 prikazala še pričakovano sestavo premoženja značilnega slovenskega pokojninskega sklada in strukturo naložb slovenskih pokojninskih skladov v zadnjem četrtletju leta 2003. Opazimo lahko rahel premik k agresivnejši politiki naložb, saj se je delež državnih obveznic v celotnem premoženju zmanjšal iz 56 na okoli 54 odstotkov, ravno tako je upadel delež vseh obveznic in depozitov, ki predstavljajo manj donosne naložbe. Pozitivno je predvsem povečanje deleža delnic (iz 4,6 na 7,63 odstotkov), tujih vrednostnih papirjev in naložb v vzajemne sklade, saj so to glavne investicijske oblike v tujini.

Če primerjamo Slovenijo z nekaterimi drugimi državami v EU in po svetu (glej Tabelo 4, na str. 28), opazimo, da so slovenski pokojninski skladi na področju naložbene politike podobni kontinentalnim evropskim skladom (n.pr. Avstrija, Francija, Nemčija, Norveška, Italija), ki morajo upoštevati količinske omejitve glede svojih naložb. V povprečju imajo manj delnic in tujih naložb kot skladi, ki poslujejo v skladu z načelom preudarnosti (ZDA, Kanada, Velika Britanija). Kljub vsemu pa moramo poudariti, da so naložbe slovenskih skladov še veliko manj tvegane in posledično manj donosne kot naložbe v ostalih skladih kontinentalne Evrope.

5.3. DONOSNOST NALOŽB SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKLADOV

Struktura naložb je pomemben dejavnik poslovanja pokojninskih skladov, saj skupaj s splošnimi razmerami na finančnih trgih vpliva na njihovo donosnost. Posamezni upravljavci slovenskih skladov menijo, da naj bi dosegli med 5 in drznih 10,71 odstotno realno letno donosnost, v povprečju pa pričakujejo 6,6 odstotno donosnost (Kodrič, 2004). Raziskava varčevalnih navad slovenskih investitorjev leta 2001 pa je pokazala, da so pričakovanja slovenskih vlagateljev glede donosnosti slovenskih skladov dokaj realna, saj dobra tretjina vprašanih pričakuje manj kot 5, tri četrtine vprašanih pa manj kot 7 odstotno realno letno donosnost. Povprečna oseba pričakuje 6,3 odstotno letno donosnost, kar je nekoliko preveč optimistično, saj bo to ob dani investicijski politiki, ki temelji skoraj izključno na visoko varnih dolžniških vrednostnih papirjih, in ob razmeroma visokih upravljaljskih provizijah ter vstopnih stroških, težko doseči (Kleindienst et al., 2001, str. 52-58).

V Tabeli 9, na str. 40, so podatki o dejanskem povprečnem mesečnem donosu slovenskih ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v letu 2004, ki je na skupni ravni znašal 0,71 odstotka. Najnižjo donosnost je dosegla Pokojninska družba A, največjo pa Banka Koper, kar pomeni, da se je dosežena povprečna mesečna donosnost gibala od 0,58 do največ 0,87 odstotka, večinoma pa so skladi dosegali 0,62-0,76 odstotno mesečno donosnost. Slednja se med skladi ni bistveno razlikovala, do rahlih odstopanj pa je prišlo zlasti zaradi :

- različnih naložbenih struktur,
- razlik v uspešnosti aktivnega upravljanja naložb,

- razlik v uspešnosti posameznih naložb v določenem razredu naložb,
- ekonomije obsega posameznih upravljavcev, itd.

Tabela 9: Dejanska povprečna mesečna donosnost slovenskih ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v letu 2004 (v %)

Ponudniki prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja	Dejanska povprečna mesečna donosnost (v %)
Banka Koper	0,87
Abanka Vipava	0,76
Kapitalska družba - KVPS *	0,67
- ZVPSJU**	0,76
Generali	0,75
Probanka	0,83
Pok. družba A	0,58
Prva pok. družba	0,62
Skupna pok. družba	0,62
Moja naložba	0,65
Triglav	0,76
Adriatic	0,60
Povprečje	0,71

* Kapitalski vzajemni pokojninski sklad ; ** Zaprti vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbenke

Vir: Kranjec, 2005, str. 17 in lastni izračuni.

Stanje glede donosnosti slovenskih ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja se v zadnjih letih izboljšuje, vendar bodo domače institucije lahko tekmovala s tujimi le, če bodo ponujale mednarodno kakovostne in cenovno ugodne storitve. Za to pa bo potrebna pomoč države v obliki davčnih ugodnosti za te oblike varčevanja ter na področju sproščanja količinskih omejitev glede strukture naložb pokojninskih skladov.

SKLEP

V razvitih gospodarstvih varčuje prebivalstvo za pokojnine tudi v vrednostnih papirjih, bodisi neposredno bodisi prek produktov finančnih posrednikov, med katere sodijo tudi pokojninski skladi. Ugotovila sem, da je pokojninska reforma v Sloveniji z uvedbo pokojninskih družb in vzajemnih pokojninskih skladov prinesla novost na področje ustvarjanja prihrankov, saj je prebivalstvo na posreden način spodbudila k pokojninskemu varčevanju v vrednostnih papirjih. Raziskava o varčevalnih navadah slovenskih investitorjev v letu 2001 pa je pokazala, da le dobra četrtina vprašanih označuje pokojninske sklade kot dober način varčevanja za starost.

Mislím, da je glavni vzrok za takšno ravnanje racionalnost vlagateljev, saj zaračunavajo slovenski upravitelji pokojninskih skladov za svoje storitve visoke provizije. Nizko priljubljenost pa povzroča tudi homogenost njihovih investicijskih politik, ki so poleg tega še

veliko bolj konzervativne kot v drugih razvitih državah (predvsem anglosaksonskih). Glavne naložbene oblike tujih pokojninskih skladov so namreč delnice in tuji vrednostni papirji, medtem ko sestavljajo premoženje skladov v kontinentalni Evropi in Sloveniji predvsem obveznice in depoziti, delnice pa so šele na tretjem mestu.

Takšna naložbena politika je po mojem mnenju posledica državne regulative in nadzora pokojninskih skladov. V anglosaksonskih državah, kjer prevladuje načelo preudarnosti, skušajo upravljavci skladov sestaviti takšen portfelj premoženja, ki bi minimiziral tveganje glede na želeno ciljno donosnost. V Sloveniji pa je z zakonom določeno, kolikšen delež vseh sredstev sme predstavljati določena naložbena skupina. Poleg tega pa so skladi omejeni še z minimalno zajamčeno donosnostjo, ki jo morajo jamčiti svojim članom.

Spoznala sem, da slovenski pokojninski skladi poslujejo v visoko reguliranem okolju, ki je bil na začetku ob njihovi ustanovitvi ustrezen, sedaj pa bi bilo potrebno sproščati trg prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Če želijo postati konkurenčni na mednarodni ravni, morajo premoženje razpršiti v bolj agresivne in tvegane naložbe, saj bodo le tako lahko dosegali višje donose. Tu bo prevzela pomembno vlogo država, saj bo morala uzakoniti načelo preudarnosti in spodbujati prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje z davčnimi olajšavami tako za delodajalce kot tudi za zavarovance.

Menim, da kljub vsemu lahko pričakujemo rast pokojninskega varčevanja, saj so sedanje aktivne generacije prisiljene, da v veliki meri same poskrbijo za svojo finančno varnost v starosti. Posledično lahko računamo na večjo vlogo pokojninskih skladov kot finančnih posrednikov. Prišlo bo tudi do njihovega združevanja, stroški in provizije se bodo znižali, nenazadnje pa bomo dobili še nove oblike varčevanja, predvsem v povezavi z različnimi oblikami zavarovanja.

To bo vplivalo tudi na spremembo strukture naložb slovenskih pokojninskih skladov. Naraščati bo začel delež delnic in tujih vrednostnih papirjev v sredstvih sklada, upadel pa bo pomen obveznic (zlasti državnih) in depozitov, saj bo takšna sestava premoženja omogočala doseganje višjih donosov in v končni fazi višjih pokojninskih rent. Neizkoriščene možnosti za slovenske sklade so tudi naložbe v izvedene finančne instrumente, ki pa za upravljavce zaradi visoke tveganosti verjetno vsaj še nekaj časa ne bodo zanimive. Zaključim lahko, da je tudi slovenski finančni trg (vključno s pokojninskimi skladi) dobil zagon, potem ko ga je kar nekaj časa označevala nelikvidnost in konzervativnost naložb.

LITERATURA

1. Ambachtsheer P. Keith, Ezra D. Don: Pension Fund Excellence. Creating Value for Stakeholders. New York : John Wiley & Sons, 1998. 238 str.
2. Arnott D. Robert, Bernstein L. Peter: Defining and Managing Pension Fund Risk. Fabozzi J. Frank, ed., Pension Fund Investment Management. Maidenhead, Berkshire : McGraw-Hill, 1990, str. 31-54.
3. Bailey V. Jeffery: Investment Policy: The Missing Link. Fabozzi J. Frank, ed., Pension Fund Investment Management. Maidenhead, Berkshire : McGraw-Hill, 1990, str. 11-30.
4. Bešter Helena: Usmeritve evropskih pokojninskih skladov za 21. stoletje. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), str. 47-51.
5. Blake David: The United Kingdom Pension System: Key Features. London : The Pension Institute, 2001. 62 str.
6. Bodie et al.: Investments. 4. izdaja. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 1999. 965 str.
7. Brigham et al.: Intermediate Financial Management. Orlando : The Dryden Press, 1999. 1083 str.
8. Brinson et al.: Determinants of Portfolio Performance. Financial Analysts Journal, 4 (1986), 42, str. 39-48.
9. Cencelj Andreja: Naložbena politika pokojninskih skladov. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 45 str.
10. D'Ambrosio A. Charles: Portfolio Management Basics. Maginn L. John & Tuttle L. Donald, ed., Managing Investment Portfolios. Second Edition. Boston : Warren Gorham&Lamont, 1990, str. 1-48.
11. Davis E. Philip: Pension Funds. New York : Oxford University Press, 1995. 337 str.
12. Davis E. Philip, Steil Benn: Institutional Investors. London : The MIT Press, 2001. 524 str.
13. De Ryck Koen: Rebuilding Pensions. Security, Affordability. Brussels : European Commission, 1999. 85 str.
14. Diklič Patricija: Analiza slovenskih pokojninskih skladov kot institucionalnih investitorjev. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 47 str.
15. Fabozzi J. Frank: Foundations of Financial Markets and Institutions. New Jersey : Prentice-Hall Inc., 1994. 666 str.
16. Harris Simon, Braun Beatrice: Pensionsfond: German Occupational Pensions Set To Grow, But Policyholder Risk Remains. New York : Moody's Investors Service, 2002. 9 str.
17. Herič Boštjan: Upravljanje pokojninskih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 96 str.
18. Holzmann et al.: Pension Reform in Europe: Process and Progress. Washington, D.C. : World Bank, 2003. 202 str.
19. Igličar Aleksander: Institucionalni investitorji v finančnih sistemih tržnega gospodarstva. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1992. 119 str.

20. Ivanc Uroš: Optimalna struktura naložb pokojninskih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 146 str.
21. Kleindienst Robert: Aktivna alokacija premoženja na razvitih trgih kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 58 str.
22. Kleindienst Robert : Strateška razporeditev premoženja in slovenski pokojninski skladi. Finance, Ljubljana, 6(2000), 81, str. 18-19.
23. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana : GV Založba, 2001. 542 str.
24. Kleindienst et al.: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: Varčevalne navade in mnenja slovenskih investorjev - 2001. Ljubljana : Central & Eastern European Privatization Network, 2001. str. 52-58.
25. Kocbek Darja: Levji delež ima Triglav. Delo, Ljubljana, 2004, 29, str. 11.
26. Kodrič Sandi: Pregled trga vzajemnih skladov v letu 2003. Finance, Ljubljana, 2004, 7, str. 21.
[URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=88162GGG>], 29.01.2004.
27. Kranjec Samo: Dejavnost še raste. Finance, Ljubljana, 2005, 6, str. 17.
28. Leibowitz et al.: Return Targets and Shortfall Risk. Chicago : Irwin Professional Publishing, 1996. 502 str.
29. Logue E. Dennis, Rader S. Jack: Managing Pension Plans. A Comprehensive Guide to Improving Plan Performance. Boston : Harward Buisness School Press, 1998. 408 str.
30. Maintaining Prosperitiy in an Ageing Society. Paris : OECD Publications, 1998. 142 str.
31. Mitchell S. Olivia, Dykes L. Erica: New Trends in U.S. Pensions. Pension Research Council. Philadelphia : Wharton School, 2000. 38 str.
32. Petavs Stane: Pokojninske družbe bodo zmanjšale svoj delež naložb na domači borzi. Finance, Ljubljana, 2004, 10, str. 18.
[URL: <http://www.finance-on.net/skladi.php?mode=pokvs>], 09.03.2004.
33. Petrovič Vida: Skladi nimajo kam z denarjem. Delničar. Ljubljana, 2003, 77, str. 24-25 .
34. Reid Dickon: Less than 40% of UK DB schemes still open. Investment & Pension Europe, London, 6(2002), 7, str. 3.
35. Runjak Matej: Varčevanje za pokojnino v svetu in v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 43 str.
36. Sharpe F. William: Asset Allocation. Maginn L. John & Tuttle L. Donald, ed., Managing Investment Portfolios. Second Edition. Boston : Warren, Gorham&Lamount, 1990, str. 1-71.
37. Sharpe F. William & Alexander J. Gordon: Investments. Fourth edition. New Jersey : Prentice-Hall International, 1990a, 833 str.
38. Vittas Dimitri: Regualatory Controversies of Private Pension Funds. Economic Development Institute of the World Bank: Pension Sytems – From Crisis to Reform. Whashington, D.C. : World Bank, 1996. 25 str.
39. Žnidaršič Kranjc Alenka: Kako prevzeti odgovornost za lastno starost. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 139 str.

VIRI

1. Bloomberg Professional. [URL: http://www.bloomberg/professional_htm], 23.01.2005.
2. Finance. [URL: <http://www.finance-on.net/skladi.php?mode=pokvs>], 10.02.2005.
3. Institutional Investors. Statistical Yearbook 2000. Pariz : OECD, 2000. 286 str.
4. Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti državnih vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 64/04, 138/04).
5. Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Yearbook 1996. Chicago : Ibbotson Associates, 1996. 210 str.
6. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 20/04, 54/04, 63/04, 136/04).
7. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju - ZPIZ-1 (Uradni list RS, št. 106/1999).
8. Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/2000).

PRILOGE

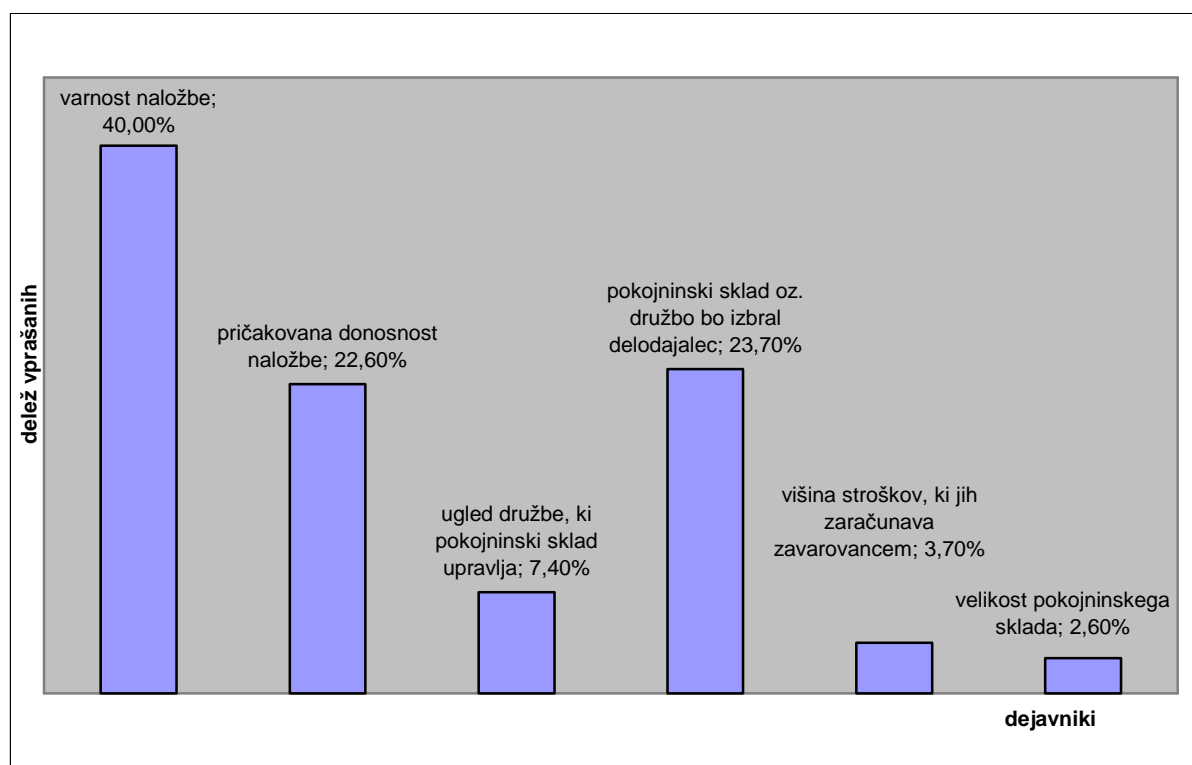
Priloga 1: Vrednost premoženja in mesečne stopnje donosa vzajemnih pokojninskih skladov v Sloveniji na dan 31.01.2005

Upravljavalec	Sklad	Stanje	VEP*	število enot	ST. DONOSA			Skupna vrednost SIT
					3 mes	6 mes	12 mes	
Abanka	A III	31.1.05	162,32	5.188.541,92	1,85	4,46	7,85	842.204.124
Banka Koper	VPS Banke Koper	31.1.05	1.696,84	1.203.932,08	2,28	4,35	9,00	2.042.880.111
Generali	LEON 2	31.1.05	1.432,99	893.951,54	2,06	4,17	8,69	1.281.023.617
Kapitalska družba	ZVPSJU	16.1.05	105,59	165.224.784,62	2,28	4,23	NP	17.445.903.261
Kapitalska družba	KVPS	31.1.05	150,51	101.842.138,90	1,98	3,63	7,16	15.328.250.142
Kapitalska družba	SODPZ	31.1.05	147,32	155.320.424,15	1,89	3,46	6,85	22.881.867.014
Probanka	DELTA	31.1.05	1.535,39	375.572,32	2,69	4,70	8,45	576.649.984

* VEP je vrednost enote premoženja.

Vir: Finance, 10.02.2005.

Priloga 2: Najpomembnejši dejavniki izbire pokojninskega sklada



Vir: Kleindienst et al., 2001, str. 56.

Priloga 3: Pričakovana donosnost izbranih indeksov v obdobju od leta 1989 do avgusta 2001 (v %)

	HDAX	REXP	FTSE	GILTS	S&P500	US Bond
r(pričakovana donosnost)	11,08	7,58	11,85	11,01	14,23	8,32

Vir: Bloomberg Professional, 2005.

Indeks HDAX vključuje delnice 100 nemških blue-chipov, ki so najuspešnejša podjetja v nekem narodnem gospodarstvu. REXP je indeks nemških obveznic. FTSE je britanski delniški indeks, S&P500 pa ameriški. GILTS so dolgoročne britanske obveznic, ameriške pa so zajete v indeksu US Bond. Vidimo lahko, da so letne donosnosti delnic v Veliki Britaniji in Nemčiji okoli 11 odstotkov, kar je za približno 3,5 odstotne točke več, kot prinašajo obveznice. Delnice podjetij v ZDA pa omogočajo celo okoli 14 odstotno pričakovano donosnost, ki je višja od pričakovane donosnosti njihovih obveznic za približno 5,91 odstotne točke.

Priloga 4: Nadzorovanje sredstev skladov v nekaterih državah

V državah obstajajo različni sistemi reguliranja pokojninskih skladov in oblike nadzora nad strukturo njihovih naložb, kar je opazno v različnih državnih omejitvah in predpisih.

ZDA na zveznem nivoju ne predpisujejo višine sredstev, ki jih pokojninski skladi lahko investirajo v tuje vrednostne papirje, tovrstne odločitve so v celoti prepuščene sponzorju sklada. Za to državo je namreč značilno načelo preudarnosti, hkrati pa obstajajo tudi zahteve po razpršenosti sredstev. Količinskih omejitev glede nalaganja sredstev doma nimajo, samoinvestiranje pa je dovoljeno do višine 10 odstotkov sredstev za sklade z določenimi pravicami, medtem ko velja za sklade z definiranimi prispevki neomejenost naložb v delnice lastnega podjetja.

Tudi v Veliki Britaniji velja načelo preudarnosti, kar pomeni, da glede investicijske politike država večinoma ne postavlja nobenih omejitev, razen za samoinvestiranje. Naložbe v sponzorsko podjetje so namreč omejene na 5 odstotkov vrednosti sklada, prav tako pa so vrednosti naložb v vse ostale izdajatelje omejene na 10 odstotkov vrednosti sklada. Dejstvo je namreč, da je bila struktura naložb v 50. in 60. letih sestavljena skoraj izključno iz obveznic, danes pa je v povprečju več kot 80 odstotkov naložb v lastniških vrednostnih papirjih (delnice), ki so neprimerno bolj tvegani. Pri skladih z določenimi prispevki je omejena še koncentracija, medtem ko ni nobenih predpisov za naložbe v tujino.

Načelo preudarnosti je bilo vpeljano tudi v japonske pokojninske sklade, za katere ne veljajo nobene omejitve glede nalaganja sredstev doma ali v tujini, dovoljeno je celo samoinvestiranje. Vendar so to dosegli šele leta 1998, pred tem pa so morali imeti 50

odstotkov sredstev v obveznicah, v delnicah do 30 odstotkov, delež realnih naložb pa ni smel presegati 20 odstotkov. Investicije v tujino so bile omejene na 20 odstotkov vrednosti sklada. To se je odražalo tudi v sami premoženjski strukturi skladov, ko so konec leta 1985 največji delež premoženja zavzemale obveznice (41 odstotkov državne in 16 odstotkov podjetniške), naložbe v delnice so znašale le 16 odstotkov, saj je bil finančni trg relativno slabo razvit, tujih vrednostnih papirjev pa je bilo le za 8 odstotkov (Runjak, 2002, str. 17-18). Danes je stanje veliko bolj podobno strukturi naložb pokojninskih skladov v ZDA in Veliki Britaniji.

V Nemčiji so naložbe s strani države večinoma neregulirane, vendar načelo preudarnosti ne velja. Značilne so količinske omejitve na investiranje doma, saj imajo lahko do 35 odstotkov domačih delnic (Harris, Braun, 2002, str. 4), določena naložba pa ne sme predstavljati več kot 50 odstotkov vsega premoženja sklada. Naložbe v ustanoviteljsko podjetje lahko znašajo največ 10 odstotkov.

Za Kanado velja načelo preudarnosti, a vseeno obstajajo delne omejitve. Tako imajo lahko skladi le do 10 odstotkov sredstev naloženih v posamezno podjetje in do 5 odstotkov v domače nepremičnine. V sponzorsko podjetje se sme naložiti do maksimalno 10 odstotkov premoženja, sklad pa je lahko lastnik do 30 odstotkov vseh delnic nekega podjetja. V tujino smejo plasirati 20 odstotkov sredstev, pri čemer pa ne potrebujejo valutnega usklajevanja.

Včasih država predpiše zgornjo in spodnjo mejo donosnosti sredstev pokojninskih skladov, da bi preprečila prevelika nihanja. Presežek se prenese v rezerve iz dobička (ang. *profitability reserves*), ki se potem črpajo v primeru nižje donosnosti od predpisane. To je značilno predvsem za države, ki so nove na področju varčevanja v pokojninskih skladih, finančni trgi pa so slabše razviti in nestabilni (n.pr. Čile). S strani državnih oblasti so lahko določene tudi provizije, ki jih skladi zaračunavajo za svoje poslovanje. Veliko bolj smiselno je sicer to področje prepustiti trgu, saj zavarovanci poberejo vse koristi od zniževanja provizij in se zato v večji meri odločajo za varčevanje v pokojninskih skladih. Nenazadnje pa država posega tudi na področje upravljanja pokojninskih skladov in prenosa pravic med njimi. V ZDA imajo člani skladov pravico do določene pokojnine 10 let po včlanitvi v ta sklad, v Švici naj bi se prispevke delojemalca izplačevalo takoj, delodajalčevi pa šele po tridesetih letih (Runjak, 2002, str. 17-18). Na Japonskem ni nobenih predpisov glede časa izplačila prispevkov, vendar so tisti, ki kmalu izstopijo iz varčevanja v skladu, »kaznovani«.

Priloga 5: Vrste dovoljenih naložb in omejitev za posamezne naložbene skupine kot jih določa zakonodaja v RS

ZAP. ŠT.	VRSTE NALOŽB	OMEJITVE	
		Naložbe istega izdajatelja	Naložbe skupaj
1	Vrednostni papirji, katerih izdajatelj je RS, Banka Slovenije, države članice OECD oz. mednarodna finančna organizacija oz. za katere jamči ena od teh oseb.	Ni omejitev	Ni omejitev
2	Obveznice oz. drugi dolžniški vred. papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vred. papirjev v RS, državi članici oz. državi članici OECD.	5% - (2,3,4,5,7,8,9)*	Ni omejitev
3	Obveznice oz. drugi dolžniški vred. papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vred. papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v RS oz. državi članici oz. državi članici OECD.	5% - (2,3,4,5,7,8,9)* 1%	Ni omejitev
4	Delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vred. papirjev v RS, državi članici oz. državi članici OECD.	5% - (2,3,4,5,7,8,9)*	30% - (4,5,6N)
5	Delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vred. papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v RS oz. državi članici oz. državi članici OECD in če so izdane kot vred. papir.	5% - (2,3,4,5,7,8,9)* 1%	10% - (3,5) 30% - (4,5,6N) 5%
6	Investicijski kuponi vzajemnih skladov oz. delnic investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vred. 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 RS oz. državi članici in če višina terjatve ni višja od 60 odstotkov vrednosti nepremičnine, ugotovljene na podlagi cenitve ustrezne stroke oz. na drug primeren način.	5% - (2,3,4,5,7,8,9)*	
8	Terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v RS, državi članici oz. državi članici OECD oz. za izplačilo katerih, vključno z obrestmi, jamči banka s sedežem v RS, državi članici oz. državi članici OECD.	5% - (2,3,4,5,7,8,9)*	
9	Terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovane z zastavno pravico na vred. papirjih iz 1., 2. oz. 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 zavarovanja polic in posojila, zavarovana z odkupno vrednostjo zavarovalne police.		
12	Nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičnini: <ul style="list-style-type: none"> • če so vpisane v zemljiški knjigi oz. drugi javni knjigi v RS oz. državi članici, • če dajejo donos oz. 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 RS, državi članici oz. državi članici OECD.	10%	30%
14	Gotovina v blagajni oz. na vpoglednem denarnem računu.		3%

Opombe:

* naložbe v vred. papirje istega izdajatelja od 2. do 5. točke in terjatve iz naslova posojil od 7. do 9. točke ne smejo SKUPNO presežati 5 odstotkov naložb pokojninskega sklada.

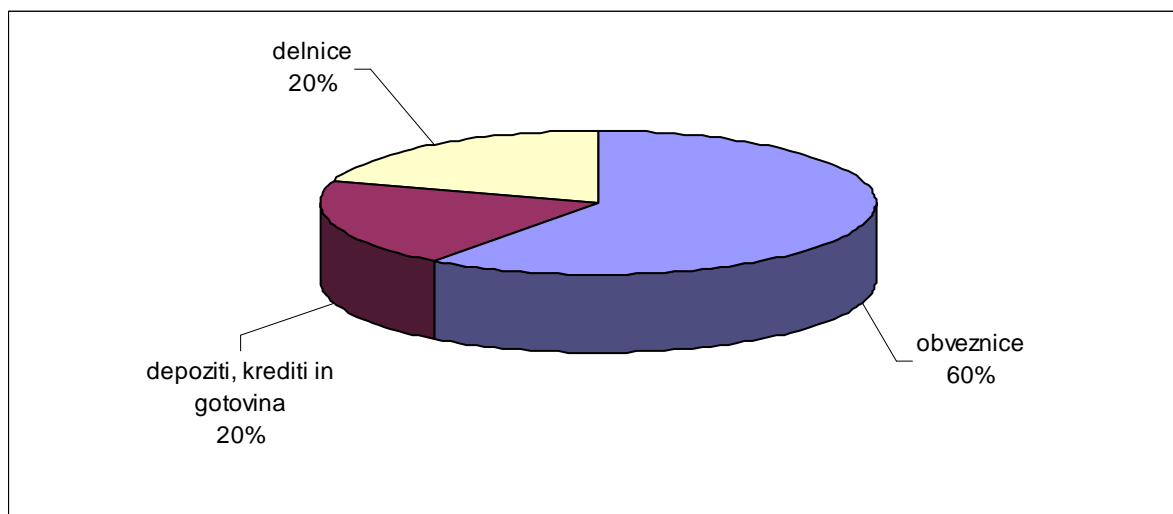
** naložbe v eno nepremičnino oz. več nepremičnin, ki so med seboj v takšni bližini, da predstavljajo eno samo naložbo, ne smejo presežati 10 odstotkov višine naložb oz. zavarovalno-tehničnih rezervacij pokojninskega sklada.

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

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

Vir: Zakon o zavarovalništvu, 2000.

Priloga 6: Pričakovana sestava premoženja značilnega slovenskega pokojninskega sklada (v %)



Vir: Kleindienst, 2001, str. 51.

Priloga 7: Sestava naložb ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v zadnjem četrtletju leta 2003 (v %)

	<i>Depoziti</i>	<i>Obveznice</i>	<i>Državne</i>	<i>Denarna</i>	<i>Delnice</i>	<i>Vzajem.</i>	<i>Tuji vred.</i>
		<i>- skupaj</i>	<i>obveznice</i>	<i>sredstva</i>		<i>skladi</i>	<i>papirji</i>
Pok. družba A	26,5	71,1	54,3	0,1	1,9	0	0,4
Prva pok. družba	30,1	59,2	36,4	0	1,3	0	9,5
Skupna pok. družba	16,1	76,3	54,5	0	7,6	0	11,7
Moja naložba	14	80	/	/	5	/	0
Slovenica	7,5	92,2	/	0,3	0	0	0
Triglav	4,6	88,1	73,9	0,1	2,9	0	4,2
Adriatic	6,8	/	46,4	0	16,1	30,8	0
Banka Koper	13,3	76,8	59,5	0	5,1	3	0
Kapitalska družba	23	67	/	1	7	0	6,5
Generali	13,9	71	59,4	0,6	6,9	0	0
Abanka Vipava	12,3	80	65	0,5	7,2	0	0
Probanka	/	85-90	/	/	/	/	/
Povprečje	18,5	73,3	56,0	0,2	4,6	0,23	5,6

Vir: Petavs, 2004, str. 18; Kocbek, 2004, str. 11 in lastni izračuni.