

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**UPRAVLJANJE POKOJNINSKIH SKLADOV V
SLOVENIJI**

Ljubljana, november 2008

DARINKA PETRIČ

IZJAVA

Študentka Darinka Petrič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. ALEKSANDRE GREGORIČ, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 18.11.2008

Podpis: Darinka Petrič

Kazalo

UVOD	1
1 POKOJNINSKI SISTEM V SLOVENIJI	2
1.1 PRVI POKOJNINSKI STEBER	2
1.2 DRUGI POKOJNINSKI STEBER.....	2
1.2.1 Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje	3
1.2.2 Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje	3
1.3 TRETJI POKOJNINSKI STEBER	4
2 POKOJNINSKI SKLADI	5
2.1 VRSTE POKOJNINSKIH SKALDOV IN NJHOVI UPRAVLJAVCI	5
2.1.1 Vrste pokojninskih skladov v Sloveniji	6
2.2 PRAVNA UREDITEV POSLOVANJA POKOJNINSKIH SKLADOV	7
2.2.1 Minimalna zajamčena donosnost	7
2.2.2 Natančna pravila glede dovoljenih naložb in njihovega obsega	8
2.3 INVESTICIJSKE POLITIKE POKOJNINSKIH SKLADOV	9
2.3.1 Dejavniki politike naložb	9
2.3.2 Elementi investicijske politike	10
2.3.3 Izvajanje investicijske politike	11
2.4 MERJENJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI POKOJNINSKEGA SKLADA	15
2.4.1 Primerjava z borznim indeksom.....	15
2.4.2 Primerjava s konkurenti	16
2.4.3 Primerjava z normaliziranim premoženjem	17
3 UPRAVLJANJE POKOJNINSKIH SKLADOV	17
3.1 UPRAVLJANJE S TVEGANJI	17
3.1.1 Vrste tveganj pri poslovanju pokojninskih skladov	18
3.1.2 Strategija upravljanja s tveganji	19
3.2 UPRAVLJANJE UPRAVLJAVCEV POKOJNINSKEGA SKLADA	20
3.3 UPRAVLJANJE STROŠKOV INVESTIRANJA.....	21
3.4 IZBOLJŠANJE UPRAVLJANJA POKOJNINSKEGA SKLADA.....	22
3.4.1 Evropske smernice	22
4 POKOJNINSKI SKLADI V SLOVENIJI	24
4.1 PONUDNIKI DODATNIH POKOJNINSKIH ZAVAROVANJ V SLOVENIJI	24
4.1.1 Kapitalski vzajemni pokojninski sklad	25
4.1.2 Vzajemni pokojninski sklad Leon 2.....	30
4.1.3 Vzajemni pokojninski sklad Banke Koper.....	33
4.1.4 AIII vzajemni pokojninski sklad Abanke.....	36
4.1.5 Vzajemni pokojninski sklad Delta	39
4.2 PREGLED DONOSNOSTI SLOVENSkih POKOJNINSKIH SKLADOV.....	42
SKLEP	44
LITERATURA IN VIRI	46

Kazalo tabel:

Tabela 1: Sestava slovenskega borznega indeksa na dan 02.11.2007.....	16
Tabela 2: Ponudniki dodatnih pokojninskih zavarovanj v Sloveniji.....	24
Tabela 3: Vzajemni pokojninski skladi v Sloveniji in njihovi upravljavci.....	24
Tabela 4: Struktura naložb KVPS na dan 31.12.2006 in 31.08.2007.....	27
Tabela 5: Primerjava med dejansko in zajamčeno donosnostjo KVPS.....	28
Tabela 6: Dejanska 3-mesečna, 6-mesečna in 12-mesečna donosnost OVPS LEON 2.....	32
Tabela 7: Dejanska 3-mesečna, 6-mesečna in 12-mesečna donosnost OVPS Banka Koper....	34
Tabela 8: Nekateri kazalci poslovanja OVPS Banke Koper konec 2007 v primerjavi s stanjem konec leta 2006.....	35
Tabela 9: Dejanska 3-mesečna, 6-mesečna in 12-mesečna donosnost AIII VPS Abanke.....	38
Tabela 10: Dejanska 3-mesečna, 6-mesečna in 12-mesečna donosnost VPS Delta.....	40
Tabela 11: 10 največjih naložb VPS Delta na dan 31.12.2006.....	41
Tabela 12: Osnovni kazalci pokojninskih skladov (stanje na dan 31.12.2007).....	43

Kazalo slik:

Slika 1: Izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.....	4
Slika 2: Grafični prikaz strukture naložb KVPS na dan 31.12.2006 in 31.08.2007.....	27
Slika 3: Grafični prikaz razlike med dejansko in zajamčeno donosnostjo KVPS, 2007	29
Slika 4: Grafični prikaz naraščanja VEP KVPS (v EUR)– 01.01.2006 - 31.12.2007.....	29
Slika 5: Grafični prikaz naraščanja VEP OVPS LEON 2 (v EUR)- 1.1.2006-31.12.2007.....	32
Slika 6: Struktura naložb pokojninskega sklada glede na vrsto naložb, na dan 31.12.2006....	34
Slika 7: Grafični prikaz naraščanja VEP OVPS Banke Koper (v EUR) – 1.1.2006-31.12.2007.....	35
Slika 8: Grafični prikaz naraščanja VEP AIII VPS Abanke (v EUR) – 1.1.2006-31.12.2007.....	38
Slika 9: Grafični prikaz naraščanja VEP VPS Delta (v EUR) – 1.1.2006-31.12.2007.....	41
Slika 10: Struktura naložb VPS Delta na dan 31.12.2006	42

UVOD

Slovenija bo v prihodnjih desetletjih zaradi podaljševanja pričakovane življenjske dobe prebivalstva in zmanjševanja rodnosti doživela hitro staranje prebivalstva. Demografske spremembe bodo imele za posledico veliko povečanje odvisnosti starejšega prebivalstva. Po nekaterih napovedih naj bi do leta 2030 delež le-teh v primerjavi z delovno sposobnimi znašal 44,5%, do leta 2050 pa kar 55,6%.

Sprejem Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1) pomeni začetek pokojninske reforme, s katero je tudi Slovenija stopila na pot reševanja krize pokojninskega sistema. Uvedba tristebnega sistema pomeni nov način zagotavljanja socialne varnosti, kjer posameznik, vključen v drugi oziroma tretji steber, prevzema nase naložbeno tveganje. Dodatno pokojninsko zavarovanje temelji na dejstvu, da bomo morali za kakovost življenja v starosti poskrbeti sami – z majhnimi finančnimi odtegljaji danes si lahko zagotovimo zadostno pokojnino v starosti. Eden izmed ponudnikov dodatnih pokojninskih zavarovanj so tudi vzajemni pokojninski skladi, katerim sem se tudi posvetila v svoji diplomski nalogi.

Diplomsko nalogo sem razdelila v štiri sklope. V prvem bom opisala pokojninski sistem v Sloveniji, temelječ na novem Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1). Podrobneje bom opisala drugi pokojninski steber, kamor tudi spadajo vzajemni pokojninski skladi.

V drugem delu se bom posvetila teoretičnim opredelitvam pokojninskih skladov. Opisala bom vrste pokojninskih skladov in njihove upravljavce, njihovo pravno ureditev, še posebej pa se bom posvetila investicijski politiki, ki je ena izmed pomembnejših odločitev vseh pokojninskih skladov. Drugi del bom zaključila z merjenjem investicijske uspešnosti pokojninskih skladov, na podlagi katerega lahko pokojninski skladi ugotovijo, ali trenutna politika omogoča uresničevanje postavljenih investicijskih ciljev in če jim upravljavci sploh sledijo.

Tretji del bo namenjen upravljanju pokojninskih skladov. Najprej bom opisala tveganja, ki so jim pokojninski skladi izpostavljeni (naložbeno tveganje, skupno tveganje, tveganje spremembe obrestne mere, valutno tveganje, tveganje izpostavljenosti) ter kako se pokojninski skladi s tveganji soočajo. Nadaljevala bom z opisom upravljanjem upravljavcev in stroškov investiranja pokojninskega sklada. Del, namenjen upravljanju pokojninskih skladov, bom zaključila s pregledom možnosti za izboljšanje upravljanja in pregledom evropskih smernic.

V zadnjem delu bom naredila pregled ponudnikov dodatnih pokojninskih zavarovanj s poudarkom na vzajemnih pokojninskih skladih. V Sloveniji imamo pet vzajemnih pokojninskih skladov in sicer Kapitalski vzajemni pokojninski sklad, vzajemni pokojninski sklad LEON 2, vzajemni pokojninski sklad Banke Koper, A III vzajemni pokojninski sklad

Abanke in DELTA vzajemni pokojninski sklad. Pozornost bom namenila predvsem njihovi naložbeni politiki, strukturi naložb, zajamčeni donosnosti in rasti oz. padanju njihovih enot premoženja.

1 POKOJNINSKI SISTEM V SLOVENIJI

S 1.1.2000 je v Sloveniji začel veljati nov Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1), ki pomeni začetek reforme in uvaja tristebni sistem pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Zakon določa postopno zmanjševanje pravic iz javnega sistema in hkrati z davčnimi olajšavami spodbuja razvoj prostovoljnih oblik dodatnega pokojninskega zavarovanja. Od takrat so bile sprejete mnoge novele zakona, ki so se nanašale predvsem na dodatno pokojninsko zavarovanje. Septembra 2006 je vlada oblikovala uradno prečiščeno besedilo zakona (ZPIZ-1-UPB4, 2006), na katerega se v nadaljevanju tudi sklicujem. Na kratko bom opisala prvi in tretji pokojninski steber ter nekoliko podrobneje drugi pokojninski steber, kamor spadajo obvezna in prostovoljna dodatna pokojninska in invalidska zavarovanja¹.

1.1 PRVI POKOJNINSKI STEBER

Prvi pokojninski steber je splošni javni sistem, ki se financira s prispevki in/ali davki. Predstavlja obvezno invalidsko in pokojninsko zavarovanje na podlagi medgeneracijske solidarnosti. Način financiranja temelji skoraj izključno na osnovi sprotne prispevnega kritja, kar pomeni, da se iz tekočih prihodkov (prispevkov ali davkov) financirajo tekoči odhodki – pokojnine (Stanovnik, 2004, str. 199). Širši javnosti je ta steber najbolj poznan, saj je od začetka reforme za večino ljudi predstavljal edini način prejemanja pokojnine v okviru državnega urejanja .

1.2 DRUGI POKOJNINSKI STEBER

Drugi pokojninski steber predstavlja dodatno pokojninsko zavarovanje in je v tesni povezanosti s prvim stebrom. Njegov namen ni nadomestiti slednjega, temveč služi kot dopolnitev v okviru dodatne pokojnine, ki omogoča posamezniku zadovoljivo stopnjo nadomestila za dohodek iz aktivne dobe (Jesih, 2002, str. 3).

V okviru drugega pokojninskega stebra ločimo dve vrsti pokojninskega zavarovanja:

- Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje
- Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje

¹ Sem spadajo tudi pokojninski skladi, ki predstavljajo eno izmed oblik prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

1.2.1 Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje

Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje predstavlja zbiranje prispevkov delodajalcev, ki jih morajo plačati v primeru, da je delo (kljub vsem ukrepom za zagotavljanje varnega dela) zdravju škodljivo in slabo vpliva na delovno zmožnost delavca.

Obvezno dodatno zavarovanje izvaja Sklad obveznega dodatnega zavarovanja, ki ga v svojem imenu in za račun zavarovancev upravlja Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, lahko pa ga izvaja tudi pokojninska družba, ki pridobi soglasje Vlade Republike Slovenije. Ta možnost je zgolj teoretična, saj so z zakonom predpisani izjemno strogi pogoji (Kalčič, 1999, str. 7).

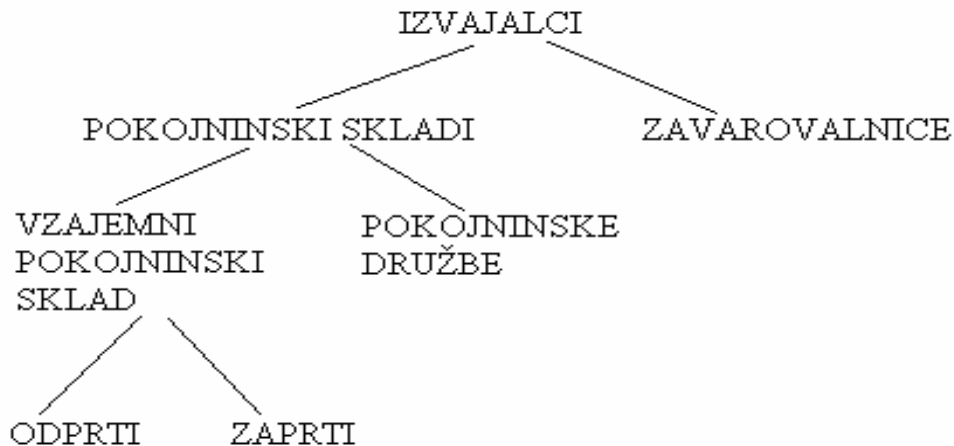
1.2.2 Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje predstavlja zbiranje denarnih sredstev na osebnih računih zavarovancev, vključenih v to obliko zavarovanja, z namenom, da se jim ob dopolnitvi določene starosti ali v drugih primerih, določenih v pokojninskem načrtu, zagotovijo dodatne pokojnine ali druge v tem zakonu določene pravice (ZPIZ-1-UPB4, 2006, 293. člen).

Poznamo dve vrsti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja – individualno in kolektivno zavarovanje. V individualno zavarovanje se lahko vključi vsak posameznik pod pogojem, da je zavarovan v obveznem pokojninskem zavarovanju. Zavarovanec sklene pogodbo z izvajalcem pokojninskega načrta in si sam plačuje premije v dogovorjenem znesku. Tudi za kolektivno zavarovanje je predpogoj obvezno pokojninsko zavarovanje, z razliko, da tu za premije, delno ali v celoti, skrbi delodajalec.

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje na podlagi pokojninskih načrtov izvajajo pokojninski skladi in zavarovalnice, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov življenjskega zavarovanja. Poleg kritja izplačil dodatne starostne pokojnine in predčasne starostne pokojnine lahko krijejo tudi izplačilo dodatne invalidske in dodatne družinske pokojnine (ZPIZ-1-UPB4, 2006, 296. člen). Obvezna sestavina vsakega pokojninskega načrta je zavarovanje rizika starosti, medtem ko je zavarovanje rizika invalidnosti ali smrti prepuščeno oblikovalcem načrta.

Slika 1: Izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja



Vir: A. Novak. *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje*. 2002, str. 306

Pokojninski načrt, na podlagi katerega je možno uveljavljati davčne ugodnosti, mora odobriti minister pristojen za delo, odobren pokojninski načrt pa se potem vpiše v poseben register pokojninskih načrtov. Davčne olajšave lahko uveljavlja delojemalec ali delodajalec – odvisno od tega, kdo plačuje premije za prostovoljno pokojninsko zavarovanje. V primeru, da premije plačujeta skupaj, pa imata možnosti uveljavljanja oba.

Varčevanje v okviru II. stebra bo postalo nuja, saj so se v okviru pokojninske reforme močno znižale pravice iz obveznega pokojninskega zavarovanja. Pokojninska osnova se računa na osnovi 18 najugodnejših zaporednih let namesto 10, kot je veljalo po stari zakonodaji. Pokojnina znaša 72,5% pokojninske osnove (do sedaj 85%), zaostri pa so se tudi pogoji za polno pokojnino. Vse to je pripeljalo do potrebe po uvedbi prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, pri katerem se na osebnem računu zavarovanca zbirajo sredstva za dodatno pokojnino.

1.3 TRETJI POKOJNINSKI STEBER

Tretji steber predstavlja osebne prihranke posameznika, ki se odreče sedanji potrošnji z namenom, da bo bolje finančno preskrbljen v tretjem življenjskem obdobju. Teh prihrankov ne smemo enačiti s prihranki, ki so namenjeni varčevanju za finančno varnost v bližnji prihodnosti. Tretji steber praviloma ne uživa spodbud s strani države z različnimi davčnimi olajšavami. Finančni produkti, ki jih nudijo zavarovalnice, banke in investicijski skladi v okviru tretjega stebra, vsebujejo posebne pogodbene pogoje, kot so na primer narava kapitala, pravic, življenjske rente, leto pridobitve pravic iz tretjega stebra itd. (Pesando, 2000, str. 340).

2 POKOJNINSKI SKLADI

Pokojninski sklad lahko opredelimo kot sklad, ki je ustanovljen z namenom upravljanja z vplačanimi sredstvi varčevalcev, ki jih varčevalci čez določen čas (ob upokojitvi) začnejo prejemati v obliki pokojninskih rent. Kot že omenjeno, pokojninske sklade uvrščamo med finančne posrednike, podrobneje med pogodbene finančne posrednike, saj sredstva pridobivajo na podlagi pogodb, ki jih sklenejo z varčevalci.

2.1 VRSTE POKOJNINSKIH SKALDOV IN NJIHOVI UPRAVLJAVCI

Po Fabozziju (1994, str. 165) poznamo tri temeljne vrste pokojninskih skladov²:

- pokojninski skladi z vnaprej opredeljenimi premijami (angl. *defined contribution plan*)
- pokojninski skladi z vnaprej opredeljenimi koristmi (angl. *defined benefit plan*)
- hibridni pokojninski skladi (angl. *hybrid pension plan*).

Pri pokojninskem skladu z vnaprej opredeljenimi premijami so, kot je mogoče razbrati že iz imena, premije vnaprej opredeljene, medtem ko koristi (bodoče pokojnine) niso vnaprej poznane. Torej je delodajalec kot financer odgovoren le za redno plačevanje premij za zaposlene v skladu s pokojninskim načrtom, medtem ko ne zagotavlja višine privarčevanega zneska ob upokojitvi, le-ta je odvisna od vrednosti premoženja pokojninskega sklada oziroma od gibanja vrednosti naložb, ki so v portfelju pokojninskega sklada.

Za razliko pa se pri pokojninskem skladu z vnaprej opredeljenimi koristmi delodajalec zaveže, da bo zaposlenim ob upokojitvi izplačal določen znesek, ki je odvisen od trajanja zaposlitve in višine plače. S tem se delodajalec izpostavi tveganju, da sredstva pokojninskega sklada ne bodo zadoščala za izplačevanje pokojnin. Tveganje lahko omeji tako, da sredstva pokojninskega sklada nameni za nakup polic življenjskega zavarovanja zaposlenih – gre za zavarovanje pokojninskih načrtov (angl. *insured plans*), kar pa ni nujno bolj varno, saj se lahko tudi zavarovalnici zgodi, da ni sposobna izpolniti svojih pogodbenih obveznosti.

Hibridni skladi pa združujejo lastnosti obeh temeljnih vrst pokojninskih skladov in so nastali z namenom odpraviti pomanjkljivosti le teh. V tem primeru delodajalec prispeva dogovorjeno mesečno premijo, poleg tega zaposlenim zagotavlja minimalno pokojnino, ki pa je odvisna od trajanja zaposlitve in višine plače. Zaposlenega mora periodično obveščati o vrednosti sredstev v pokojninskem skladu – v kolikor sredstva pokojninskega sklada ne dosegajo sedanje vrednosti obveznosti, mora razliko doplačati delodajalec (Korečič, 2005, str. 5).

² Vrste pokojninskih skladov bom opisala z vidika, da delodajalci svojim zaposlenim plačujejo pokojninske premije.

V zadnjem času prihaja do prehoda od skladov z vnaprej določenimi koristmi na sklade z vnaprej določenimi premijami, saj je vodenje sklada z vnaprej določenimi koristmi dražje. Poleg tega pa se breme odločanja prenese z delodajalca na zaposlene, kar zmanjša investicijsko tveganje delodajalca. Zaposleni pa s tem zahtevajo več nadzora nad svojimi naložbami, saj vplačane premije obravnavajo kot lasten denar.

2.1.1 Vrste pokojninskih skladov v Sloveniji

V Sloveniji smo z januarjem 2000 z novim Zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju³ dobili dve obliki pokojninskih skladov – vzajemne pokojninske sklade ter pokojninske družbe.

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. Oblikuje se lahko odprt ali zaprt vzajemni pokojninski sklad, ustanovijo in upravljajo ga lahko banke, zavarovalnice oz. eden ali več delodajalcev skupaj, imeti pa mora vsaj 1000 članov. V odprtem pokojninskem skladu lahko varčuje vsak, saj članstvo ni pogojeno z delovnim razmerjem pri določenem delodajalcu. Člani zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada pa so lahko le zavarovanci, ki so v delovnem razmerju pri delodajalcu – ustanovitelju sklada.

Pokojninska družba je pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki ima dovoljenje za opravljanje dejavnosti prostovoljnega dodatnega zavarovanja (ZPIZ-1-UPB4, 2006, 337. člen). Opravlja samo zavarovalne posle prostovoljnega dodatnega zavarovanja, kar pomeni:

- Zbiranje premij in vodenje osebnih računov zavarovancev;
- Upravljanje s premoženjem pokojninske družbe;
- Izplačevanje pokojninske rente;
- Upravljanje z zaprtimi in odprtimi vzajemnimi pokojninskimi skladi.

Pokojninska družba je lahko organizirana le kot delniška družba in zanjo veljajo pravila, ki jih za zavarovalno delniško družbo določa Zakon o zavarovalništvu, imeti pa mora najmanj 15.000 zavarovancev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, saj so drugače stroški administracije in upravljanja previsoki. Premoženje lahko kot samostojna pravna oseba upravlja sama, lahko pa to prepusti drugi pooblaščenim družbi za upravljanje.

³ Zakon je opisan v prvem poglavju diplomskega dela.

2.2 PRAVNA UREDITEV POSLOVANJA POKOJNINSKIH SKLADOV

Pokojninski skladi so pomemben del finančnega sistema, pomembni pa so tudi za zaposlene, saj jim zagotavljajo dodatna izplačila v prihodnosti oz. dodatno pokojnino. Torej mora biti njihovo poslovanje pravno urejeno in nadzorovano s strani nadzornih institucij. Pravna ureditev slovenskih pokojninskih skladov je rigorozna, za takšno obliko pravne ureditve je značilno (Herič, 2002, str. 80):

- Določena stopnja izbire posameznika (npr. zamenjava upravljavca);
- Izvajalci pokojninskega varčevanja morajo imeti dovoljenje za poslovanje;
- Varčevalec ima lahko le en varčevalni račun;
- Vsi zaposleni v podjetju so lahko vključeni le v en pokojninski sklad⁴;
- Predpisane so dovoljene vrste stroškov v breme varčevalcev;
- Natančna pravila glede dovoljenih naložb in njihovega obsega;
- Prepoved naložb v tujino ali ostre omejitve naložb v tujino;
- Predpisane minimalne zajamčene donosnosti.

2.2.1 Minimalna zajamčena donosnost

Minimalna zajamčena donosnost je tista donosnost, ki jo določa zakon in jo upravljavci pokojninskih skladov morajo doseči. Objavlja jo Ministrstvo za finance, ki je predpisalo tudi metodologijo izračuna (Uradni list RS, št. 21/2001, str. 2074) – zajamčena donosnost mora biti objavljena na mesečni in letni ravni (ZPIZ-1-UPB4, 2006, 298. člen).

Minimalno zajamčeno donosnost⁵ smatramo kot slabost pri poslovanju pokojninskih skladov, saj ima negativen vpliv na donosnost pokojninskih skladov in na višino rent. Poleg tega tudi zmanjšuje konkurenčnost trga, saj je določena za vse akterje na trgu, kar s časom pripelje pokojninske sklade do podobnih izračunov tveganj in se zato odločajo za bolj ali manj podobne investicije.

Kot dobro stran pa štejemo varnost zavarovancev, saj le-ti še preden se vključijo v varčevalne sheme vedo, koliko lahko od posameznega pokojninskega načrta najmanj pričakujejo. Zakon namesto zavarovancev odloči, kaj je zanje najboljše in jih varuje pred pretirano tveganimi investicijami in s tem upravljavce prisili, da tveganje omejijo.

Izvajalci nadzora nad poslovanjem vzajemnih pokojninskih skladov in pokojninskih družb so Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) – za vzajemne pokojninske sklade, Agencija za

⁴ Pokojninski varčevalni račun pripada zaposlenim, zato jih zaposlenec ob menjavi službe dvigne in prenese na varčevalni račun k novemu delodajalcu.

⁵ Donosnost ne sme biti nižja od 40 odstotkov povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom.

zavarovalni nadzor (AVZ) – za pokojninske družbe in zavarovalnice, Ministrstvo za delo, družino in socialne razmere, Davčni urad RS ter ostali nadzorni organi.

2.2.2 Natančna pravila glede dovoljenih naložb in njihovega obsega

Zakon o zavarovalništvu (ZZavar, 2000, 122. člen) določa, katere naložbe so dovoljene in omejitve naložb, ki veljajo za pokojninske sklade:

- Naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja (obveznice in delnice, s katerimi se bodisi trguje na organiziranem trgu ali ne) ne smejo skupno presežati 5% zavarovalno-tehničnih rezervacij/naložbenih sredstev sklada;
- Naložbe v delnice in kupone delniških vzajemnih skladov skupaj ne smejo presežati 30% sredstev;
- Naložbe v delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu, skupno ne smejo presežati 5% sredstev (delnic istega izdajatelja je lahko največ 1 %);
- Naložbe v kupone obvezniških vzajemnih skladov skupno ne smejo presežati 40% sredstev;
- Posojila posameznemu posojilojemalcu ne smejo presežati 2% sredstev, skupno pa vsa posojila ne smejo presežati 5% sredstev;
- Naložbe v nepremičnine ne smejo presežati 30% sredstev, naložbe v eno nepremičnino pa 10% sredstev;
- Naložbe v depozite ali potrdila o vlogah pri bankah skupno ne smejo presežati 30% sredstev, pri posamezni banki pa skupno ne smejo presežati 10% sredstev, naložbe pri posamezni hranilnici ne smejo presežati 2% sredstev;
- Gotovina v blagajni in na vpoglednih računih skupno ne sme presežati 3% sredstev.

Določila precej omejujejo upravljavce skladov pri izvajanju bolj tveganih poslov, ki bi ogrozili donosnost sredstev zavarovancev. Takšen pravni okvir omogoča zavarovancem, da bdijo nad investicijsko aktivnostjo skladov in temu prilagodijo tudi svoja pričakovanja o donosnosti.

Količinske omejitve onemogočajo pokojninskim skladom, da bi si pridobili pomemben delež v kakšnem podjetju, na katerega bi lahko vplivali. Racionalnost količinskih omejitev je mogoče pripisati varnosti zavarovancev, saj morajo skladi paziti, da ostane naložbena struktura v skladu s predpisi.

Kljub temu da je za slovenske pokojninske sklade značilna rigorozna ureditev, za naše pokojninske sklade ne velja prepoved naložb v tujino, saj so le-te dovoljene in nimajo večjih omejitev kot naložbe v domače vrednostne papirje.

2.3 INVESTICIJSKE POLITIKE POKOJNINSKIH SKLADOV

Ena izmed pomembnejših odločitev pokojninskih skladov je, kako čim bolj učinkovito in uspešno investirati zbrana denarna sredstva. Gre za t.i. naložbeno politiko (angl. *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 ter davčne spodbude sta morda bistvena razloga, zaradi katerih postaja sistem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja zanimiv za zavarovance – delojemalce, za financerje pokojninskih načrtov – delodajalce in za izvajalce pokojninskih načrtov – ponudnike prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Razlike med naložbenimi politikami izvajalcev pokojninskih načrtov lahko pritegnejo ali odvrnejo zavarovance oziroma delodajalce od izbire določenega izvajalca pokojninskega načrta.

Če je naložbena politika uspešna, omogoča zavarovancu višje pokojnine ali pa znižanje prispevnih stopenj. Uspešno investiranje pa je navsezadnje koristno tudi za državo, saj se s tem večajo dobički skladov, v državnem proračunu se tako zbere več davkov, država pa je tudi manj obremenjena z zagotavljanjem eksistenčne varnosti upokojencev.

2.3.1 Dejavniki politike naložb

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

- Davčna ureditev: prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje pomeni davčno olajšavo, zato je pokojninsko zavarovanje tudi najbolj razširjena oblika varčevanja v svetu, kar pripomore k naraščanju števila skladov;
- Pritiski oz. zahteve uprave sponzorskega podjetja: sponzorsko podjetje namreč zahteva čim višje donose, saj jim slednji omogočajo plačevanje znižanih prispevnih stopenj, če ostanejo pokojnine zaposlenih enake dogovorjenim na začetku varčevanja. Takšni pritiski so prisilili sklade, da velik del sredstev nalagajo v navadne delnice⁶;
- Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov: prispevki s strani delodajalcev in zaposlenih so določeni s pogodbo in so zato predvidljivi, vnaprej pa lahko dobro predvidijo tudi odlive, saj poznajo čas upokojitve zaposlenega, z upoštevanjem tablic smrtnosti pa deloma lahko predvidijo tudi čas smrti – to so tudi razlogi, da se večina zbranih prispevkov pokojninskih skladov nalaga v dolgoročne finančne naložbe;
- Obveznosti in zrelosti sklada: zaradi inflacije so se od začetka fiksne višine pokojnin začele indeksirati in prišlo je do variabilnih pokojninskih rent, ki pa se spreminjajo

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

glede na naložbene donose pokojninskih prispevkov pred upokojitvijo in po njej. Na naložbeno strukturo vpliva tudi zrelost pokojninskega sklada, saj ko se sklad bliža zrelosti, skuša s sestavo naložbenega portfelja zmanjšati tveganost naložb;

- Omejitve oz. zakonsko urejanje⁷.

2.3.2 *Elementi investicijske politike*

Med elemente investicijske politike spadajo: poslanstvo sklada, tveganje in pričakovana donosnost naložb, konkretni cilji investicijske politike, načini investiranja, omejitve pri investiranju, strateška razporeditev premoženja ter višina upravljavskih provizij.

Poslanstvo je osnova za oblikovanje investicijske politike, opredelili bi ga lahko tudi kot temeljni cilj pokojninskega sklada. Najpomembnejši cilj vseh pokojninskih skladov je primeren donos na vložena sredstva ob opredeljenem tveganju. Poslanstva skladov se med skladi tudi precej razlikujejo, kar je odvisno od tega, kaj je zajeto v obveznostih do članov sklada – nekateri obljublajo določeno višino pokojnine brez možnosti kakršnih koli sprememb; drugi pa so pripravljene prilagoditi pokojnino stopnji inflacije, produktivnosti dela, itd.

Nasprotno splošnim opredelitvam poslanstva so **cilji** investicijska lista kvantitativno določenih rezultatov, za katere investitorji pričakujejo, da jih bo upravljavec dosegel. Določeni so lahko na nivoju celotnega sklada, na ravni posameznih naložbenih skupin ali pa za vsakega posameznega upravljavca – v primeru, če jih je več. Pomembno je, da izpolnjevanje ciljev naložbene politike omogoča izpolnitev poslanstva sklada. Prav tako morajo biti cilji jasni in merljivi, saj se meri učinkovitost upravljanja pokojninskega sklada z doseganjem ciljev. Cilji investicijske politike imajo dvojno funkcijo in sicer perspektivno in retrospektivno. Prva se nanaša na prihodnost in pomaga določiti strukturo premoženja in izbrati naložbenega upravljavca, druga pa na preteklost in omogoča primerjavo naložbenih ciljev z doseženimi rezultati in s tem ocenjevanje uspešnosti investiranja.

Z vidika oblikovanja investicijske politike **tveganje** obravnavamo kot verjetnost, da poslanstvo ne bo izpolnjeno. Tveganje, ki ga je pokojninski sklad pripravljen sprejeti, je odvisno tudi od odnosa upravljavca do tveganja – upravljavec, ki ni naklonjen tveganju, bo zahteval višjo pričakovano donosnost kot tveganju bolj naklonjen upravljavec⁸.

Upravljavci pokojninskih skladov se morajo odločiti tudi za **način investiranja** – aktivno ali pasivno. Cilj aktivnega investiranja je premagati trg, medtem ko je cilj pasivnega investiranja

⁷ Omejitve oz. zakonsko urejanje so natančneje opisane v podpoglavju 2.2.2

⁸ Tveganje je natančneje opisano v podpoglavju 3.1.1

doseči tržno stopnjo donosa. Pristop k aktivnemu investiranju je zbiranje, nakupovanje, prodajanje in ocenjevanje, ki temelji na špekulaciji, občutku, hazardu, napovedovanju in predvidevanju. Donosnost premoženja skušajo povečati tako, da v danem trenutku prodajajo precenjene skupine naložb in hkrati iščejo tiste, ki so podcenjene⁹. Glavni metodi te naložbene politike sta tempiranje trga¹⁰ (angl. *market timing*) in taktična razporeditev premoženja¹¹. Za pasivno investiranje pa je značilen nakup in držanje diverzificiranega portfelja indeksnega sklada. Pri analitičnih tehnikah pa dajejo poudarek kvantitativnim tehnikam, upravljanju tveganja in statističnim analizam. Pomembna odločitev je le strateška razporeditev premoženja, saj ko jo upravljavec enkrat izvede, opravlja s premoženjem zelo malo transakcij, zato je upravljanje lahko, transakcijski stroški in provizije pa nizki.

Strateška sestava premoženja je dolgoročna razporeditev premoženja med osnovne skupine finančnih naložb – obveznice, bančne vloge, delnice in druge denarne rezerve. Je najpomembnejša odločitev, saj sta tako donosnost kot tveganje odvisna od strateške razporeditve premoženja. Strateška razporeditev premoženja naj bi potekala v naslednjem zaporedju (Bodie Zvi et al., 1999, str. 817):

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

Upravljavec pokojninskega sklada bo prihranke razporedil v takšne skupine finančnih naložb, ki mu bodo prinesle ustrezno donosnost ob zanj sprejemljivem tveganju – skušal bo čim bolj izkoristiti prednosti posamezne naložbene skupine ter hkrati njihove slabosti čim bolj zmanjšati.

Med elemente investicijske politike spadajo tudi **upravljaljske provizije**, ki predstavljajo znesek, ki ga morajo člani sklada plačati upravljavcu sklada za upravljanje z naložbami sklada. Upravljaljska provizija lahko znaša največ 1,5% od povprečne čiste letne vrednosti sklada. Upravljaljci jo določijo v pokojninskem letnem načrtu in predstavlja nagrado za njihovo upravljanje s premoženjem sklada.

2.3.3 Izvajanje investicijske politike

Upravljanje naložb zahteva nenehno dinamično in sistematično odločanje. Zapisana investicijska politika pokojninskega sklada se udejanja z alokacijo razpoložljivih sredstev med posamezne razrede naložb.

⁹ Posledica takega poslovanja je precej večji obseg transakcij in s tem večji transakcijski in upravljani stroški.

¹⁰ Kratkoročna strategija, pri kateri se investitor odloča le o tem, v katere osnovne vrste finančnih naložb bo razporedil premoženje.

¹¹ Temeljna predpostavka je gibanje cen naložb okoli ravnotežnih vrednosti, upošteva pa se tudi sprejemljiva raven tveganja za investitorja.

Najpomembnejše vrste naložb, ki so na voljo pokojninskim skladom, da vanje vložijo svoje premoženje, so:

- Delnice;
- Obveznice;
- Posojila;
- Nepremičnine,
- Gotovina in druge likvidne oz. kratkoročne naložbe;
- Vrednostni papirji tujih izdajateljev;
- Izvedeni finančni instrumenti;
- Druge: skladi tveganega kapitala (ang. *venture capital*), zlato, drage kovine, umetniška dela, nalaganje na razvijajočih se trgih (ang. *emerging markets*) in na trgih privatnih izdaj¹².

Po mnenju Sharpa (1990, str. 17) je koncept razredov naložb smiseln samo, če uporabljeni razredi naložb izpolnjujejo naslednje pogoje:

- Njihovo število mora biti majhno;
- Lahko obrazložijo pomemben del variance donosov;
- Njihovi donosi so specifični in nepovezani z donosi ostalih razredov;
- Njihove vrednosti beta koeficientov so merljive;
- Njihovi donosi so merljivi;
- V vsakem razredu naložb je mogoče oblikovati stroškovno učinkovit indeksni sklad, ki služi kot primerljiv (benchmark) portfelj naložb;
- Sestav razredov naložb predstavlja vse razpoložljive naložbe, ki so na voljo na celotnem trgu.

Le v primeru izpolnitve nevednih pogojev bodo lahko pokojninski skladi izbrali ustrezne razrede naložbe in posamezne naložbe v razredu naložb. Pri izbiri skupine naložb si velikokrat pomagajo z zgodovinskimi podatki o donosnostih teh skupin. Vendar pa zgodovinski podatki niso garancija, da bo donosnost posameznega razreda enaka tudi v prihodnosti, s časom pa se spreminjajo tudi dejavniki, ki vplivajo na donosnost.

Delnice

Navadne delnice predstavljajo temeljno obliko tveganega kapitala v gospodarstvu, njihovi donosi pa so v povprečju visoki in variabilni. Visoki donosi pa so povezani s premijo prevzemanja tveganja, ki pa ga je mogoče delno odpraviti z diverzifikacijo naložb¹³.

¹² Dovoljene naložbe slovenskih pokojninskih skladov opredeljuje Zakon o zavarovalništvu v 122. členu.

¹³ Z ustrezno razpršitvijo naložb je možno odpraviti nesistematično tveganje (podjetju lastno tveganje), ki predstavlja približno polovico celotnega tveganja navadne delnice.

Pokojninski skladi investirajo v navadne delnice¹⁴, ker so kapitalski dobički iz naložb v delnice navado visoki, zato dolgoročne naložbe v navadne delnice vodijo k rasti vrednosti premoženja pokojninskega sklada, kar pa ne velja na kratek rok. In ker mora pokojninski sklad zagotoviti določeno donosnost in ne sme izpostavljati sredstev prevelikemu tveganju, je to tudi razlog, da delnic ne bo izbral kot primarno naložbo, ampak jih bo vključil zaradi razpršitve tveganja. Kot že rečeno, je drugače za pokojninske sklade, ki veljajo za racionalne dolgoročne investitorje, saj imajo le-ti natančno izdelano dolgoročno naložbeno strategijo in bi lahko več investirali v delnice.

Obveznice

Obveznice so najpomembnejša sestavina naložb pokojninskih skladov. Obveznice in ostale dolžniške finančne instrumente s stalnim donosom za razliko od delnic zagotavljajo stalen denarni tok v obliki izplačil obresti. Stalne, vnaprej znane obresti lahko služijo tudi za pokrivanje denarnih odlivov sklada za izplačila pokojnin.

Poleg obresti pa obveznice lahko prinašajo tudi kapitalski dobiček in sicer v primeru naraščanja tečajev obveznic. Tečaj delnic narašča, kadar obrestne mere padajo. Ker pa so obrestne mere obveznic dogovorjene že ob izdaji in se ne smejo spreminjati, se izdajatelji obveznic temu prilagajajo s spreminjanjem tečajev.

Skladi nalagajo svoje premoženje večinoma v državne obveznice (zanje jamči država), 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 povečanje 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 (Klobčar, 2005, str. 22).

Gotovina in druge likvidne oz. kratkoročne naložbe

Večina pokojninskih skladov ima med svojimi naložbami tudi gotovino, ki pa je med vsemi naložbami najmanj donosna, zato znižuje donosnost pokojninskega sklada. Gotovino kot najbolj likvidno sredstvo ohranjajo skladi v svojem portfelju za primere, če sklad ne bi mogel izplačati vseh obveznosti do upokojencev s tekočimi vplačili varčevalcev in ostalimi prihodki od naložb.

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

¹⁴ Imetniki navadne delnice imajo pri vsaki izdaji delnic predkupno pravico, kar jim omogoča, da obdržijo določen delež vseh izdanih delnic.

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 (Klobčar, 2005, str. 23).

Nepremičnine

V nasprotju z likvidno gotovino so nepremičnine nelikvidne, kljub temu da se z njimi javno trguje. Merjenje donosnosti in variabilnosti nepremičnin je zelo težavno, namesto tržnih cen pa se pogosteje uporabljajo cenoitve, ki so lahko varljive in popačijo realno sliko. Tudi transakcijski stroški so pri nepremičninah neprimerno višji kot pri delnicah in obveznicah. Vse naštetu pa lahko pripelje do prodaje nepremičnine po nižji ceni od njene ocenjene (notranje) vrednosti.

Vrednostni papirji tujih izdajateljev

Naložbe v tuje vrednostne papirje imajo številne prednosti:

- večja likvidnost in lažje načrtovanje prihodnjih finančnih tokov;
- možnost vlaganja v več panog: delnice spletnih podjetij, finančnih ustanov, naftnih družb, biotehnologijo, farmacijo, itd.;
- tržna učinkovitost in transparentnost tujih trgov – skoraj vse informacije se odražajo na trgu, malo je trgovanja z notranjimi informacijami.

Poleg prednosti pa vlaganje v tuje vrednostne papirje prinaša tudi nekatera dodatna tveganja in nevarnosti oz. slabosti. Ta vključujejo tveganje izročitve in prevzema vrednostnih papirjev, tveganje skrbništva nad vrednostnimi papirji, tveganje valutnega nihanja, lokalne davčne zakonodaje, različne standarde pri poravnavi vrednostnih papirjev, različne pravne ureditve trgov vrednostnih papirjev, različne prakse pri sestavljanju poslovnih in finančnih poročil, spremembe višine transakcijskih stroškov, spremembe političnih razmer, možnost razlastitve in podobno (Nidorfer, 2004, str. 19).

Pokojninski skladi bodo vložili v tuje vrednostne papirje tem večji delež svojega premoženja, čim manjši bo domači trg kapitala. V številnih državah po svetu se odločajo za omejevanje naložb v tujino, saj se bojijo prevelikega odliva kapitala na tuje trge, kar naj bi škodovalo razvoju domačega trga. Za vlaganje pa so zanimivi predvsem trgi, ki še niso tako učinkoviti kot domači trgi.

Izvedeni finančni instrumenti

Med izvedene finančne instrumente spadajo termenske (angl. *futures*) in opcijske (angl. *options*) pogodbe, zamenjave (angl. *swap*), delniške pravice (angl. *subscription rights*), nakupni boni (angl. *warrants*) in drugo.

S standardizirano termnsko pogodbo (STP) se kupec obveže kupiti, prodajalec pa prodati določeno količino blaga za bodočo dostavo in sicer pod pogoji, ki jih določa specifikacija STP na borzi, kjer se s termnskimi pogodbami organizirano trguje. Opcija je pogodba, ki daje lastniku pravico, ne pa tudi obveznost, da kupi ali proda v pogodbi določen predmet po vnaprej določeni izvršilni ceni (angl. *strike price*) na dogovorjeni dan ali prej. S kombiniranjem nakupnih in prodajnih opcij z različnimi izvršilnimi cenami in zapadlostmi dobimo strategije z različnimi stopnjami tveganja in finančnimi izidi. Danes predstavljajo največji tržni delež obrestne zamenjave¹⁵ ter valutne zamenjave.

Izvedeni finančni instrumenti so zelo kompleksni instrumenti, zahtevni za razumevanje, torej morajo imeti upravljavci veliko znanja in razgledanosti na tem področju. Vendar pa v zadnjem času pridobivajo na pomenu in predstavljajo pomembno investicijsko priložnost tudi za pokojninske sklade. O izvedenih finančnih instrumenti bom več pisala v podpoglavju 3.1.2.

2.4 MERJENJE INVESTICIJSKE USPEŠNOSTI POKOJNINSKEGA SKLADA

Merjenje uspešnosti investicijske politike pokojninskih skladov je pomembno za ugotavljanje, ali trenutna politika omogoča uresničevanje postavljenih investicijskih ciljev in če jim upravljavci sploh sledijo. Zmotno je prepričanje, da je najuspešnejši tisti pokojninski sklad, ki doseže najvišjo donosnost, saj je potrebno upoštevati tudi tveganje kot eno izmed glavnih sestavin naložbene politike. Zato je za dobro presojanje investicijske politike potrebno izoblikovati dober kazalec?, ki upošteva tako donosnost kot tudi tveganje. Dobljene rezultate lahko primerjamo z borznimi indeksi, z dosežki konkurentov ali pa z normaliziranim premoženjem.

2.4.1 Primerjava z borznim indeksom

Pogosto merilo za ugotavljanje investicijske uspešnosti so borzni indeksi. Splošni borzni indeks odraža vrednost določene košarice delnic, za katere se ocenjuje, da naj bi najustrezneje prikazovale splošno dogajanje na izbranem trgu. V Sloveniji odraža splošno gibanje tečajev delnic na Ljubljanski borzi slovenski borzni indeks (SBI 20). Sestava SBI 20 je prikazana v spodnji tabeli.

¹⁵ Zamenjava trdne za spremenljivo obrestno mero ali zamenjava dveh (različnih) obrestnih mer.

Tabela 1: Sestava slovenskega borznega indeksa na dan 02.11.2007

Izdajatelj	Trg. oznaka	Št. delnic v indeksu	Delež v indeksu	Bazni tečaj (EUR)
KRKA d.d.	KRKG	7.286.261	16,05%	16,25
PETROL d.d.	PETG	1.109.564	14,71%	120,41
TELEKOM SLOVENIJE d.d.	TLSG	1.806.046	10,62%	292,70
SAVA d.d.	SAVA	1.027.559	9,73%	83,57
MERCATOR d.d.	MELR	1.448.477	8,33%	24,46
GORENJE d.d.	GRVG	9.312.043	7,51%	10,23
NOVA KBM d.d.	KBMR	11.234.861	7,45%	40,69
PIVOVARNA LAŠKO d.d.	PILR	3.842.957	7,03%	27,19
LUKA KOPER d.d.	LKPG	4.138.622	5,82%	12,50
HELIOS DOMŽALE d.d.	HDOG	115.888	3,47%	795,68
INTEREUROPA d.d.	IEKG	4.747.177	3,10%	21,69
AERODROM LJUBLJANA d.d.	AELG	1.081.836	2,32%	47,93
ISTRABENZ d.d.	ITBG	930.285	1,69%	14,61
LESNINA d.d.	MILG	30.487	1,22%	1.898,68
ŽITO d.d.	ZTOG	185.313	0,96%	213,00

Vir: Sestava indeksov, (Ljubljanska borza d.d.), 2008.

Z donosnostjo delniškega borznega indeksa lahko sklad primerja le tisti del premoženja, ki je naložen v delnicah, v nobenem primeru pa ne z donosnostjo celotnega premoženja, saj lahko premoženje vključuje tudi obveznice in denarne rezerve. Dolgoročna donosnost delnic pa je višja od dolgoročne donosnosti obveznic in denarnih rezerv, sklad lahko zato napačno sklepa o uspešnosti naložb. Ocenjevanje uspešnosti investiranja na osnovi primerjave z borznim indeksom je pri slovenskih pokojninskih skladih pogosto prisotno predvsem zaradi enostavnosti.

2.4.2 Primerjava s konkurenti

Donosnost pokojninskih skladov je možna tudi s konkurenti, ki imajo podobno strukturo premoženja in podoben pristop investiranja. Ugotavljanje uspešnosti na ta način je lahko problematično, saj je v praksi težko najti zelo podobne naložbene portfelje. 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 preživeli v konkurenčnem boju, zato upravljavci s slabimi rezultati ne bodo vključeni v analizo uspešnosti politike naložb skladov (Klobčar, 2005, str. 35).

2.4.3 Primerjava z normaliziranim premoženjem

Metoda se je izoblikovala kot tretja metoda in skuša odpraviti pomanjkljivosti prvih dveh. Normaliziran portfelj sestavljajo vse delnice, ki so upravljavcu na razpolago za naložbe v skladu z investicijsko politiko. Ta metoda postaja vse bolj priljubljena, saj se ne ukvarja z nekaterimi težkimi teoretičnimi vprašanji (kateri dejavniki tveganja so odločilni) in določenimi statističnimi problemi (optimalno obdobje merjenja) (Diklič, 2004, str. 35).

3 UPRAVLJANJE POKOJNINSKIH SKLADOV

Pokojninski sklad ni pravna oseba, zato mora imeti upravljavca, ki upravlja z njegovim premoženjem, zbira premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, vodi osebne račune zavarovancev in izplačuje odkupne vrednosti (Klemenčič & Redjko, 2000, str. 31). Upravljavec je lahko zavarovalnica, vendar mora imeti dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja zavarovalništvo (Zakon o zavarovalništvu). Upravljavec je lahko tudi banka, ki ima urejeno dovoljenje po zakonu, ki določa bančništvo (Zakon o bančništvu), ali pa pokojninska družba, ki ima dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja zavarovalništvo (ZPIZ-1-UPB4, 2006, 315. člen).

Poglavitna naloga upravljavcev pokojninskih skladov je skrb za ustrezno naložbeno politiko, ki bo prinašala čim večje donose v prihodnosti. Vendar so zaradi negotove prihodnosti negotovi tudi bodoči donosi naložb, kar pomeni določeno tveganje.

3.1 UPRAVLJANJE S TVEGANJI

S pojmom tveganje opisujemo negotove pričakovane donose v prihodnosti, ki so lahko boljši ali slabši od pričakovanih. Tveganje je odvisno od verjetnosti, da bodo pričakovani donosi enaki dejanskim – čim večja je verjetnost, tem manjše je tveganje in obratno. Vendar je v praksi zelo malo naložb, za katere bo investitor z gotovostjo realiziral pričakovan donos. Med take naložbe spadajo edino državne obveznice nekaterih gospodarsko najstabilnejših držav.

Odnos investitorjev do tveganja je precej različen. Ribnikar (1990, str. 164) investitorje glede na njihov odnos do tveganja razdeli v 3 skupine:

- Investitorji, ki so nevtralni glede tveganja;
- Investitorji, ki želijo tvegati;
- Investitorji, ki ne želijo tvegati.

Raziskave v državah z razvitim finančnim sistemom kažejo, da v povprečju investitorji tveganju niso naklonjeni. Zato na trgu kapitala praviloma velja, da dosegajo posamezne naložbe tem višje cene, čim večja je verjetnost, da bodo njihovi prihodnji pričakovani donosi enaki dejanskim (Herič, 2002, str. 45).

3.1.1 Vrste tveganj pri poslovanju pokojninskih skladov

Kot že omenjeno, se tudi upravljavci pokojninskih skladov srečujejo s tveganji, in sicer z naslednjimi vrstami: naložbeno tveganje, skupno tveganje, tveganje spremembe obrestne mere, valutno tveganje, tveganje izpostavljenosti in tveganje splošne ravni cen. V nadaljevanju si bomo tudi vsako izmed njih tudi podrobneje pogledali.

Naložbeno tveganje

Naložbeno tveganje je tveganje, da bo čista vrednost sredstev sklada nihala zaradi nihanja vrednosti njegovih naložb na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. Opređeljeno je lahko tudi z variabilnostjo donosov naložbe, kar predstavlja tveganje, da bo dejanska donosnost pokojninskega sklada v določenem obdobju nižja od pričakovane. Naložbeno tveganje lahko najučinkoviteje zmanjšamo s primerno naložbeno politiko¹⁶. Za delnice je značilno višje naložbeno tveganje kot za obveznice, saj so dejanski donosi naložb v delnice bolj razpršeni okoli pričakovane vrednosti kot pri obveznicah.

Skupno tveganje

Prispevke v pokojninski sklad lahko vplačuje zavarovanec, delodajalec za zavarovanca, možna pa je tudi kombinacija vplačil. Vsak udeleženec pokojninskega načrta varčuje z namenom zagotoviti si stabilne in po možnosti realno enake mesečne prejemke v času prejemanja pokojninske rente. Pričakovani znesek mesečne rente je odvisen od višine vplačil v sklad in ne od učinkovitosti upravljanja s sredstvi sklada. Zato je vplačevalec tisti, ki z zneskom svojih vplačil pomembno določa pričakovano mesečno rento. Po drugi strani pa učinkovitost upravljanja – ob predpostavljene želeni realno enaki mesečni renti – vpliva na potrebo po vplačilih. Navedeno interakcijo imenujemo skupno tveganje (Herič, 2002, str. 51).

Tveganje spremembe obrestne mere

Gre za tveganje spreminjanja cen dolžniških vrednostnih papirjev zaradi spremembe obrestne mere na trgu kapitala. V obdobju naraščajočih obrestni mer se pričakovana donosnost dolžniških vrednostnih papirjev poveča, kar povzroči upad njihovih cen. Najboljši kazalec za merjenje občutljivosti naložb na spremembe obrestne mere je trajanje (angl. *duration*). Trajanje predstavlja povprečno število let, v katerih se sredstva, vložena v nakup naložbe, povrnejo (Herič, 2002, str. 51).

Valutno tveganje

Valutnemu tveganju je izpostavljen prav vsak investitor, ki ima v svojem portfelju tudi naložbe v tujih valutah. Gre za tveganje spremembe vrednosti naložb pokojninskega sklada zaradi spremembe kupne moči tuje valute v primerjavi z domačo, torej evrom (EUR)¹⁷. Na spremembo deviznih tečajev vpliva predvsem sprememba splošne ravni cen (inflacija). S prevzemom EUR se je valutno tveganje za vse investitorje kar precej zmanjšalo.

¹⁶ Dobra diverzifikacija med razredi naložb in znotraj razreda naložb.

¹⁷ Zadnje čase se predvsem odraža pri naložbah v USD, saj USD v primerjavi z EUR kar precej pada, in tako prihaja do negativnih tečajnih razlik ter posledično vrednostnih sprememb.

Tveganje izpostavljenosti

Do tveganosti izpostavljenosti pride, če je pokojninski sklad preveč izpostavljen eni vrsti naložb, skupini naložb ali enemu makroekonomskemu faktorju. Temu tveganju se je možno uspešno izogniti z oblikovanjem preudarne naložbene politike, ki za vsako vrsto naložbe opredeljuje jasne smernice in omejitve ter tudi sistem spremljanja naložbene politike, ki ugotavlja odstopanja od predvidene naložbene politike. Tveganje izpostavljenosti omejujejo že sami predpisi o poslovanju pokojninskih skladov, ki predpisujejo največji delež naložb pokojninskega sklada, ki se lahko nameni posamezni naložbi ali razredu.

Poleg zgoraj omenjenih pa so pokojninski skladi izpostavljeni tudi tveganju spremembe splošne ravni cen (ki zmanjšuje kupno moč zavarovancev), ter nekaterim nefinančnim tveganjem, med katerimi velja omeniti predvsem tveganje pomanjkanja znanja (angl. *ignorance risk*) upravljavcev naložb sklada, kar pa je možno odpraviti z ustreznimi usposabljanji in izobraževanji.

3.1.2 Strategija upravljanja s tveganji

Ena izmed strategij, ki jo pokojninski skladi uporabljajo za upravljanje s tveganjem, so izvedeni finančni instrumenti, katere sem že omenila v podpoglavju 2.3.3. Osnovne oblike izvedenih instrumentov so: terminski posel, terminska pogodba, opcija in zamenjava.

Opcija

Opcija je pogodba, s katero prodajalec opcije kupcu daje pravico, ne pa obveznost do prodaje ali nakupa določene količine blaga po ob dnevu sklenitve opsijske pogodbe določeni ceni. Opcija kot enostavni instrument zavarovanja tveganja zmanjšuje možnosti za slab izhod v primeru neugodnega cenovnega gibanja osnovnega instrumenta. Predpostavljamo, da ima pokojninski sklad med svojimi naložbami pomemben delež delnic. V kolikor na trgu obstajajo opcije na delnice ali opcija na indeks, katerega sestava je podobna sestavi portfelja delnic, je vrednost portfelja mogoče zavarovati z nakupom prodajne opcije ali s prodajo nakupne opcije. S prodajo nakupne opcije postane pokojninski sklad upravičen do premije, vendar pa obstaja tveganje, da ne bo deležen učinkov potencialne rasti delnic, saj lahko pričakujemo, da bo kupec nakupne opcije v tem primeru zahteval izvršitev opcije. V primeru, da se upravljavec odloči za nakup prodajne opcije, se pri padcu cen delnic zmanjšuje vrednost portfelja delnic, vendar se povečuje vrednost prodajne opcije¹⁸ (Herič, 2002, str. 62).

Izvedeni finančni instrumenti so namenjeni predvsem omejevanju tveganj, vendar pa se lahko upravljavec odloči povečati izpostavljenost tveganju z namenom doseganja višje donosnosti, kar lahko doseže z nakupom nakupnih opcij (izguba je omejena na plačano premijo in transakcijske stroške, medtem ko je potencialni dobiček neomejen) ali pa s prodajo prodajnih opcij (v najslabšem primeru bi pokojninski sklad utrpel med izvršilno ceno opcije in prejeto premijo, dobiček pa je omejen na prejeto premijo, zmanjšano za transakcijske stroške). Obe

¹⁸ Ob nakupu prodajne opcije je potrebno plačati premijo, ki se jo lahko obravnava kot strošek zavarovanja.

strategiji omogočata doseganje višje donosnosti, njuna uspešnost pa je odvisna od spremembe cene osnovne naložbe, na katero se opcija nanaša (Herič, 2002, str. 62).

Terminske pogodbe

Terminska pogodba je dogovor med dvema strankama, da bosta izvedli transakcijo z določenim blagom po vnaprej dogovorjeni ceni na določen dan v prihodnosti (Hull, 2000, str. 121). Podobno kot opcije lahko tudi terminske pogodbe uporabljamo za omejevanje tveganj (predvsem tveganje znižanja cen osnovnega instrumenta in tveganje spremembe obrestne mere) in doseganje višje izpostavljenosti zaradi pričakovane višje donosnosti. Dolga pozicija¹⁹ v terminski pogodbi pridobi na vrednosti ob povečanju cene osnovne naložbe, podobno pa se ob znižanju cene osnovne naložbe zmanjša vrednost dolge pozicije v terminski pogodbi. S prodajo terminske pogodbe lahko pokojninski sklad zmanjša tržno tveganje, ob nakupu terminske pogodbe pa lahko le-to poveča. Če naredimo primerjavo z opcijami, je pri teh izguba omejena na plačano premijo in transakcijske stroške, medtem ko je pri dolgi poziciji v terminski pogodbi izguba lahko bistveno višja.

Zamenjava (SWAP)

Zamenjava je pogodba, s katero se pogodbeni stranki dogovorita, da bosta zamenjali denarne tokove na določene datume v dogovorjenem časovnem obdobju (Hull, 2000, str. 121). Swap se najpogosteje uporablja, kadar je potrebno določeno tveganje obvladovati daljše časovno obdobje, saj je njihova ročnost ponavadi daljša od ročnosti opcij in terminskih pogodb. Med zamenjavami so najpogostejše zamenjave obrestnih mer, valutne zamenjave in zamenjave lastniških instrumentov. Glede na to, da imajo pokojninski skladi v svojem portfelju velik del obveznic s fiksno kuponsko obrestno mero, zaradi lažjega obvladovanja tveganja pa bi potreboval obveznico, ki mu zagotavlja denarne tokove vezane na variabilno obrestno mero, lahko sklenejo z investicijsko banko dogovor o zamenjavi obrestnih mer. Tako bo pokojninski sklad investicijski banki v zameno za spremenljive obrestne mere plačeval fiksne obresti na vnaprej dogovorjen dan v določenem obdobju (Herič, 2002, str. 65).

3.2 UPRAVLJANJE UPRAVLJAVCEV POKOJNINSKEGA SKLADA

Pojem upravljanje upravljavcev vključuje izbiranje, nadzorovanje, nagrajevanje in zamenjavo upravljavcev pokojninskega sklada. Za ustanovitelje pokojninskih skladov je izbira upravljavcev ena izmed ključnih odločitev, zato pri izbiri upravljavcev pogosto poiščejo pomoč svetovalcev, ki ponavadi razpolagajo s široko bazo podatkov. Odločajo se predvsem na podlagi strategij upravljanja ter uspešnost upravljavcev v preteklosti. Bolj kot pretekla investicijska uspešnost je pomembno, kako je upravljavec sledil opredeljeni investicijski politiki ter kakšna je njegova uspešnost v primerjavi z drugimi (Herič, 2002, str. 66).

¹⁹ O dolgi poziciji govorimo, kadar upravljavec namerava kupiti npr. delnice v prihodnosti, ko bo prejel premije in zato zaščitil svoj položaj z nakupom izvedenega finančnega instrumenta.

Izbiri upravljavca sledi nadzorovanje oz. spremljanje njegovih aktivnosti, kajti investicijska uspešnost upravljavcev lahko odstopa od pričakovane. Zato je potrebno razviti kontrolne sisteme, s katerimi je moč ocenjevati skladnost aktivnosti upravljavca z investicijsko politiko in zagotoviti pravočasno povratno informacijo o investicijski uspešnosti upravljavca. Nadzor nad upravljavci lahko izvajajo tako ustanovitelji pokojninskega sklada kot tudi zavarovanci. Spremljanje aktivnosti upravljavca je mogoče le na podlagi pisno oblikovane investicijske politike in pisno opredeljenih smernic delovanja. Investicijska politika opredeljuje stopnjo tveganja, ki je sprejemljiva za pokojninski sklad, razrede naložb, ciljno sestavo naložb in dovoljena odstopanja od ciljne sestave naložb. Izvajanje nadzora je najlažje na podlagi poročil, ki jih izdajajo upravljavci in iz katerih je razvidna skladnost portfelja naložb z investicijsko politiko, poročilo o izvajanju investicijskih strategij, uporabi izvedenih finančnih instrumentov, stroških trgovanja in drugih pomembnih elementih investicijske politike.

Naslednja stvar odločitev so nagrade upravljavcev. Obstajajo trije načini nagrajevanja in sicer: fiksno določena provizija, provizija, vezana na obseg sredstev v upravljanju in provizija, odvisna od investicijske uspešnosti. Pri določanju načina nagrajevanja je potrebno upoštevati, da različni načini nagrajevanja spodbujajo različne aktivnosti upravljavcev. V zadnjem času se uporablja predvsem nagrajevanje upravljavcev, ki je vezano na njihovo uspešnost. Problem tega nagrajevanja je, da lahko želja upravljavcev po čim višji proviziji povzroči nadpovprečno izpostavljenost tveganju, kar pa ni v skladu z interesi pokojninskega sklada. Z vidika ustanovitelja in zavarovancev pokojninskega sklada je plačevanje provizije za upravljanje smotno, v kolikor upravljavec sredstva oplemeniti.

V kolikor upravljavec ne dosega zelenih rezultatov, je potrebno razmisliti o njegovi zamenjavi. Problem pri zamenjavi upravljavca je, da je v kratkem času (npr. v manj kot treh letih) težko ugotoviti, ali je vzrok slabih rezultatov zgolj splet nesrečnih okoliščin ali gre dejansko za vzroke na strani upravljavca. Zato se je smiselno držati pravila, da se upravljavca zadrži en cikel, ki je sestavljen iz rastočega in padajočega trga. Če je investicijska uspešnost upravljavca skozi celoten cikel absolutno in relativno slaba, ga je potrebno nadomestiti, v kolikor je zadovoljiva, ga bomo najverjetneje obdržali (Herič, 2002. str. 69).

3.3 UPRAVLJANJE STROŠKOV INVESTIRANJA

Stroške investiranja razumemo kot stroške nakupa ali prodaje vrednostnega papirja, ki kotira na organiziranem trgu. Natančneje, gre za posredniške provizije (domačih in tujih posrednikov) in stroške vplivanja na tržno ceno, ki jih lahko imenujemo tudi »nevidni« stroški, saj jih je težko izmeriti. Strošek vplivanja na tržno ceno bi lahko opredelili kot razliko med ceno, po kateri je bila izvedena transakcija in ceno, ki bi jo bilo mogoče doseči na popolnoma deljivem konkurenčnem trgu oz. kot razliko v ceni v času sprejetja odločitve in tržno ceno ob realizaciji transakcije.

Višji transakcijski stroški znižujejo investicijsko uspešnost pokojninskega sklada, zato pokojninski skladi iščejo čim cenejše posrednike. Poleg iskanja cenejših posrednikov pa lahko transakcijske stroške znižamo tudi z zmanjševanjem števila transakcij. Obseg in pogostost transakcij sta odvisna od likvidnostnih potreb (npr. izplačevanje pokojninskih rent) in investicijske strategije²⁰ – pasivne strategije zahtevajo manj trgovanja, aktivne pa več.

3.4 IZBOLJŠANJE UPRAVLJANJA POKOJNINSKEGA SKLADA

Pokojninski skladi igrajo pomembno vlogo pri alokaciji prihrankov, z alokacijo teh prihrankov k najboljšim podjetjem pa pomagajo vzdrževati učinkovit trg. Učinkovito upravljanje pokojninskih skladov je zato bistvenega pomena tako za zaposlene, delodajalce, upravljavce, kot tudi za trg kapitala.

Izboljšanja upravljanja pokojninskega sklada se je potrebno lotiti postopoma in sicer s spremembo elementov investicijske politike. Za učinkovito preoblikovanje pokojninskega načrta morajo upravljavci najprej prilagoditi cilje potrebam oz. željam svojih članov. Tu se odraža predvsem razlika med starejšimi in mlajšimi člani sklada. Starejši člani preferirajo bolj varne pokojninske načrte, katerih rente so vnaprej predvidljive, medtem ko so mlajši bolj naklonjeni pokojninskim načrtom z bolj tvegano politiko.

Ustrezno postavljenemu cilju sledi pisno oblikovana investicijska politika, ki usmerja aktivnosti upravljanja in investiranja ter je zato bistvenega pomena. Pisna investicijska politika je pomembna tudi, ker omogoča vsem zainteresiranim vpogled v cilje pokojninskega načrta in poti za doseg teh ciljev. Pomembno je, da je investicijska politika postavljena dolgoročno, da vodi upravljavce tako v dnevnem reševanju problemov kot tudi ob kritičnih situacijah. Ne sme pa biti dnevno poslovno odločanje improvizacija zaradi neustrezno oblikovanih smernic.

3.4.1 Evropske smernice

Težnja v Evropi je, da bi se evropski kapitalski trgi enakomerno razvili, vendar so med državami velike razlike v stopnji razvitosti. Od leta 1993 je Evropska komisija objavila 9 pomembnejših listin, ki se nanašajo na pokojnine. Najpomembnejša je Direktiva o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje (2003/41/EC), ki ureja področje pokojninskih skladov na enotnem trgu. Direktiva prinaša usklajena pravila za nadzor in kapitalske pogoje, določa pa tudi pravila za čezmejno zagotavljanje poklicnih pokojnin. Države članice so morale uskladiti nacionalno zakonodajo do 23. septembra 2005. V primeru da do uskladitve ne pride, te države ne bodo mogle tržiti pokojninskih načrtov v državah, kjer se je omenjena uskladitev realizirala.

²⁰ Elementi investicijske strtegije so natančneje opisani pod točko 2.3.2.

Omenjena direktiva je prinesla spremembe tudi v slovenski Zakon o invalidskem in pokojninskem zavarovanju. Slovenski zakon v skladu z zahtevami direktive natančneje ureja obveščenost članov, nalaga izvajalcem, da pripravijo izjavo o načelih naložbene politike in jo po potrebi vsake tri leta revidirajo, natančneje določa načela, ki jih morajo izvajalci upoštevati pri svoji naložbeni politiki, tujim izvajalcem omogoča neposredno izvajanje pokojninskega načrta v Sloveniji ter slovenskim izvajalcem omogoča delovanje na območju drugih držav članic.

Glede usmerjanja investicij Evropska unija ni tako stroga, priporoča le, da se premoženje pretežno naloži na urejenih trgih. To omogoča pokojninskim skladom več svobode pri diverzifikaciji portfelja. Prav diverzificiranost portfelja je problem pri slovenskih pokojninskih skladih, saj je zelo nizka. Le-ti se preveč zanašajo na eno stranko – državo in vlagajo v državne obveznic. Resda gre za najmanj tvegane naložbe, vendar pa so tudi najmanj donosne. Evropska unija nasprotuje takemu ravnanju in svetuje pokojninskim skladom, da se izogibajo pretirani izpostavljenosti tveganjem do ene same stranke. Naložbe naj bi bile primerno razpršene in sicer na način, ki preprečuje pretirano zanašanje na določeno imetje, izdajatelja ali skupino podjetij.

Pomembna prednost prihoda tujih pokojninskih skladov na slovenski trg pa je tudi povečanje konkurence, saj država članica od tujih pokojninskih skladov, ki poslujejo na njenem ozemlju, ne sme zahtevati naložb v določene kategorije premoženja, predpisuje lahko le količinsko omejitev, ki pa mora biti usklajena z direktivo.

4 POKOJNINSKI SKLADI V SLOVENIJI

4.1 PONUDNIKI DODATNIH POKOJNINSKIH ZAVAROVANJ V SLOVENIJI

Kot že omenjeno v podpoglavju 1.2.2., spadajo med ponudnike dodatnega pokojninskega zavarovanja pokojninske družbe, zavarovalnice in vzajemni pokojninski skladi. V spodnji tabeli so prikazani slovenski ponudniki dodatnega pokojninskega zavarovanja po posameznih izvajalcih.

Tabela 2: Ponudniki dodatnih pokojninskih zavarovanj v Sloveniji

Pokojninske družbe	Zavarovalnice	Upravljalci vzajemnih pokojninskih skladov
Druga penzija	Adriatic	Abanka
Moja naložba	Krekova zavarovalnica	Banka Koper
Pokojninska družba A	Slovenica	Generali SKB zavarovalnica
Pokojninska družba SKB	Triglav	Kapitalska družba
Prva pokojninska družba	Zavarovalnica Grawe	Probanka
Skupna pokojninska družba	Zavarovalnica Maribor	

Vir: S. Kranjec. *Obseg premij lepo rase.* [Finance.si].

Izmed ponudnikov dodatnih pokojninskih zavarovanj bom v nadaljevanju podrobneje opisala slovenske vzajemne pokojninske sklade in njihove upravljalce, ki so tudi naštetih v spodnji tabeli. Pozornost bom namenila predvsem njihovi naložbeni politiki, strukturi naložb, zajamčeni donosnosti in rasti oz. padanju njihovih enot premoženja.

Tabela 3: Vzajemni pokojninski skladi v Sloveniji in njihovi upravljalci

Upravljavec	Vzajemni pokojninski sklad (pokojninski načrt)	Tip
Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d.d.	Kapitalski vzajemni pokojninski sklad - PN1 P - individualno - PN1 K - kolektivno	odprti
	Zaprta vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbenice - PNJU - K – kolektivno	zaprti
Generali Zavarovalnica, d.d. Ljubljana	Odprti vzajemni pokojninski sklad LEON 2 - LEON 2 I - individualno - LEON 2 K – kolektivno	odprti

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

Upravljavec	Vzajemni pokojninski sklad (pokojninski načrt)	Tip
Banka Koper, d.d.	Odprti vzajemni pokojninski sklad Banke Koper, d. d. - Pokojninski načrt odprtega VPS Banke Koper, d. d. za individualno zavarovanje - Pokojninski načrt odprtega VPS Banke Koper, d. d. za kolektivno zavarovanje	odprti
Abanka Vipava, d.d. Ljubljana	A III vzajemni pokojninski sklad Abanke - Pokojninski načrt prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja AIII VPS za individualno zavarovanje - Pokojninski načrt prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja AIII VPS za kolektivno zavarovanje	Odprti
Probanka, d.d.	DELTA, vzajemni pokojninski sklad - PN-PRO-02/02 - individualno - PN-PRO-01/02 - kolektivno	odprti

Vir: Spletne strani vzajemnih pokojninskih skladov 2008.

4.1.1 Kapitalski vzajemni pokojninski sklad

Upravljavec Kapitalskega vzajemnega pokojninskega sklada (v nadaljevanju KVPS) je Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Sklad je bil ustanovljen marca 2001, poslovati pa je začel aprila 2001. Kapitalska družba d. d. je organizirana kot delniška družba, katere edini ustanovitelj in lastnik je Republika Slovenija. Možnost ustanavljanja in upravljanja vzajemnih pokojninskih skladov ter izplačevanja pokojninskih rent Prvega pokojninskega sklada in poklicnih pokojnin iz naslova obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja so dobili s sprejetjem nove pokojninske zakonodaje.

Kapitalska družba d.d. upravlja tudi Prvi pokojninski sklad Republike Slovenije (PPS), Sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja (SODPZ) in Zaprti vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbenke (ZVPSJU). Vse pokojninske sklade upravlja ločeno od svojega osnovnega premoženja, za račun članov.

Naložbena politika

Kapitalska družba d.d. v celotnem poslovanju utrjuje svoj položaj portfeljskega investitorja in upravljavca pokojninskih skladov, ki se z namenom razpršitve tveganj in maksimiranja donosnosti premoženja vse bolj usmerja v globalno poslovanje. Pri upravljanju premoženja sklada Kapitalska družba d.d. sledi cilju zagotavljati čim višjo donosnost zbranih denarnih

sredstev ob sprejemljivem tveganju in ob izpolnjevanju zakonskih omejitev glede struktur naložb sklada. Osnovna cilja upravljanja sredstev sklada KVPS sta (Poslovno poročilo KVPS, 2006, str.56):

- Dolgoročno večati razliko med dejansko in zajamčeno vrednostjo sredstev ob še sprejemljivem tveganju;
- Dosegati donosnost, vsaj primerljivo s konkurenco.

Pri izvajanju naložbene politike upravljavec KVPS upošteva načela varnosti, likvidnosti, razpršenosti naložb in dolgoročno rast vrednosti premoženja KVPS ter sledi cilju zagotavljanja donosnost v višini 50% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Nadalje pogledimo, kakšen je predviden delež naložb po posameznih vrednostnih papirjih (Pravila Kapitalskega vzajemnega pokojninskega sklada, 2004, str.12):

- Upravljavec sredstva sklada nalaga v tržne in netržne dolžniške vrednostne papirje, pri čemer delež netržnih dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev ne bo presegal 10% vseh naložbenih sredstev sklada;
- Pri naložbenih sredstvih v dolžniške vrednostne papirje bo najmanj 20% vseh sredstev usmerjenih v obveznice, katerih izdajatelj je Republika Slovenija ali Banka Slovenije;
- Največ 40% je naloženo v investicijske kupone vzajemnih skladov, ki imajo več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki prinašajo zajamčen donos;
- Skupne naložbe v lastniške vrednostne papirje in investicijske kupone, ki ne zagotavljajo zajamčenega donosa, ne bodo presegale 30% sredstev sklada;
- Skupne naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja, s katerimi se trguje na organiziranih trgih, ne presegajo 5% sredstev sklada;
- Skupne naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja, s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, ne presegajo 1% sredstev sklada, razen v primerih, ko je izdajatelj Republika Slovenija ali Banka Slovenije;
- Naložbe v obliki bančnih depozitov znašajo največ 30% vseh sredstev sklada, pri čemer depoziti v posamezno banko ne presegajo 10% sredstev.

Če primerjamo naložbeno politiko Kapitalskega vzajemnega pokojninskega sklada z natančnimi pravili Zakona o zavarovalništvu vidimo, da se sklad drži pravil omejitev naložb, kar je razvidno tudi iz spodnje tabele.

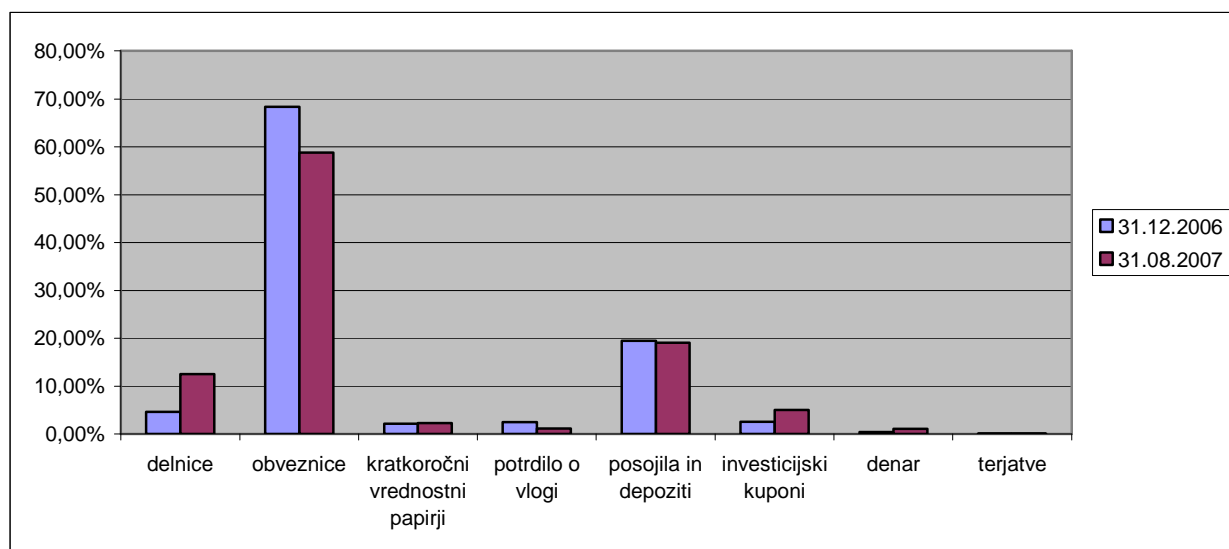
Tabela 4: Struktura naložb KVPS na dan 31.12.2006 in 31.08.2007

Naložba	Delež (31.12.2006)	Delež (31.08.2007)
Delnice	4,60%	12,48%
Obveznice	68,34%	58,76%
Kratkoročni vrednostni papirji	2,07%	2,20%
Potrdila o vlogi	2,45%	1,10%
Posojila in depoziti	19,50%	19,02%
Investicijski kuponi	2,54%	4,99%
Denarna sredstva	0,41%	1,04%
Ostale terjatve	0,09%	0,04%

Vir: Poslovno poročilo Kapitalske družbe, Kapitalski vzajemni pokojninski sklad (2007), str. 57.

Če pogledamo zgornjo tabelo, je jasno razvidno, da je v prvih 8 mesecih KVPS precej zmanjšal svoje naložbe v obveznice in jih povečal v delnice, kar sicer pomeni nekoliko bolj tvegane naložbe. A kljub tej spremembi v strukturi naložb je bila donosnost v letu 2007 bolj slaba, kar je posledica padca cen vrednostnih papirjev na organiziranem in neorganiziranem trgu kapitala.

Slika 2: Grafični prikaz strukture naložb KVPS na dan 31.12.2006 in 31.08.2007



Vir 1: Poslovno poročilo Kapitalska družba, Kapitalski vzajemni pokojninski sklad (2007), str. 57
 Vir 2: Podatki o poslovanju KVPS, [Kapitalska družba d.d.], 2008.

Celotno poslovanje Kapitalske družbe d.d. je pri upravljanju osnovnega premoženja usmerjeno k zmanjševanju števila in obsega netržnih in tržnih naložb. Prek javnega zbiranja ponudb in izraženega interesa kupcev stopnjujejo prizadevanja za prodajo naložb iz portfelja Kapitalske družbe d.d. Pri prodaji sledijo cilju doseganja najvišje možne cene, s čimer želijo doseči optimalno učinkovitost upravljanja premoženja. Z uspešno politiko prodaje družb iz osnovnega premoženja in učinkovitim upravljanjem vseh naložbenih portfeljev je Kapitalska

družba d.d. pomembno zvišala vrednost sredstev osnovnega premoženja in obenem zagotovila potrebna sredstva za sofinanciranje obveznega pokojninskega zavarovanja.

Sredstva, pridobljena s prodajo naložb, omogočajo večjo fleksibilnost pri upravljanju premoženja in prerazdelitev sredstev iz domačih lastniških naložb v lastniške naložbe v tujini, dolžniške vrednostne papirje in druge instrumente denarnega trga. Zasedujejo politiko mednarodnega investiranja ter izkoriščanja ugodnih naložbenih priložnosti na evropskih, ameriških, azijskih in razvijajočih se trgih.

Tabela 5: Primerjava med dejansko in zajamčeno donosnostjo KVPS

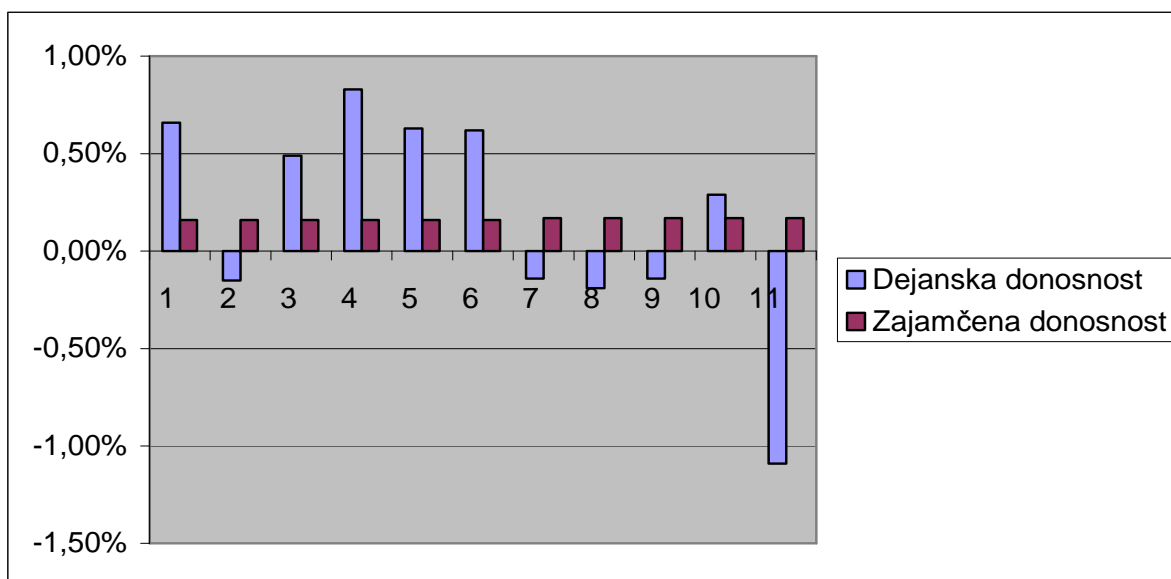
Mesec	Dejanska donosnost		Zajamčena donosnost ²¹		Razlika	
	mesečno	kumulativno	mesečno	kumulativno	mesečno	kumulativno
Jan. 07	0,66%	61,97%	0,16%	32,54%	0,50%	29,43%
Feb. 07	-0,15%	61,73%	0,16%	32,75%	-0,31%	28,98%
Mar. 07	0,49%	62,52%	0,16%	32,97%	0,33%	29,56%
Apr. 07	0,83%	63,86%	0,16%	33,18%	0,67%	30,69%
Maj. 07	0,63%	64,90%	0,16%	33,39%	0,47%	31,50%
Jun. 07	0,62%	65,93%	0,16%	33,61%	0,46%	32,32%
Jul. 07	-0,14%	65,69%	0,17%	33,83%	-0,31%	31,85%
Avg. 07	-0,19%	65,37%	0,17%	34,06%	-0,36%	31,31%
Sep. 07	-0,14%	65,13%	0,17%	34,29%	-0,31%	30,84%
Okt. 07	0,29%	65,61%	0,17%	34,52%	0,12%	31,10%
Nov. 07	-1,09%	63,82%	0,17%	34,75%	-1,26%	29,07%
Dec. 07	0,66%	64,89%	0,17%	34,97%	0,49%	29,92%

Vir: Podatki o poslovanju KVPS v številkah, [Kapitalska družba d.d.], 2008.

Iz zgornje tabele lahko vidimo, da dejanska donosnost kumulativno kar za 29,07% presega zajamčeno, vendar če pogledamo samo leto 2007, jo presega le za 0,49%, tako da lahko rečemo, da je KVPS v letu 2007 posloval precej slabše. Primerjava med dejansko in zajamčeno donosnostjo je lepo vidna tudi na spodnjem grafikonu.

²¹ Zajamčene donosnosti so podane z mesečnim zamikom (npr. aprila je podana za mesec marec).

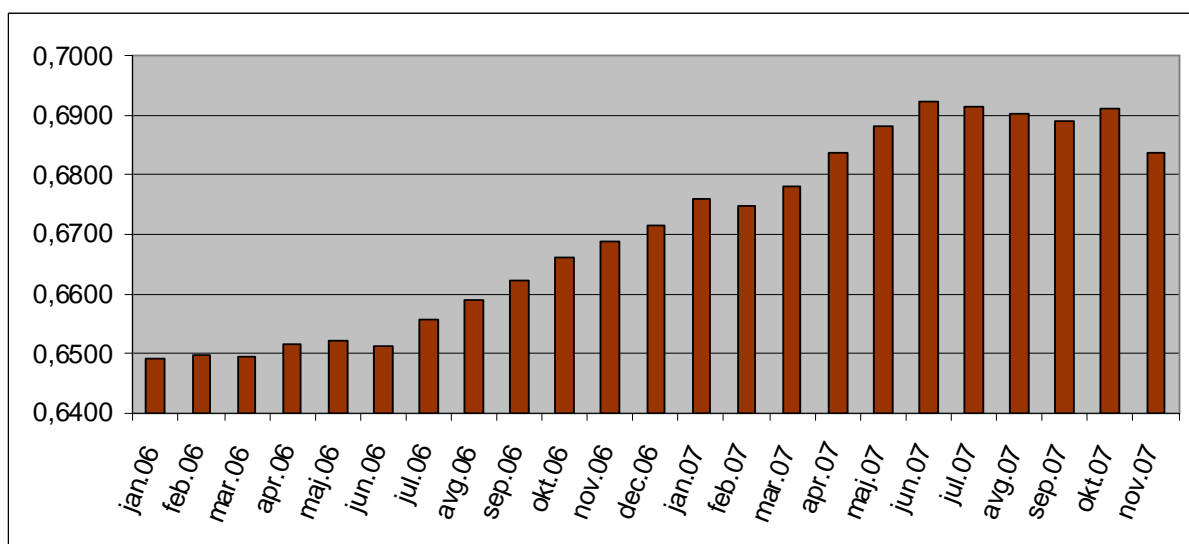
Slika 3: Grafični prikaz razlike med dejansko in zajamčeno donosnostjo KVPS, 2007



Vir: Podatki o poslovanju KVPS v številkah, [Kapitalska družba d.d.], 2008.

Na spodnjem grafikonu je razvidno, kako je rasla vrednost enote premoženja v letu 2006 in 2007 – iz 0,65€ se je povzpela na 0,69€, kar predstavlja 6% rast, kljub večjemu padcu vrednosti VEP v mesecu novembru.

Slika 4: Grafični prikaz naraščanja VEP KVPS (VEP v EUR) – 1.1.2006-31.12.2007



Vir: Podatki o poslovanju KVPS v številkah, [Kapitalska družba d.d.], 2008.

Upravljanje s tveganji

Upravljanje tveganj je pri izvrševanju aktivnosti za doseganje ciljev Kapitalske družbe, d. d., ključnega pomena. Uporaba standardnih metodologij upravljanja tveganj omogoča kakovostno ocenjevanje vseh vrst tveganj, pravočasno odzivanje in zmanjševanje izpostavljenosti tveganjem. Kapitalska družba, d. d., v prvi vrsti upošteva zakonske predpise, področje upravljanja tveganj pa postopoma ureja tudi z internimi akti.

Kot najpomembnejše vrste tveganj pri svojem poslovanju je Kapitalska družba, d. d., opredelila kreditno tveganje, tržna tveganja, likvidnostno in operativno tveganje. V letu 2007 je družba nadaljevala z aktivnostmi za uporabo izvedenih finančnih instrumentov za potrebe varovanja pred tveganji. V prihodnjih letih pa planira z namenom dolgoročnega izboljšanja upravljanja premoženja še naprej razvijati in nadgrajevati celoten sistem upravljanja tveganj. Najpomembnejši elementi na tem področju so projekt uvajanja informacijske podpore za portfeljski način upravljanja premoženja, uvajanje/razvoj sistema limitov ter optimizacija procesa upravljanja s tveganji (Letno poročilo za leto 2007, Kapitalska družba d.d., 2008, str. 39).

4.1.2 Vzajemni pokojninski sklad Leon 2

Ustanovitelj in upravljavec odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon 2 (v nadaljevanju OVPS LEON 2) je Generali Zavarovalnica d.d.. Sklad je bil ustanovljen aprila 2001, poslovati pa je začel maja 2001. V OVPS Leon 2 se posameznik lahko vključi individualno na podlagi pokojninskega načrta individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ali prek svojega delodajalca, ki v celoti ali delno financira pokojninski načrt za svoje zaposlene na podlagi pokojninskega načrta kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Naložbena politika OVPS Leon 2

Ključni cilj OVPS Leon 2 je z razpršenostjo naložb in strokovnim upravljanjem, ter ob upoštevanju zakonitosti trga vrednostnih papirjev, doseči stabilno nalaganje sredstev, ki dolgoročno prinašajo konstantne donose ob nizki stopnji tveganja. Sklad svojim članom zagotavlja donosnost v višini 60% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Premoženje OVPS LEON 2 je ločeno od premoženja upravljavca-GENERALI Zavarovalnice d.d. Vse kupljene vrednostne papirje vodijo na posebnih ločenih računih vrednostnih papirjev in so strogo ločeni od naložb upravljavca. Vrednostne papirje domačih izdajateljev vodijo na posebnem skrbniškem računu pri Centralni klirinško depotni družbi (KDD), medtem ko vrednostne papirje tujih izdajateljev vodijo na posebnem računu pri depozitarju v tujini (Pravila odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon, 2007, str. 3).

Upravljavec OVPS LEON 2 se obvezuje, da bo naložbeno politiko usklajeval z veljavno zakonodajo – pri oblikovanju naložbene politike bo upošteval omejitve in razpršitve

posameznih naložb ter omejitve na posameznega izdajatelja (Pravila odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon, 2007, str. 4):

- Vrednostni papirji z zajamčenim donosom, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, Banka Slovenije, država podpisnica Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru (EEA), država članica OECD ali mednarodna finančna organizacija oziroma za katere jamči ena od teh oseb brez omejitev. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 100% vrednosti premoženja sklada in do 100% vrednosti premoženja sklada na posameznega izdajatelja.
- Obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v RS, državi EEA oziroma državi članici OECD. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 80% vrednosti premoženja sklada in do 5% vrednosti premoženja sklada na posameznega izdajatelja.
- Obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v RS, državi EEA oziroma državi članici OECD. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 10% vrednosti premoženja sklada in do 1% vrednosti premoženja sklada na posameznega izdajatelja.
- Delnice in drugi lastniški vrednostni papirji s spremenljivim donosom, s katerimi se trguje na organiziranem trgu v RS, državi EEA oziroma državi članici OECD. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 30% vrednosti premoženja sklada in do 5% vrednosti premoženja sklada na posameznega izdajatelja.
- Delnice in drugi lastniški vrednostni papirji s spremenljivim donosom, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu v RS, če je njihov izdajatelj pravna oseba s sedežem v RS, državi EEA oziroma državi članici OECD, in če so izdane kot vrednostni papir. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 5% vrednosti premoženja sklada in do 1% vrednosti premoženja sklada na posameznega izdajatelja.
- Investicijski kuponi vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe, ter morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zajamčen donos. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 40% vrednosti premoženja sklada in do 5% vrednosti premoženja sklada na posameznega investicijski sklad.
- Nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičninah. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 30% vrednosti premoženja sklada in do 10% vrednosti premoženja sklada v posamezno premoženje.
- Naložbe v depozite pri banki s sedežem v RS, državi EEA oziroma državi članici OECD. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 30% vrednosti premoženja sklada in do 10% vrednosti premoženja sklada pri posamezni banki
- Gotovina v blagajni oziroma na denarnem računu. Tovrstne naložbe lahko predstavljajo do 3% vrednosti premoženja sklada.

Struktura naložbenega portfelja OVPS Leon 2 se spreminja tudi glede na situacijo na različnih trgih (delniškem trgu, trgu obveznic, trgu depozitov in nepremičnin) ter na ekonomsko in politično situacijo držav, v katerih se nahajajo naložbe OVPS Leon 2. Omenjenim situacijam se sklad prilagaja z namenom zagotavljanja čim večjega donosa ob upoštevanju načela varnosti, likvidnosti in solventnosti.

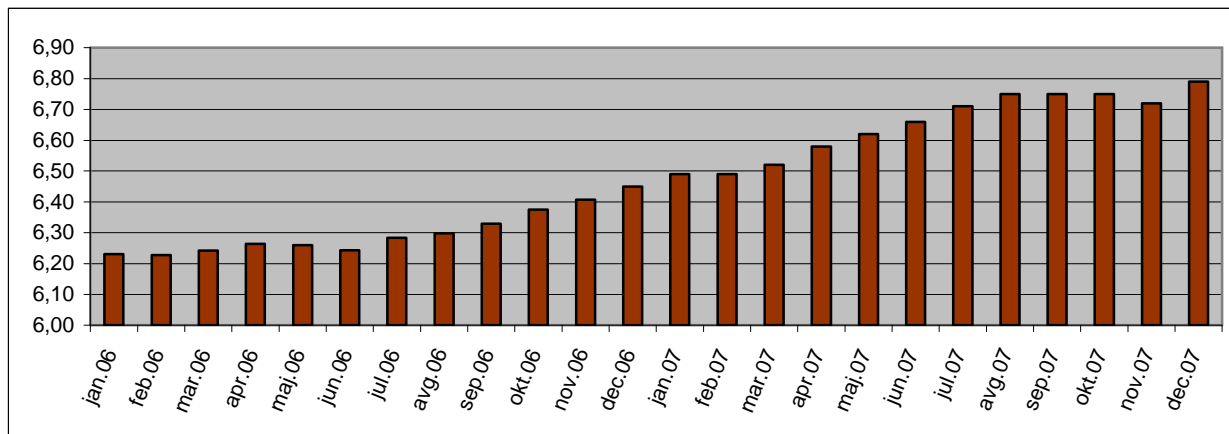
Tabela 6: Dejanska 3-mesečna, 6-mesečna in 12-mesečna donosnost OVPS LEON 2

Mesec	VEP (EUR)	Donosnost		
		3-mesečna	6-mesečna	12-mesečna
Jan. 07	6,49	1,83%	3,31%	4,19%
Feb. 07	6,49	1,26%	3,01%	4,18%
Mar. 07	6,52	1,19%	3,05%	4,49%
Apr. 07	6,58	1,41%	3,27%	5,10%
Maj. 07	6,62	1,96%	3,25%	5,69%
Jun. 07	6,66	2,14%	3,37%	6,72%
Jul. 07	6,71	1,90%	3,34%	6,77%
Avg. 07	6,75	2,03%	4,04%	7,18%
Sep. 07	6,75	1,30%	3,47%	6,63%
Okt. 07	6,75	0,67%	2,59%	5,95%
Nov. 07	6,72	-0,41%	1,62%	4,93%
Dec. 07	6,79	0,57%	1,88%	5,30%

Vir: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si], 2008.

Iz spodnjega grafikona vidimo, da je VEP lepo rasla tekom zadnjih 2. let, nekoliko bolj očiten padec (0,44%) je le v mesecu novembru, ki pa je bil za vse vlagatelje na slovenskem kapitalskem trgu slab, saj so ga zaznamovali padci cen vrednostnih papirjev. Če pogledamo samo slovenski borzni indeks SBI20, je vrednost le-tega v mesecu novembru padla za 5,64%.

Slika 5: Grafični prikaz naraščanja VEP OVPS LEON 2 (VEP v EUR) – 1.1.2006-31.12.2007



Vir: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si], 2008.

Stroški upravljanja OVPS Leon 2

Upravljavec je upravičen do povračila vstopnih in izstopnih stroškov, kakor tudi do provizije za upravljanje OVPS Leon 2. Vstopni stroški se obračunavajo v odstotku od vplačane premije in znašajo največ 3%. Izstopni stroški se obračunavajo v odstotku od odkupne vrednosti in znašajo največ 1%. Provizija za upravljanje se od 01.01.2007 obračunava v višini največ 1,15% od povprečne letne čiste vrednosti sredstev OVPS Leon 2 in je sestavljena iz fiksne provizije v višini 0,75 odstotne točke in variabilnega dela v višini največ do 0,4 odstotne točke. Upravljavec določi za vsako posamezno leto višino variabilnega dela za upravljanje. Pri tem je glavno merilo dosežen donos članov v preteklem letu na čisto premijo (Pravila odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon, 2007, str. 2).

4.1.3 Vzajemni pokojninski sklad Banke Koper

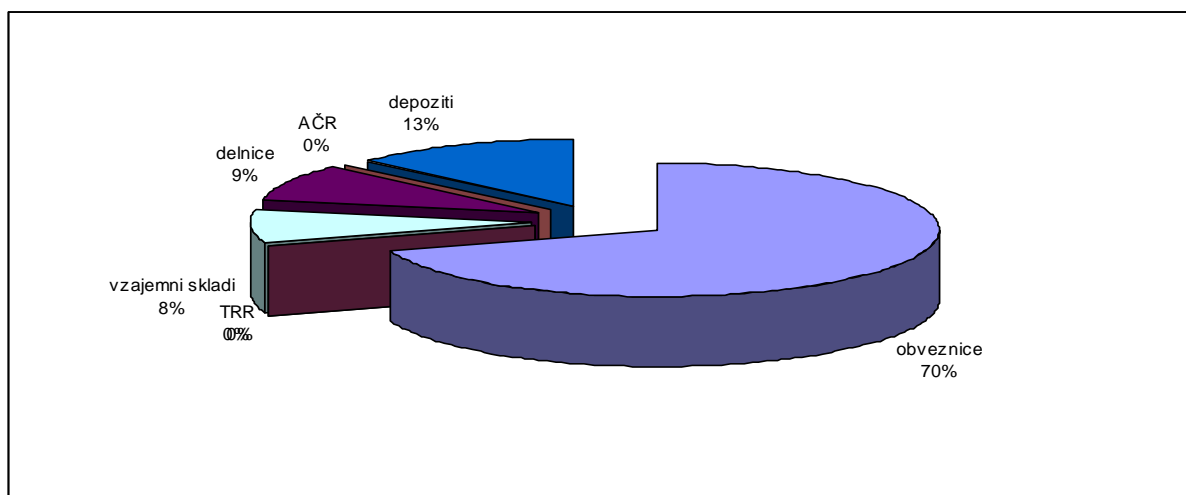
Vzajemni pokojninski sklad Banke Koper je bil ustanovljen junija 2001, poslovati pa je začel julija 2001. Upravljavec sklada je Banka Koper d.d., ki tudi jamči za donos. Sklad zagotavlja svojim članom donosnost v višini 50% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. V primeru, da sklad presega zajamčeni donos, je slednji v celoti last članov. Banka Koper d.d kot upravljavec ni upravičena do udeležbe pri dobičku. Sklad je namenjen tako kolektivnemu kot individualnemu dodatnemu pokojninskemu zavarovanju. Poslovanje sklada je zelo pregledno, saj je njegovo premoženje ločeno od premoženja Banke Koper d.d. in je v lasti članov sklada.

Naložbena politika VPS Banke Koper

Banka bo usmerjala naložbe sklada tako, da bodo ustrezno sektorsko, regionalno in individualno razpršene in ne bodo presegale zakonskih omejitev glede vrste dovoljenih naložb in obsega sredstev, naloženih v posamezne oblike naložb. Naložbena politika predvideva, da mora sklad 75% sredstev sklada naložiti v naložbe s fiksnim donosom, to so dolžniški vrednostni papirji izbrane bonitete, depoziti, kuponi in delnice vzajemnih in investicijskih družb. Pri oblikovanju naložbene politike bo sklad upošteval naslednje omejitve (Izjava o naložbeni politiki OVPS Banke Koper d.d., 2008, str. 6):

- Najmanj 50% sredstev sklada v dolžniške vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev iz držav Evropske unije in OECD
- Največ 30% sredstev sklada v depozite pri prvovrstnih domačih in tujih bankah
- Največ 40% v lastniške vrednostne papirje, od katerih bo 75% kuponov in delnic vzajemnih in investicijskih družb, ki imajo predvideno najmanj polovico svojih naložb v vrednostnih papirjih s fiksnim donosom
- Največ 10% sredstev sklada v zemljišča in stavbe ter stvarne pravice

Slika 6: Struktura naložb pokojninskega sklada glede na vrsto naložb, na dan 31.12.2006



Vir: Izjava o naložbeni politiki odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Banke Koper d.d., 2008, str. 6

Iz zgornjega grafikona vidimo, da ima sklad res večino sredstev naloženih v naložbah s fiksnim donosom. Če bi sklad prerazporedil del svojih naložb v lastniške vrednostne papirje (npr. nakup delnic finančno stabilnih domačih podjetij), bi svojo donosnost lahko še povečal.

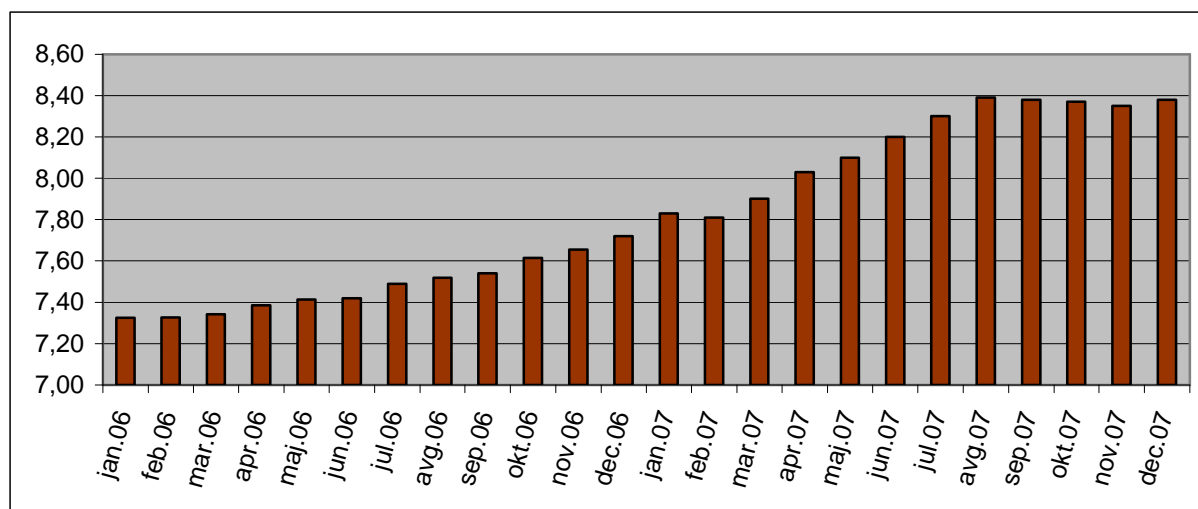
Tabela 7: Dejanska 3-mesečna, 6-mesečna in 12-mesečna donosnost OVPS Banka Koper

Mesec	VEP (EUR)	Donosnost		
		3-mesečna	6-mesečna	12-mesečna
Jan. 07	7,83	2,87%	4,57%	6,92%
Feb. 07	7,81	2,04%	3,87%	6,59%
Mar. 07	7,90	2,28%	4,72%	7,55%
Apr. 07	8,03	2,55%	5,50%	8,76%
Maj. 07	8,10	3,76%	5,88%	9,30%
Jun. 07	8,20	3,90%	6,27%	10,56%
Jul. 07	8,30	3,35%	5,99%	10,84%
Avg. 07	8,39	3,52%	7,42%	11,58%
Sep. 07	8,38	2,17%	6,15%	11,15%
Okt. 07	8,37	0,88%	4,26%	10,00%
Nov. 07	8,35	-0,47%	3,04%	9,10%
Dec. 07	8,38	0,01%	2,17%	8,58%

Vir: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si], 2008.

VEP je v zadnjih dveh letih zrasla iz 7,33€ na 8,38€, kar je kar za 12,53 odstotkov in kaže na uspešno upravljanje s sredstvi sklada. Rast VEP se lepo vidi iz spodnjega grafikona. Tako kot pri ostalih pokojninskih skladih se tudi pri OVPS Banke Koper v mesecu novembru pojavi negativna donosnost. V letu 2007 je povprečni donos znašal 8,58.

Slika 7: Grafični prikaz naraščanja VEP OVPS Banka Koper (VEP v EUR) – 1.1.2006-31.12.2007



Vir: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si], 2008.

Tabela 8: Nekateri kazalci poslovanja OVPS Banke Koper konec 2007 v primerjavi s stanjem konec leta 2006.

	31.12.2006	31.12.2007	Indeks rasti
Število zavarovancev	5.155	5.496	1,066
Kolektivni pristop	4.625	4.919	1,063
Individualni pristop	490	577	1,177
Bilančna vsota	16 mio €	21 mio €	1,331
Število podjetij ²²	93	101	1,086
Št. enot premoženja v obtoku	2.023.098	2.491.070	1,231
Vrednost enote premoženja	7,72 €	8,38 €	1,085

Vir 1: Odprti vzajemni pokojninski sklad Banke Koper d.d. – Letno poročilo 2007, str. 13

Vir 2: lastni izračuni.

Iz zgornje tabele se lepo vidi pozitivne indekse rasti. Zelo se je povečala predvsem bilančna vsota (kar za 1,331 indeksne točke) in število enot v obtoku, ki se je povečalo za 1,231 indeksne točke. Skladu je tudi uspelo pridobiti kar nekaj članov, ki so se odločili za individualno pokojninsko zavarovanje.

Upravljanje s tveganji

Upravljevec tveganje obvladuje z omenjeno naložbeno politiko - z ustrezno razpršenostjo naložb - pretežni del sredstev nalaga v dolžniške vrednostne papirje in druge naložbe s t.i. fiksnim donosom, pri katerih so nihanja čiste vrednosti OVPS nizka. Glede na to, da je

²² Število podjetij, ki sofinancirajo kolektivno shemo

pretežni del sredstev naložen v naložbe s fiksnim donosom, je poseben poudarek namenjen prav tveganju sprememb tečajev dolžniških vrednostnih papirjev. Dodaten element pri upravljanju in obvladovanju tveganj OVPS je velika razpršitev naložb v vrednostne papirje, s katerimi upravljavec preprečuje tveganje koncentracije naložb v določeni vrsti naložb ali trgu ob hkratni skrbni izbiri poslovnih partnerjev in sprotnemu preverjanju njihove bonitete. Pri izbiri naložb že v osnovi izbirajo zrela in velika podjetja, ki poslujejo v relativno stabilnih ekonomijah – s tem zmanjšujejo sistemsko tveganje. Z veliko geografsko in medsektorsko razpršitvijo pa dodatno znižujejo in obvladujejo nesistematična tveganja (Načrt za obvladovanje tveganj OVPS Banke Koper d.d., 2007, str. 2).

Stroški upravljanja OVPS Banke Koper

Osrednji strošek, ki bremeni sklad, je upravljavska provizija, ki je odvisna od čiste vrednosti sklada. OVPS mesečno obračuna in plača proporcionalni del letno določene višine, ki znaša 1,25% povprečne čiste letne vrednosti sredstev pokojninskega sklada. Vse ostale stroške, razen stroškov plačilnega prometa in stroškov trgovanja z vrednostnimi papirji oz. borznoposredniške provizije, ki so povezani s poslovanjem OVPS, krije Banka Koper d.d. kot upravljavec OVPS (Kolektivno pokojninsko zavarovanje Banke Koper d.d., 2008).

Vstopni stroški pri individualnem zavarovanju znašajo 4,25% pri kolektivnem dodatnem zavarovanju se o višini vstopnih stroškov odločita delodajalec in OVPS glede na število zaposlenih, ki so vključeni v kolektivno zavarovanje, višino premije, ki je plačuje delodajalec, sofinanciranje premij s strani delavcev ter način in dinamiko plačevanja premij. Izstopni stroški ob izrednem prenehanju znašajo 1% odkupne vrednosti enot premoženja, ob rednem prenehanju pa 0,50%. Dodatne ugodnosti imajo člani, ki so v zavarovanje vključeni več kot 150 oz. 180 mesecev (Kolektivno pokojninsko zavarovanje Banke Koper d.d., 2008).

4.1.4 AIII vzajemni pokojninski sklad Abanke

Ustanovitelj in upravitelj sklada AIII VPS je Abanka Vipava d.d. Sklad je bil ustanovljen junija 2001, poslovati pa je začel 1. januarja 2002. Izplačevalka dodatnih pokojnin je Zavarovalnica Triglav d.d.. AIII VPS zagotavlja svojim članom zajamčen donos, ki je višji od zakonsko predpisanega in sicer v višini 50% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad 1 letom, medtem ko zakon zahteva zajamčen donos v višini 40%. V kolikor dejanski donos naložb sklada ne bi dosegel zajamčenega, je nastalo razliko dolžna kriti Abanka iz svojih sredstev. Ustvarjeni dobiček AIII VPS se v celoti razdeli med člane sklada. Dolgoročni cilji poslovne politike so (Izjava o naložbeni politiki AII VPS Abanke, 2007, str. 7):

- Kvalitetno in donosno upravljanje s sredstvi Sklada;
- Stroškovno učinkovito poslovanje Sklada;
- Aktivno trženje novih članov (podjetij in individualnih zavarovancev);
- Transparentno obveščanje zavarovancev o poslovanju sklada.

Naložbena politika

Osnovno vodilo pri upravljanju sredstev Sklada je varnost, pred doseganjem donosov. Cilj naložbene politike je doseči rast naložb ob sprejetem srednjem do nizkem tveganju, ob dolgoročnih naložbah ter ob upoštevanju obveznosti pri zagotavljanju letnega donosa. Naložbe sklada so skladu z ZPIZ-1-UPB4:

- Najmanj 40% v obveznice
- Največ 30% v lastniške vrednostne papirje
- Največ 30% v vzajemne sklade z zajamčenim donosom
- Največ 30% v vzajemne sklade, ki ne dajejo zajamčenega donosa
- Največ 30% v dolžniške in lastniške vrednostne papirje z najmanj A ratingom, lahko pa tudi večji delež v tuje vrednostne papirje, če je valutno tveganje pokrito
- Največ 20% v bančne denarne depozite
- Največ 5% v domače in tuje vrednostne papirje na neorganiziranem trgu
- V druge naložbe največ 10%.

Upravljanje sredstev je pasivno, ob upoštevanju danih tržnih razmer – temelji na napovedih, kot so splošne gospodarske razmere in iskanje časovne primernosti pri naložbah v lastniške vrednostne papirje (Izjava o naložbeni politiki AII VPS Abanke, 2007 str. 7). Ob pričakovanem zvišanju obrestnih mer so dali večji poudarek kratkoročnim finančnim instrumentom, še posebej naložbam v lastniške vrednostne papirje in so konec leta dosegle 18% delež vseh naložb.

Sredstva sklada so v skladu z izbrano naložbeno politiko in se nalagajo v vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev. Naložbe niso regionalno ali panožno omejene. Pri vlaganju v domače dolžniške vrednostne papirje je poudarek na obveznicah z organiziranega trga ljubljanske borze ter bančnih in komercialnih zapisov prvovrstnih izdajateljev. Pri vlaganju v domače lastniške vrednostne papirje je večja usmerjenost k delnicam z večjo tržno kapitalizacijo in vzajemnim skladom, ki morajo po pravilih imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zajamčen donos.

Pri nalaganju v tujino večjo pozornost posvečajo državnim obveznicam, bančnim in podjetniškim obveznicam, pa tudi delnicam, zapisom z zajamčenim donosom in kratkoročnim zapisom. Večji poudarek dajejo naložbam izdajateljev, katerih bonitetna ocena agencije za ocenjevanje tveganja je investicijska ocena najmanj A. Sklad bo naložbe v vrednostne papirje omejil na tiste vrednostne papirje, ki so uvrščeni na organizirane trge članic svetovnega združenja borz (ang. World Federation of Exchanges – WFE) ali trge institucionalnih vlagateljev na območju držav članic EEA (ang. European Economic Area) ali katere od primerljivih držav OECD (ang. Organization for Economic Cooperation and Development) in organizirane trge tujih držav (Izjava o naložbeni politiki AII VPS Abanke, 2007, str. 7).

Glede na to, da se v letu 2008 pričakuje trend zniževanja inflacije, upočasnilo naj bi se tudi dvigovanje obrestnih mer, pri Abanki vidijo možnost doseganja boljših donosov v

nadaljevanju agresivnega upravljanja delniškega dela portfelja z večjim poudarkom na naložbah z višjim dividendnim donosom.

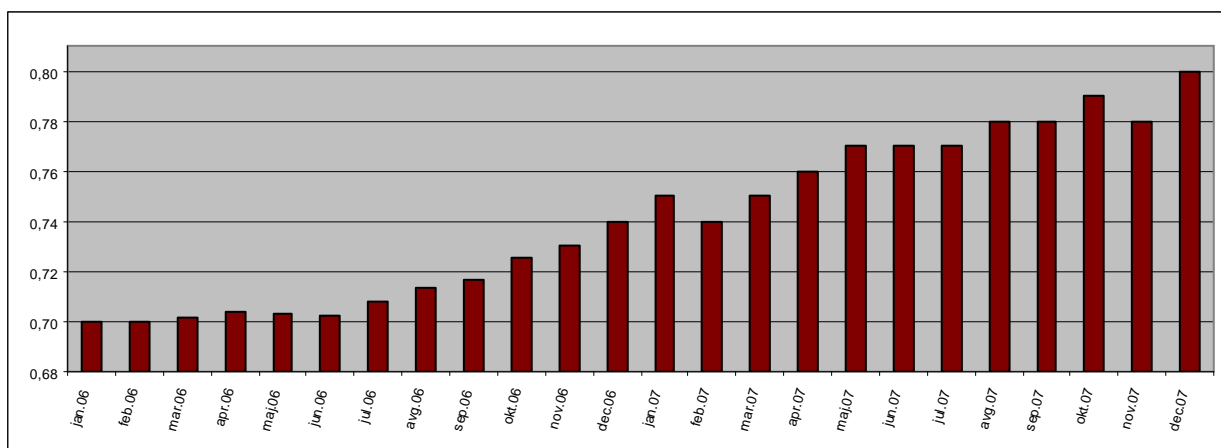
Tabela 9: Dejanska 3-mesečna, 6-mesečna in 12-mesečna donosnost AIII VPS Abanke

Mesec	VEP (EUR)	Donosnost		
		3-mesečna	6-mesečna	12-mesečna
Jan. 07	0,75	2,81%	5,38%	6,53%
Feb. 07	0,74	1,94%	4,38%	6,37%
Mar. 07	0,75	1,76%	4,87%	7,19%
Apr. 07	0,76	2,15%	5,02%	8,27%
Maj. 07	0,77	3,14%	5,15%	9,22%
Jun. 07	0,77	2,55%	4,36%	9,77%
Jul. 07	0,77	1,71%	3,90%	9,50%
Avg. 07	0,78	1,45%	4,64%	9,22%
Sep. 07	0,78	1,56%	4,15%	9,22%
Okt. 07	0,79	1,62%	3,36%	8,55%
Nov. 07	0,78	0,51%	1,97%	7,22%
Dec. 07	0,80	2,60%	4,20%	8,74%

Vir: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si], 2008.

Vrednost enote premoženja AIII VPS Abanke je v zadnjih dveh letih zrasla iz 0.70€ na 0.80€, kar predstavlja kar 12,50 odstotkov. AIII je edini izmed opisanih skladov, ki mu je uspelo ohraniti pozitivno donosnost tudi v mesecu novembru, kljub temu da je VEP nekoliko padla. Donosnost sklada AIII VPS v letu 2007 je znašala 8,74%.

Slika 8: Grafični prikaz naraščanja VEP AII VPS Abanke (VEP v EUR) – 1.1.2006-31.12.2007



Vir: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si], 2008.

Pri oblikovanju naložbene politike v večji meri upoštevajo tudi tveganje spremenljivosti obrestne mere, inflacijsko tveganje, tveganje spremenljivosti tečajev, tržno tveganje naložb in tveganje nedoseganja zajamčene donosnosti.

Upravljanje s tveganji

Pri upravljanju s tveganji upravljavec ne uporablja posebnih instrumentov za varovanje pred tveganji, kot so termenske ali opcijske pogodbe, temveč koncepte »Moderne portfolio teorije«. Uporaba takih konceptov oz. tehnik in orodij ne povzroča odmika od naložbenih ciljev sklada in ga tako ne izpostavlja večjim dodatnim tveganjem. Tržno tveganje sklad obvladuje tako, da sredstva nalaga v delnice velikih in uveljavljenih podjetij (lokalno in globalno), katerih delnice sestavljajo domače in svetovno uveljavljene indekse, ki ponazarjajo gibanje ekonomije in kapitalskih trgov²³. Glede na to, da naložbe v delnice ne bodo predstavljale občutnejšega deleža naložb, ocenjujejo naložbeno tveganje kot nizko. Kreditnemu tveganju oz. tveganju neizplačila obveznosti se upravljavec izogne tako, da bo najmanj 40% sredstev sklada usmeril v obveznice, katerih izdajatelj je Republika Slovenija ali Banka Slovenije ali v naložbe tujih izdajateljev, katerih bonitetna ocena je najmanj A in katerih vrednostni papirji po lastnostih in tržnosti ustrezajo vrednostnim papirjem z dospelostjo nad enim letom, katerih izdajatelj je Republika Slovenija. Glede na to, da sklad vlaga del svojih sredstev v dolžniške vrednostne papirje je izpostavljen tudi obrestnemu tveganju oz. spreminjanju cen dolžniških vrednostnih papirjev. Upravljavec bo to tveganje uravnaval in zmanjševal z ročnostjo in povprečnim trajanjem dolžniškega dela portfelja. Glede na to, da pretežni del sredstev Sklada predstavljajo naložbe v dolžniške vrednostne papirje, ocenjujejo obrestno tveganje kot srednje visoko (Izjava o naložbeni politiki AII VPS Abanke, 2007, str. 9).

Stroški upravljanja

Provizija upravljanja znaša največ 1,3 odstotka povprečne letne čiste vrednosti sklada. Vstopni stroški znašajo 3,50% in se v 11. letu članstva znižajo na 3,00%. Izstopni stroški v primeru izrednega prenehanja znašajo 1,00% odkupne vrednosti enot premoženja na dan prenehanja zavarovanja. V primeru rednega prenehanja delovanja upravljavec ne obračuna izstopnih stroškov.

4.1.5 Vzajemni pokojninski sklad Delta

Ustanovitelj in upravitelj VPS Delta je Probanka d.d. Gre za odprti vzajemni pokojninski sklad, ki je bil ustanovljen oktobra 2001, poslovati pa je začel decembra 2001. Probanka d.d. jamči minimalni donos v višini 60% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Probanka d.d. ima za upravljanje pokojninskih skladov organiziran samostojen Oddelek upravljanja pokojninskih skladov.

²³ Daje tudi možnost za bolj pregledno spremljanje posameznega podjetja in s tem zmanjšuje tveganje glede nedostopnosti podatkov in informacij, ki so potrebne za utemeljeno oceno potenciala posamezne delnice.

Naložbena politika

Naložbeni cilj VPS Delta je zagotavljanje dolgoročne rasti vrednosti sredstev ob majhnem tveganju, zlasti v daljšem časovnem obdobju. Tako je tudi njihova naložbena politika uravnotežena, usmerjena v izbiro naložb po načelih varnosti (prednostno), donosnosti in likvidnosti, za kar upravljaavec skrbi s primerno razpršitvijo premoženja. V večji meri upravljaavec nalaga sredstva sklada v državne vrednostne papirje z rokom dospelosti nad enim letom. Struktura naložbene politike je sledeča (Izjava o naložbeni politiki, Delta vzajemni pokojninski sklad, 2007, str. 6):

- Najmanj 60% premoženja sklada je v vrednostnih papirjih s fiksnim donosom; naložbe v investicijske kupone vzajemnih skladov predstavljajo največ 40% premoženja sklada; v dolžniških vrednostnih papirjih je najmanj 60% obveznic z boniteto, kot jo ima Republika Slovenija, in najmanj 40% obveznic z nižjo boniteto;
- Naložbe v vrednostne papirje z variabilnim donosom predstavljajo največ 30% premoženja sklada (delnice, investicijski kuponi vzajemnih skladov oz. delnice investicijskih družb, ki morajo imeti po pravilih več kot polovico naložb v vrednostih papirjih, ki ne dajejo zajamčenega donosa);
- Naložbe v bančne denarne depozite bodo znašale največ 30% premoženja sklada;
- Druge naložbe (naložbe v terjatve iz naslova posojil, naložbe v nepremičnine in stvarne pravice, naložbe v obliki gotovine na vpoglednih računih in podobno) skupno ne bodo presegle 30% premoženja sklada.

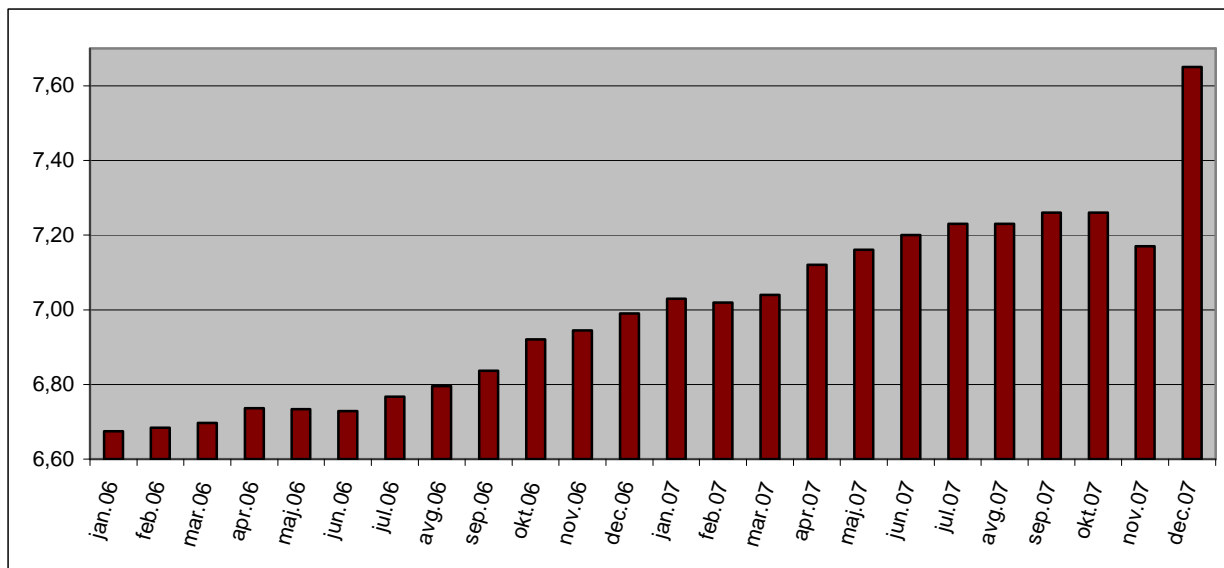
Tabela 10: Dejanska 3-mesečna, 6-mesečna in 12-mesečna donosnost VPS Delta

Mesec	VEP (EUR)	Donosnost		
		3-mesečna	6-mesečna	12-mesečna
Jan. 07	7,03	1,63%	3,94%	5,39%
Feb. 07	7,02	1,02%	3,24%	4,96%
Mar. 07	7,04	0,72%	3,01%	5,16%
Apr. 07	7,12	1,20%	2,85%	5,68%
Maj. 07	7,16	2,06%	3,10%	6,33%
Jun. 07	7,20	2,28%	3,02%	7,05%
Jul. 07	7,23	1,62%	2,83%	6,89%
Avg. 07	7,23	0,97%	3,05%	6,39%
Sep. 07	7,26	0,73%	3,03%	6,13%
Okt. 07	7,26	0,35%	1,97%	4,88%
Nov. 07	7,17	-0,85%	0,12%	3,22%
Dec. 07	7,65	5,47%	6,24%	9,45%

Vir: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si], 2008.

Vrednost enote premoženja VPS Delta je na 01.01.2006 znašala 6,67€ na dan 31.12.2007 pa 7,65€, kar predstavlja kar 12,80 odstotno rast. Izrazit porast enote premoženja pa je prav v mesecu decembru, kar se lepo vidi iz spodnjega grafikona.

Slika 9: Grafični prikaz naraščanja VEP VPS Delta (VEP v EUR) – 1.1.2006-31.12.2007



Vir: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si], 2008.

V spodnji tabeli je prikazanih 10 največjih naložb VPS Delta konec leta 2006. Vidimo lahko, da sklad vlaga predvsem v državne dolžniške vrednostne papirje. Med večjimi naložbami v lastniške vrednostne papirje se pojavijo delnice Krke d.d. s 4,11 odstotki.

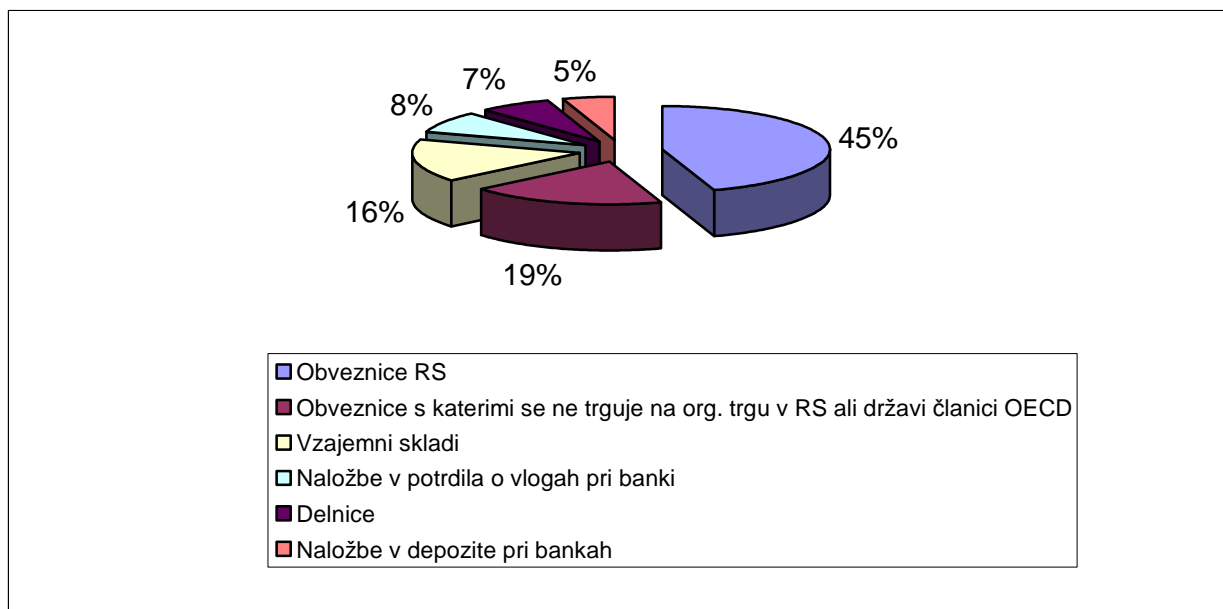
Tabela 11: 10 največjih naložb VPS Delta na dan 31.12.2006

1	RS62 - obveznica Republike Slovenije	11,26%
2	CD – Poštna banka – depozit	7,93%
3	Probanka DZU Gama – obvezniški sklad	7,87%
4	RS54 - obveznica Republike Slovenije	5,86%
5	RS61 - obveznica Republike Slovenije	5,55%
6	BETV - Probanka DZU Beta – delniški sklad	4,97%
7	RS59 - obveznica Republike Slovenije	4,51%
8	DZ37 – Zakladna menica Republike Slovenije	4,31%
9	KRKG – Krka d.d.	4,11%
10	KDH1 – Obveznica KD Holding d.d.	3,57%

Vir: Izjava o naložbeni politiki – Delta vzajemni pokojninski sklad, 2007, str. 12

V spodnjem grafikonu je nazornejše prikazano razmerje med sredstvi vloženimi v državne lastniške vrednostne papirje in sredstvi vloženimi v delnice, vzajemnimi skladi in naložbami v depozite pri bankah. Tako kot pri drugih skladih je tudi pri VPS Delta večina sredstev naloženih v naložbe s fiksnim donosom.

Slika 10: Struktura naložb VPS Delta na dan 31.12.2006



Vir: Izjava o naložbeni politiki – Delta vzajemni pokojninski sklad, 2007, str. 12

Upravljavca za namene varovanja pred tveganji ne uporablja posebnih tehnik in orodij, ki bi se nanašale na posamezne vrste naložb. Upravljavca premoženje upravlja tako, da bo razpršil naložbe in s tem zmanjšal tveganje (Izjava o naložbeni politiki – Delta vzajemni pokojninski sklad, 2007, str. 9)

Stroški upravljanja VPS Delta

Upravljavška provizija znaša 1,5% in se obračuna od vrednosti sredstev sklada in ne neposredno iz vplačane premije posameznika. Vstopni stroški znašajo 3% od vplačane premije, izstopni pa 0% ob rednem prenehanju oz. 1% ob izrednem prenehanju.

4.2 PREGLED DONOSNOSTI SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADOV

Donosnost sklada (izražena v odstotku) je razlika med vrednostjo obračunske enote na zadnji delovni dan tekočega meseca in vrednostjo te enote na zadnji delovni dan pred 12 meseci (ZPIZ-1 UPB-4 ,2006, 322.člen), to je dejanski donos sklada. Glede na to, da imajo pokojninski skladi precej omejeno strukturo naložb, ki jo določa Zakon o zavarovalništvu, to tudi pomeni, da so donosnosti pokojninskih skladov medsebojno primerljive. Ne moremo pa primerjati donosnosti pokojninskih skladov z donosnostjo pokojninskih družb in zavarovalnic. Razlog je v tem, da morajo vzajemni pokojninski skladi dolžniške vrednostne papirje (kamor

imajo naloženih večino sredstev) vrednotiti po pošteni vrednosti²⁴, medtem ko morajo zavarovalnice in pokojninske družbe, del dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih nameravajo imeti v posesti do dospelosti, vrednotiti po odplačani vrednosti.

Tabela 12: Osnovni kazalci pokojninskih skladov (stanje na dan 31.12.2007)

	3-mes. donosnost (okt.- dec. 2007)	12-mes. donosnost (dec.2006- dec.2007)	Skupno število zavarovancev	Upravljavska provizija
KVPS	-0,15%	2,47%	33.492	1,30%
OVPS Leon 2	0,57%	5,30%	4.537	1,00%
VPS Banke Koper	0.01%	8,58%	5.387	1,25%
AIII VPS Abanke	2,60%	8,74%	2.603	1,30%
VPS Delta	5,47%	9,45%	3.632	1,50%

Vir 1: Modic, T. (2007, 27. november). Pokojninski skladi oktobra v večini zeleni

Vir 2: Arhiv vrednosti pokojninskih skladov (Finance.si), 2008

Za primerjavo donosnosti sem si izbrala 3- in 12-mesečno obdobje, saj se mi zdi ta doba najbolj objektivna za primerjavo. V zadnjem 3-mesečju preteklega leta je najvišje donosnost dosegel VPS Delta z 5,47 odstotki, omenjeni sklad je največjo donosnost dosegel tudi v lanskem letu, gledanem kot celota. Drugo najvišjo 3-mesečno donosnost ima sklad AIII VPS Abanke z 2,60 odstotki, sledijo pa mu OVPS Leon 2 – 0,57 odstotki, VPS Banke Koper z 0,01 odstotki in kot zadnji KVPS, ki pa je imel donosnost celo negativno. Če primerjamo letno donosnost, je situacija podobna, le VPS Banke Koper ima z 8,58 odstotki višjo donosnost od OVPS Leon 2, ki pa je bil bolj uspešen v zadnjem 3-mesečju.

Zanimivo je, da imajo prav najbolj donosni skladi najnižje število zavarovancev. Če pogledamo VPS Delta, ki je imel v letu 2007 kar za 6,98 odstotkov boljšo donosnost od KVPS, vendar pa le-ta po številu zavarovancev skoraj za 90 odstotkov presega VPS Delta²⁵. Še manjše število zavarovancev pa ima AIII VPS Abanke, ki je v letu 2007 dosegel drugo najvišjo donosnost z 8,74 odstotki.

Na splošno gledano so donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov nizke, med seboj pa se zaradi omejene strukture naložb ne razlikujejo bistveno. Zaradi tega so se pojavile težnje po odpravi zajamčene stopnje donosnosti, ki je pglavitni razlog za tako omejeno strukturo naložb. Pojavljajo se predlogi, da bi pri kolektivnih zavarovanjih zajamčena stopnja donosa ostala, saj bi bilo težko izvedljivo, da bi vsak delavec soodločal o tveganosti naložb. Pri individualnih zavarovanjih pa bi se odpravila oz. bi zavarovanec o tem sam odločal. Ena izmed rešitev bi bila, da bi imel osnovni sklad še podsklade, ki bi imeli različne naložbene

²⁴ Posamezna naložba je v izkazih vrednotena po ceni, po kateri bi vrednostni papir lahko prodali na trgu.

²⁵ Dejstvo je, da je v KVPS dodatno zavarovana skoraj celotna javna uprava.

politike, tako bi se npr. mlajši lahko odločili za bolj tvegane naložbene politike, starejši pa za bolj konzervativne.

Problem pokojninskih skladov je tudi, da so povprečne vplačane premije prenizke. Po besedah Helene Bešter (Povprečna premija je več kot dvakrat prenizka, Finance.si, 2007) je povprečna premija dodatnega pokojninskega zavarovanja 30 evrov, primerna premije pa naj bi bila 76 evrov. Pokojninski skladi si vse bolj prizadevajo, da bi se več ljudi odločilo za individualno zavarovanje, kljub temu da že imajo urejeno kolektivno zavarovanje, saj so premije delodajalcev prenizke. Individualnih zavarovanj je v Sloveniji manj kot 10 odstotkov, kar je razlog, da upravljavci pokojninskih skladov vse bolj apelirajo na individualne trge. Predpogoj za privlačnejše individualno zavarovanje pa so prav zagotovo privlačnejše davčne olajšave, za katere si nekateri prizadevajo, da bi bile navzgor celo neomejene (danes so omejene na višini 2.300 evrov letno).

SKLEP

V Sloveniji je bilo konec minulega leta že več kot 460 tisoč prebivalcev vključenih v sistem dodatnega pokojninskega zavarovanja. Podatek, da ima kar 90 odstotkov zavarovancev sklenjenih kolektivno pogodbo, kaže na dejstvo, da se predvsem slovenski delodajalci dobro zavedajo problematike vse nižjih pokojnin v prihodnosti, medtem ko je ozaveščenost med posamezniki še relativno nizka. Donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov so v primerjavi z drugimi oblikami naložb nizke in postajajo vse manj privlačne za zavarovance. Zato lahko v prihodnjih letih pričakujemo korenite spremembe na področju dodatnih pokojninskih zavarovanj.

Upravljavci vzajemnih pokojninskih skladov so postavljeni pred težko nalogo, saj je nemogoče učinkovito in donosno upravljati s sredstvi sklada in se hkrati izogibati vsem tveganjem. Ena izmed rešitev je, da bi se odpravila zajamčena stopnja donosnosti oz. da bi bila slednja izbira vsakega posameznega vlagatelja. To bi spremenilo investicijsko politiko pokojninskih skladov, naložbe bi bile usmerjene v bolj tvegane in donosnejše vrednostne papirje. Takim naložbam je naklonjena predvsem mlajša populacija, zato bi pokojninski skladi lahko oblikovali posamezne podsklade, ki bi bili prilagojeni prav njim. Na drugi strani pa so starejši naklonjeni bolj varnim naložbam, torej bi za njih lahko bili oblikovani skladi, ki bi bili, tako kot do sedaj, omejeni z zajamčeno donosnostjo. Dejstvo je, da se upravljavci pokojninskih skladov srečujejo z veliko interesnimi skupinami, zato morajo vsaki izmed njih posvetiti posebno pozornost.

Še eden izmed problemov, s katerimi se soočajo upravljavci pokojninskih skladov, je tudi prenizka vplačana premija. Za mnoge zavarovance je premija, ki jim jo plača podjetje, edina oblika pokojninskega varčevanja, kar pa v večini primerov znaša manj kot 30 evrov. Pokojninski skladi bi morali svoje zavarovance vsaj enkrat letno obveščati, koliko bi ob dosedanjih povprečnih donosih informativno znašala njihova mesečna premija ob njihovi

upokojitvi. Menim, da bi to marsikoga prepričalo oz. prisililo, da bi se v večji meri odrekel sedanji potrošnji in večji delež namenil varčevanju za starost.

Glede na prihodnost, ki nas čaka, je dejstvo, da je in bo upravljanje pokojninskih skladov velik in težak posel. Eden izmed predpogojev za uspešno poslovanje pa so prav zagotovo sposobni, talentirani in visoko izobraženi izvajalci, ki morajo dobro razumeti spreminjajoč in razvijajoč finančni trgi. Lahko bi rekli, da mora upravljavec zaokroževati sposobnosti ekonomista, managerja, pravnika in politika.

LITERATURA IN VIRI

1. Nidorfer, M. (2004). *Analiza vlaganja slovenskih vlagateljev na tuje borze vrednostnih papirjev*, (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Jazbec, S. (2006). *Gradivo za vaje za mednarodne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Klobčar, T. (2005). *Pokojninski skladi in njihova politika naložb* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Diklič, P. (2004). *Analiza slovenskih pokojninskih skladov kot institucionalnih investitorjev* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Fabozzi, F. J. (1994). *Foundations of Financial Markets and Institutions*. New Jarsey: Prentice-Hall Inc.
6. Žnidaršič Kranjc, A. (2000). *Kako prevzeti odgovornost za lastno starost*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
7. Herič, B. (2002). *Upravljanje pokojninskih skladov*, (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Cencelj, A. (2002). *Naložbena politika pokojninskih skladov*, (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. Bodie Zvi et al (1999). *Investments*. 4.izdaja. Boston : The McGraw-Hill Companys.
10. Sharpe, W. F. & Gordon A.J.(1990) *Investment*, fourth edition. New Jarsey: Prentice-Hall International.
11. Korečič T. (2005). *Kapitalska družba d.d. kot upravljalec pokojninskih skladov*, (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. Catalan, M. (2004). *Pension Founds and Corporate Governance in Developing Countries: What do We Know and What do We Need to Know?.* Najdeno 15. oktobra 2007 na spletnem naslovu <http://www.sais-jhu.edu/Faculty/catalan/WorkWebsite/PaperWBPensionCGFeb2004.pdf>.
13. Vittas, D. (2000). *Pension Reform and Capital Market Development: »Feasibility« and »Impact« Preconditions*, (policy reasrch working paper 2414). Washington : World Bank.
14. Stanovnik, T. (2004). *Javne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Kalčič, M. (1999). Obvezno in prostovoljno: nova ureditev oblik pokojninskih zavarovanj. *Denar*, Ljubljana, 9 (18), 5-12.

16. Ribnikar, I. (1999). *Monetarna ekonomija I.: Denar, finančne institucije in denarna politika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (uradno prečiščeno besedilo) (2006). *Uradni list RS* (Št. 109/2006, 23.10.2006). Najdeno 11. novembra na spletnem naslovu <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=2006109&stevilka=4646>.
18. Zakon o zavarovalništvu (ZZavar) (2000). *Uradni list RS* (Št. 13/2000, 17.02.2000). Najdeno 13. aprila na spletnem naslovu <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200013&stevilka=595>.
19. Jesih, T. (2002). *Drugi pokojninski steber*, (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Pesando, E. J. (2000). *The Containment of Bankruptcy Risk in Private Pension Plans*. Juan Yermo, ed., Private Pension System and Policy Issues No.1.B.k.: OECD.
21. Novak, A. (2002). Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. *Organizacija*, Maribor. 35 (2), (str. 303-311),
22. Kranjec, S. (2002). Obseg premij lepo rase. *Finance*. Najdeno 9. novembra na spletnem naslovu <http://anubis.finance-on.net/show.php?id=24003>.
23. Bešter, H. (2007). Povprečna premija je več kot dvakrat prenizka. *Finance*. Najdeno 21. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/183121/Povpre%EA8na%20premija%20je%20ve%EA8kot%20dvakrat%20prenizka>.
24. Klemenčič, M. & Redjko, Š. (2000). Pokojninski načrti in skladi. *Kapital*, Maribor. 10 (33), (str. 30-31).
25. Hull, J. C. (2000). *Options, Futures & Other Derivatives*, fourth edition. New Jersey: Prentice-Hall Inc.
26. Korečič T. (2005). *Kapitalska družba d.d. kot upravljavec pokojninskih skladov*, (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Modic, T. (2007, 27. november). Pokojninski skladi oktobra v večini zeleni. *Dnevnik*, str. 19
28. *Pokojninski načrt prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja AIII vzajemni pokojninski sklad Abanke za kolektivno zavarovanje* (2004). Ljubljana: AIII vzajemni pokojninski sklad Abanke. Najdeno 20. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=239>.
29. *Izjava o naložbeni politiki AIII vzajemnega pokojninskega sklada Abanke* (2007). Ljubljana: AIII vzajemni pokojninski sklad Abanke. Najdeno 20. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=239>.

30. *Izjava o naložbeni politik odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Banke Koper d.d.* (2008). Koper: OVPS Banke Koper d.d.. Najdeno 01. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.banka-koper.si/BIN/product.seam?id=06D636C0-A2C7-637B-BED7-AEF234C2840B&tid=2&cid=63266>.
31. *Načrt za obvladovanje tveganj odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Banke Koper d.d.* (2007). Koper: OVPS Banke Koper d.d.. Najdeno 15. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.banka-koper.si/BIN/product.seam?id=06D636C0-A2C7-637B-BED7-AEF234C2840B&tid=2&cid=63266>.
32. *Letno poročilo 2007, Odprti vzajemni pokojninski sklad Banke Koper d.d.* (2008), Koper: OVPS Banke Koper d.d.. Najdeno 15. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.banka-koper.si/BIN/product.seam?id=06D636C0-A2C7-637B-BED7-AEF234C2840B&tid=2&cid=63266>.
33. *Izjava o naložbeni politiki* (2007). Maribor: Delta vzajemni pokojninski sklad. Najdeno 22. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.probanka.si/probanka/priponke/Nalozbena_politika.pdf.
34. *Izjava o naložbeni politiki odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon 2* (2007). Ljubljana: Generali zavarovalnica d.d.. Najdeno 13. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.generalis.si/fileadmin/datoteke/Datoteke/Izjava_o_nalo_beni_politik_ZA_A_SNA_za_let_2008_Leon2_30_1_2008.pdf.
35. *Pravila odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon* (2007). Ljubljana: Generali zavarovalnica d.d.. Najdeno 13. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.generalis.si/fileadmin/datoteke/Datoteke/LEON2/Pravila_OVPS_LEON_2_EU_R.pdf.
36. *Izjava o naložbeni politik Kapitalskega vzajemnega pokojninskega sklada* (2007). Ljubljana: Kapitalska družba d.d. Najdeno 10. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.kapitalska-druzba.si/files/622/IoNP%20-%20KVPS.pdf>.
37. *Poslovno poročilo Kapitalska družba, Kapitalski vzajemni pokojninski sklad* (2007). Ljubljana: Kapitalska družba d.d. Najdeno 10. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.kapitalska-druzba.si/files/191/Poslovno_porocilo_KVPS_2006.pdf.
38. *Pravila Kapitalskega vzajemnega pokojninskega sklada* (2007). Ljubljana: Kapitalska družba d.d. Najdeno 11. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.kapitalska-druzba.si/files/309/Pravila_KVPS.pdf.

39. *Letno poročilo za leto 2007, Kapitalska družba d.d. (2008)*. Ljubljana: Kapitalska družba d.d. Najdeno 01. septembra 2008 na spletnem naslovu http://www.kapitalska-druzba.si/files/729/lp_kad.pdf.
40. *Kolektivno pokojninsko zavarovanje [Banka Koper d.d.]*. Najdeno 28. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.banka-koper.si/BIN/product.seam?id=06D636C0-A2C7-637B-BED7-AEF234C2840B&tid=1&cid=36125>.
- A. Sestava indeksov [Ljubljanska borza d.d.], Najdeno 24. junija 2008 na spletnem naslovu; <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1296&sid>.
- B. Arhiv vrednosti pokojninskih skladov, [Finance.si]. Najdeno 08. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/skladi.php?mode=pokvs>.
- C. Podatki o poslovanju KVPS, [Kapitalska družba d.d.]. Najdeno 15. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.kapitalska-druzba.si/o_kapitalski_druzbi/dejavnost/poslovanje_skladov/kvps