

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA DONOSNOSTI SLOVENSКИH
VZAJEMNIH POKOJNINSКИH SKLADOV**

Ljubljana, junij 2005

MAJA ŠINIGOJ

IZJAVA

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

V Ljubljani, dne 9.6.2005

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. REFORMA POKOJNINSKEGA SISTEMA V SLOVENIJI	2
2.1. DOKLADNI IN NALOŽBENI SISTEM	3
2.2. TRISTEBRNI SISTEM POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA	4
2.2.1. Prvi steber: obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje	4
2.2.2. Drugi steber: dodatno pokojninsko in invalidsko zavarovanje	4
2.2.3. Tretji steber: prostovoljno pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi osebnih varčevalnih računov	6
3. POKOJNINSKI NAČRT	6
3.1. OBLIKE IN IZVAJALCI POKOJNINSKIH NAČRTOV	9
3.2. NALOŽBENO TVEGANJE IN ZAJAMČENA DONOSNOST	10
3.3. FINANCIRANJE IN STROŠKI IZVAJALCA POKOJNINSKEGA NAČRTA TER DAVČNE OLAJŠAVE	11
3.4. NALOŽBENA POLITIKA	12
3.5. PREMOŽENJE IN DONOSNOST PREMOŽENJA POKOJNINSKEGA SKLADA	14
4. TRG SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADOV	16
4.1. VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD	16
4.2. POKOJNINSKA DRUŽBA	18
4.3. ŠTEVILO ZAVAROVANCEV IN SKUPNA VREDNOST PREMIJ V SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADIH	19
4.4. STROŠKI UPRAVLJANJA	21
4.5. DONOSNOST IN VARNOST PREMOŽENJA TER STRUKTURA NALOŽB	22
5. MERJENJE USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA PREMOŽENJA POKOJNINSKIH (IN DRUGIH) SKLADOV	24
5.1. SHARPOV KOEFICIENT	25
5.2. TREYNORJEV KOEFICIENT	26
5.3. JENSENOV KOEFICIENT	27
5.4. MERILO USPEŠNOSTI M^2	27
6. ANALIZA DONOSNOSTI SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADOV	28
6.1. PODATKI IN METODOLOGIJA	28
6.1.1. SBI20 in minimalna zajamčena donosnost pokojninskih skladov	29
6.1.2. Netvegana donosnost in izračun povprečne mesečne donosnosti	30
6.1.3. Tveganje pokojninskih skladov	30
6.2. PRIMERJAVA GIBANJA DONOSNOSTI INDEKSOV SBI20, IMZD IN PROUČEVANIH VPS TER POSAMEZNIH IN POVPREČNEGA VPS	32
6.3. ANALIZA DONOSNOSTI OB UPOŠTEVANJU TVEGANJA	33
6.3.1. Povprečna mesečna donosnost proučevanih VPS	34
6.3.2. Sharпов koeficient donosnosti proučevanih VPS	35
6.3.3. Treynorjev koeficient proučevanih VPS	37
6.3.4. Jensenov koeficient za proučevane VPS	39
6.3.5. Merilo uspešnosti M^2	40
6.4. PRIHODNOST POKOJNINSKIH SKLADOV V SLOVENIJI	42

7. SKLEP	43
LITERATURA	44
VIRI.....	46
PRILOGE.....	1

1. UVOD

Reforma pokojninskih sistemov je osrednja tema številnih diskusij, s katerimi so se in se še bodo srečevale številne evropske države. Neustrezni pokojninski sistemi, ki ob trenutnih demografskih in gospodarskih okoliščinah niso več ustrezni, narekujejo pokojninske reforme. Tudi Slovenija je morala oblikovati nov sistem pokojninskega in invalidskega zavarovanja, ki je začel veljati 1. januarja 2000. Ta sistem uvaja dolgoročne spremembe in novosti v pokojninskem zavarovanju; ena najpomembnejših novosti je uvedba prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Tako imajo vedno večjo vlogo na kapitalskih trgih pokojninski skladi, predvsem vzajemni pokojninski skladi in pokojninske družbe. Ker so pokojninski skladi namenjeni varčevanju za starost, je predpisana minimalna donosnost pokojninskega varčevanja in so tako varčevalci zavarovani.

Namen pričujočega diplomskega dela je analizirati in predstaviti stanje v slovenskih pokojninskih skladih ter oceniti njihovo donosnost v obdobju od začetka leta 2002 do konca leta 2004 skozi različne kazalce donosnosti. Čeprav je nov zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju začel veljati januarja 2000, so pokojninski skladi začeli poslovati kasneje. Zadnji je začel zbirati premije A III vzajemni pokojninski sklad Abanke in sicer 1. januarja 2000, zato je ta datum izbran za začetek proučevanega obdobja. Zavarovanci, ki vlagajo svoje prihranke v pokojninske sklade, morajo vedeti, kakšno donosnost dosegajo.

Diplomsko delo bomo razdelili na sedem poglavij. Uvodu sledi poglavje, ki obravnava slovensko pokojninsko reformo ter razloge zanjo. V tem poglavju bomo opredelili in podrobno opisali t.i. tri stebre pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Tretje poglavje se ukvarja z opredelitvijo pokojninskega načrta, ki je osnova za delovanje pokojninskih skladov.

V četrtem poglavju bomo analizirali slovenske pokojninske sklade z vidika števila zavarovancev, števila vključenih podjetij in višine stroškov. V petem poglavju bomo predstavili kazalce donosnosti pokojninskih skladov. Osrednji oz. najpomembnejši del diplomskega dela predstavlja šesto poglavje, v katerem bomo analizirali donosnost pokojninskih skladov v obdobju 2002–2004. V zadnjem, sedmem poglavju diplomskega dela je podan sklep, kateremu sledi še pregled literature in virov.

2. REFORMA POKOJNINSKEGA SISTEMA V SLOVENIJI

Proces reformiranja slovenskega pokojninskega sistema je trajal več kot 4 leta in je z novim zakonom o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, ki je začel veljati 1.1.2000, dobil svoj epilog. Prvotni namen države je bil, da v precejšnji meri privatizira sistem socialnega pokojninskega zavarovanja. S predlogom uvedbe obveznega drugega pokojninskega stebra je ponudila koncept akumulacije finančnih sredstev za potrebe bodočih pokojnin nasproti sedaj veljavnemu javnemu sistemu sprotnega financiranja. Vendar je bil navedeni predlog za določene interesne skupine preveč radikalen, zato pomeni sprejeti zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju odmik od prvotnih načrtov države in ponuja mehkejšo različico z uvedbo prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj, ki v Sloveniji predstavljajo drugi pokojninski steber (Bešter, Plavšak, 1999, str. 16).

Osnovno izhodišče za reformo pokojninskega sistema v Sloveniji je bilo oblikovanje takšnega sistema, ki bo sedanjim in prihodnjim generacijam upokojencev zagotavljal prejemanje primernih pokojnin; sedanjim in bodočim zavarovancem, plačnikom prispevkov v sistem, pa nalagal takšne obveznosti, ki jih bodo zmožni ekonomsko prenesti. Spremenjeno socialno, demografsko, institucionalno in normativno okolje je narekovalo reformo, ki bo omogočala več oblik in načinov zagotavljanja socialne varnosti v okviru pokojninskega in invalidskega zavarovanja ter na novo definirala pravice in obveznosti vseh udeležencev. Takšne cilje je bilo možno doseči le s korenito reformo in ne le s posameznimi popravki obstoječega sistema (Štrovs, 1997, str. 97).

Glavni cilji pokojninske reforme so bili (Bela knjiga o reformi pokojninskega in invalidskega zavarovanja, 1997, str. 134):

- izdelati varen, učinkovit in pravičen sistem, ki bo dolgoročno zagotavljal ustrezno življenjsko raven upokojencev,
- zagotoviti večjo povezavo med vplačanimi prispevki in pričakovanimi prejemki iz zavarovanja,
- vzpostaviti finančno vzdržljivost zavarovanja oziroma takšno zavarovanje, ki ga je finančno mogoče zagotoviti,
- vzpodbujati gospodarsko rast z odpravljanjem škodljivih učinkov prejšnjega sistema na stopnjo zaposlenosti,
- krepitev narodnogospodarskega varčevanja,
- znižanje oziroma ohranjanje prispevnih stopenj na ravni, ki zagotavlja mednarodno konkurenčnost.

Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju ZPIZ-1) je bil sprejet 10. decembra 1999. ZPIZ-1 določa nižje pokojnine iz obveznega pokojninskega zavarovanja ter

zaostreni pogoji za upokojitev. V zameno za zmanjšanje pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja pa sta v pokojninski sistem uvedena še drugi in tretji steber, ki omogočata posameznikom, da si zagotovijo dodatno pokojninsko rento ter tako varnejšo prihodnost. ZPIZ-1 v prvem členu določa, da sistem pokojninskega in invalidskega zavarovanja obsega tri podsisteme oziroma stebre:

1. obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi medgeneracijske solidarnosti,
2. obvezno in prostovoljno dodatno pokojninsko in invalidsko zavarovanje,
3. pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi osebnih pokojninskih varčevalnih računov.

Bistveni novosti reforme sta bili uvedba tristebnega sistema pokojninskega in invalidskega zavarovanja ter uvedba tako imenovanega naložbenega sistema, ki naj bi dopolnil zdajšnji dokladni sistem. Obe bistveni novosti bom opisala v naslednjih točkah.

2.1. DOKLADNI IN NALOŽBENI SISTEM

Obvezno pokojninsko zavarovanje temelji na tako imenovanem dokladnem sistemu financiranja (ang. »pay-as-you-go«). Večini slabosti takega sistema se je mogoče izogniti s sistemom dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki temelji na naložbenem sistemu financiranja.

Za financiranje obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja je predviden dokladni sistem, po katerem se sredstva za izplačevanje pokojnin zagotavljajo sproti iz prispevkov aktivnih zavarovancev. Tako imenovana medgeneracijska pogodba zavezuje mlajše zavarovance, da plačujejo prispevke v zavesti, da bo generacija njihovih otrok prav tako zbirala sredstva za izplačevanje njihovih pokojnin, potem ko se bodo tudi sami postarali. Sistem se po dokladnem načelu financira tako, da se sredstva za izplačila pokojnin in drugih pravic upokojencev sproti zagotavljajo iz prispevkov zavarovancev in njihovih delodajalcev. Morebitna izguba oziroma primanjkljaj prihodkov iz prispevkov za pokojninsko in invalidsko zavarovanje se pokriva s transferji iz državnega proračuna (Žnidaršič-Kranjc, 2000, str. 27, 28).

Bistvo naložbenega sistema pokojninskega in invalidskega zavarovanja je v tem, da se prispevki posameznega zavarovanca nalagajo na njegov osebni pokojninski račun, kjer se obrestujejo oziroma povečujejo z dobički iz naložb. Ob dopolnitvi določene starosti oziroma nastopu drugega zavarovalnega primera se njegova mesečna renta oziroma pokojnina izračuna glede na znesek (zavarovalno vsoto) na njegovem osebnem pokojninskem računu, ob upoštevanju pričakovanega števila obrokov, ki se določijo glede na statistična predvidevanja o

njegovi pričakovani življenjski dobi (Bela knjiga o reformi pokojninskega in invalidskega zavarovanja, 1997, str. 265).

2.2. TRISTEBRNI SISTEM POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA

Predlog reforme pokojninskega in invalidskega zavarovanja, ki je predstavljen v Beli knjigi, predvideva, da se prvotni enovit sistem razdeli v tri stebre pokojninskega in invalidskega zavarovanja (Bela knjiga o reformi pokojninskega in invalidskega zavarovanja, 1997, str. 220-221).

2.2.1. Prvi steber: obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje

Steber predstavlja obvezno pokojninsko zavarovanje, ki omogoča zavarovancu minimalno socialno varnost ob upokojitvi. Ta steber še vedno temelji na medgeneracijski solidarnosti oziroma na dokladnem sistemu financiranja, z vnaprej določenimi in ovrednotenimi pravicami, kjer aktivna generacija sproti plačuje prispevke za pasivno generacijo. Tako v okviru medgeneracijske pogodbe, mlajše generacije zavarovancev plačujejo prispevke za trenutno generacijo upokojencev. Temeljna naloga prvega stebra je zagotavljanje minimalnega materialnega standarda vsem upokojencem ter daje posamezniku občutek varnosti, ker zanj garantira država. Posamezniku namreč omogoča preživetje, ne omogoča pa mu vzdrževanja že ustvarjenega življenjskega standarda.

Obvezni dokladni sistem izpolnjuje preraždelitveno funkcijo. V prvi steber so tako obvezno vključeni vsi aktivni zavarovanci. Sredstva za izplačilo pokojnin se zagotovijo sproti, iz prispevkov aktivnih zavarovancev. Steber se financira iz prispevkov od plač zavarovancev, prispevkov delodajalcev ter delno iz državnega proračuna. Prispevki so predpisani z zakonom in so obvezni ter določeni v odstotku od bruto plače. Nosilec in izvajalec obveznega zavarovanja je Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Republike Slovenije, ki ima status javnega zavoda.

2.2.2. Drugi steber: dodatno pokojninsko in invalidsko zavarovanje

Ta steber predstavlja različne sheme dodatnega pokojninskega zavarovanja. Zanj je značilen naložbeni sistem zavarovanja, kar pomeni, da vsak posameznik ali njegov delodajalec plačuje premije na zavarovančev osebni varčevalni račun. Z osebnimi varčevalnimi računi upravljajo pokojninski skladi in zavarovalnice, v skladu z ZPIZ-1 ter pod nadzorom države. Dodatno pokojninsko zavarovanje je tudi zavarovanje, pri katerem zavarovanec prevzema naložbeno

tveganje z minimalnim zjamčenim donosom na vplačane čiste premije. Prispevki za drugi steber so odmerjeni v določenem odstotku od bruto plače. Višina pokojnine je tako odvisna od višine vplačanih prispevkov in donosnosti naložb, v katere so bili ti prispevki naloženi. Ob upokojitvi se zbrana sredstva uporabijo za izplačilo mesečnih rent oziroma pokojnin. Edini pogoj, da se zavarovanec lahko vključi v drugi steber je, da je zavarovan v okviru prvega stebra.

Dodatna pokojninska zavarovanja lahko razdelimo v dve skupini:

1. ***Obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje*** je zbiranje prispevkov delodajalcev, da bi se iz zbranih sredstev zagotavljale pravice do dodatne poklicne pokojnine. Zavarovanje je namenjeno zavarovancem obveznega zavarovanja, ki opravljajo posebno težka in zdravju škodljiva dela, in zavarovancem, ki po določeni starosti ne morejo več uspešno opravljati dela, ki ga opravljajo (ZPIZ-1, 2002, 279., 281. člen).
2. ***Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje*** je 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 zakonu določene pravice (Priatelj, 2000, str. 433). Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje obsega dve obdobji zavarovanja (Gornjak, 1999, str. 28):
 - Varčevalno obdobje je obdobje, ko zavarovanec plačuje premije, ki se knjiži na osebni račun zavarovanca. Tako zbrane premije upravljavec sklada nalaga v skladu z naložbeno politiko, opredeljeno v pokojninskem načrtu in določeno z zakonom o zavarovalništvu (v nadaljevanju ZZavar.).
 - Obdobje črpanja pravic je obdobje, ko zavarovanec oziroma upravičenec prejema dodatno pokojnino, ki jo krije zavarovanje. Dodatna pokojnina je doživljenjska, izračunava pa se glede na dobo varčevanja, višino premije in izračunov po aktuarskih načelih glede vrednosti sredstev.

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje lahko razdelimo tudi glede na to, na kakšen način se posameznik vključi v zavarovanje, in sicer na (ZPIZ-1, 2002, 293., 294. člen):

1. ***individualno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje***, ki je zavarovanje v katerega se lahko vključi vsak posameznik samostojno, če je zavarovanec ali uživalec pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja
2. ***kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje***, ki je zavarovanje, v katerega se vključijo posamezniki, uživalci pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja, prek svojih delodajalcev, ki v celoti ali delno financira pokojninski načrt.

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

2.2.3. Tretji steber: prostovoljno pokojninsko in invalidsko zavarovanje na podlagi osebnih varčevalnih računov

V tretji steber spadajo pokojninska in invalidska zavarovanja, ki temeljijo na naložbenem principu in se izvajajo na podlagi osebnih varčevalnih računov. V bistvu so to rentna in življenjska zavarovanja, ki jih Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju ne opredeljuje ali določa, ampak se izvajajo na osnovi Zakona o zavarovalništvu oziroma Zakona o bančništvu. To vrsto zavarovanja izvajajo banke in zavarovalnice v skladu z omenjenima zakonoma. V ta steber se lahko vključijo posamezniki, ki niso vključeni v obvezno pokojninsko zavarovanje in posamezniki, ki so vključeni v to zavarovanje in si ob upokojitvi želijo prejemati višje dohodke. Tako je to zavarovanje popolnoma neodvisno od obveznega pokojninskega zavarovanja. Zavarovanci v tem stebru niso deležni davčnih olajšav, zato tudi dodatna pokojnina, ki jo pridobi zavarovanec iz tega stebra, ni obdavčena.

3. POKOJNINSKI NAČRT

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje se izvaja na podlagi pokojninskega načrta. Pokojninski načrt je dokument, ki določa pogoje za pridobitev pravic iz prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ter določa vrsto in obseg teh pravic ter postopek za njihovo uveljavitev (Homan, 2002, str. 81). Ta dokument vsebuje pravila vplačevanja v pokojninski sklad in pravila izplačevanja sredstev oziroma posameznih pokojninskih rent upravičencem. Pokojninski načrt določa, kdaj je član pokojninskega načrta ali njegov dedič upravičen do izplačila privarčevanih sredstev oziroma do začetka izplačevanja posameznih vrst pokojninskih rent (Žnidaršič-Kranjc, 2000, str. 82).

ZPIZ-1 ureja le tiste oblike prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki prinašajo zavarovancem, vključenim v to obliko zavarovanja, določene davčne olajšave. Pokojninski načrt, na podlagi katerega se lahko uveljavljajo davčne olajšave, pa mora biti odobren s strani ministra za delo, družino in socialne zadeve. Zahtevo za odobritev pokojninskega načrta vloži izvajalec tega načrta. Minister za delo mora izdati odločbo o odobritvi pokojninskega načrta najkasneje v roku 60 dni od dneva prejema popolne zahteve za odobritev. Pokojninski načrt se vpiše v poseben register (Klemenčič, Redjko, 2000, str. 30). S tem ko pokojninski načrt odobri minister pristojen za delo, naj bi bila zagotovljena varnost prostovoljnega dodatnega

pokojninskega zavarovanja. Odobritev ministrstva naj bi zagotavljala, da je pokojninski načrt strokovno in zakonito pripravljen ter bo lahko izpolnil pričakovanja zavarovancev.

Predmet in vsebina pokojninskega načrta so določeni v ZPIZ-1, 2002, 296. členu. Tako mora pokojninski načrt vsebovati naslednje elemente:

- opredelitev ali je pokojninski načrt namenjen individualnemu ali kolektivnemu zavarovanju,
- pogoje za vključitev v pokojninski načrt,
- višino premije oziroma način izračuna premije,
- način in roke za plačevanje premije ter pravne posledice, če premija ni plačana,
- določbo, da so pravice iz prostovoljnega dodatnega zavarovanja po pokojninskem načrtu neprenosljive razen v primerih določenih s tem zakonom,
- prepoved zastave police prostovoljnega dodatnega zavarovanja oziroma prepoved zastave pravic iz enot premoženja vzajemnega pokojninskega sklada.

Pokojninski načrt mora obsegati še dodatne obvezne sestavine v zvezi s kritjem izplačila dodatne oziroma predčasne starostne pokojnine, in sicer:

- opredelitev zavarovanja kot zavarovanja, pri katerem zavarovanec prevzema naložbeno tveganje,
- naložbeno politiko,
- zajamčeni donos,
- višino stroškov, ki jih zaračunava izvajalec pokojninskega načrta,
- pogoje za pridobitev pravice do dodatne oziroma predčasne dodatne starostne pokojnine,
- način izračuna odkupne vrednosti,
- način izračunavanja pokojninske rente,
- določbo ali bo pokojninsko rento izplačeval izvajalec pokojninskega načrta ali pa bo izvajalec pokojninskega načrta v imenu in za račun zavarovanca z zavarovalnico sklenil ustrezno zavarovalno pogodbo,
- pogoje za prenehanje zavarovanja pred pridobitvijo pravice do dodatne starostne pokojnine oziroma predčasne starostne pokojnine, in pravice zavarovanca oziroma upravičencev v takšnih primerih.

Pokojninski načrt mora dodatno še obsegati pogoje za kritje izplačila dodatne invalidske pokojnine in dodatne družinske pokojnine, in sicer: pogoje za pridobitev pravice do dodatne invalidske pokojnine oziroma dodatne družinske pokojnine in pogoje za prenehanje zavarovanja pred pridobitvijo pravice do dodatne invalidske pokojnine oziroma dodatne družinske pokojnine ter pravice zavarovanca oziroma upravičenca v takšnih primerih.

Zavarovanec, vključen v prostovoljno dodatno zavarovanje, pridobi pravico do (ZPIZ-1, 2002):

1. dodatne starostne pokojnine, če: je dopolnil 58 let starosti, je uveljavil pravico do pokojnine po predpisih o obveznem pokojninskem zavarovanju, je od vključitve v prostovoljno dodatno zavarovanje preteklo najmanj 120 mesecev (362. člen).
2. predčasne starostne pokojnine, če: je bil vključen v prostovoljno dodatno zavarovanje najmanj 180 mesecev, je dopolnil 53 let starosti, je vključen v prostovoljno dodatno zavarovanje po pokojninskem načrtu, ki zagotavlja pravico do predčasne starostne pokojnine (363. člen).
3. dodatne invalidske pokojnine: če zavarovanje po pokojninskem načrtu krije izplačilo dodatne invalidske pokojnine, pridobi zavarovanec pravico do dodatne invalidske pokojnine v naslednjem mesecu po nastopu zavarovalnega primera (364. člen).
4. dodatne družinske pokojnine: če zavarovanje po pokojninskem načrtu krije izplačilo dodatne družinske pokojnine, je upravičenec do dodatne družinske pokojnine lahko samo oseba, ki je po predpisih o obveznem pokojninskem zavarovanju upravičena do družinske oziroma vdovske pokojnine (365. člen).

Vključitev v pokojninski načrt je lahko individualna ali kolektivna. Individualno prostovoljno pokojninsko zavarovanje je zavarovanje, v katerega se lahko samostojno vključi vsak posameznik, ki je zavarovanec ali uživalec pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja (prvega stebra). Kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje pa je zavarovanje, v katerega se lahko vključijo posamezniki, ki so zavarovanci ali uživalci pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja, preko delodajalca, ki v celoti ali delno financira pokojninski načrt (ZPIZ-1, 2002, 293. člen).

Vsak pokojninski načrt mora imeti jasno opredelitev, ali gre za pokojninski načrt, ki je namenjen kolektivnemu zavarovanju, ali za pokojninski načrt, ki je namenjen individualnemu zavarovanju. Posameznik se lahko vključi v en pokojninski načrt preko svojega delodajalca in v en individualni pokojninski načrt, vendar ima delodajalec prednost pri uveljavljanju davčnih olajšav. Zaposleni se torej lahko odloči, da se bo vključil v en kolektivni pokojninski načrt, ki ga (so)financira delodajalec, ter v en individualni pokojninski načrt pri drugem izvajalcu.

Pokojninski načrt lahko po ZPIZ-1 oblikujejo (Gornjak, 1999, str. 28):

- *delodajalci*:
 - če oblikujejo načrt za svoje zaposlene in se zavežejo, da bo financiral načrt tako, da bo delno ali v celoti plačeval premijo;
 - delodajalci, če je izvajalec pokojninskega načrta zaprt vzajemni pokojninski sklad.
- *zavarovalnica*, ki ima dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja zavarovalništvo.
- *banka*, ki ima dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po Zakonu o bančništvu in če oblikuje odprt vzajemni sklad.
- *pokojninska družba ali zavarovalnica*, ki ima dovoljenje za opravljanje zavarovalnih poslov življenjskega zavarovanja.

3.1. OBLIKE IN IZVAJALCI POKOJNINSKIH NAČRTOV

Glede na lastnosti pokojninskih načrtov razlikujemo dve glavni obliki, in sicer so to *pokojninski načrti z določenimi pravicami in pokojninski načrti z določenimi prispevki*.

V pokojninskih načrtih z določenimi pravicami so vnaprej opredeljene višine prejemkov, ki jih bo posameznik prejemal po upokojitvi, prispevki pa niso vnaprej znani. Nasprotno so pri pokojninskih načrtih z določenimi prispevki v začetku opredeljeni zneski vplačil oziroma višine premij, medtem ko višina izplačanih prejemkov predstavlja neznan element (Pecman, 2004, str. 13).

Glavne prednosti pokojninskih načrtov z določenimi prispevki so lažje upravljanje in njihova prenosljivost. Pokojninski načrti z določenimi prispevki pomenijo popolno individualizacijo dela pokojninskega sistema. S to obliko varčevanja za starost je na posameznika prenesena vrsta odločitev, ki so bile pred tem v domeni države (Pecman, 2004, str. 13).

Prednosti pokojninskih načrtov z določenimi prispevki so hkrati slabosti tistih z določenimi pravicami. V takšnem načrtu je pokojnina vezana na dolgoletno zaposlitev v enem podjetju, kar pa je v nasprotju s trendi na trgu delovne sile, kjer se pojavlja trend negotovosti glede stabilnosti zaposlitve ter težnja po večji mobilnosti delovne sile. Imajo pa te oblike pokojninskih načrtov prednost v tem, da podjetje, ki je ustanovitelj oziroma sponzor tega načrta, prevzema naložbeno tveganje. Zaradi prevzemanja večjega obsega obveznosti in negotovosti so v teh oblikah ponavadi stroški upravljanja višji kot v pokojninskih načrtih z določenimi prispevki (Pecman, 2004, str. 13, 14).

Pokojninske načrte slovenskega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki krijejo izplačila dodatne starostne pokojnine, bi lahko uvrstili v skupino pokojninskih načrtov z določenimi prispevki. Določene so le premije, pokojnine pa so neznane in odvisne od premij, ki se investirajo, in njihovih naložbenih donosov (Novak, 2002, str. 305).

ZPIZ-1 določa, da so izvajalci pokojninskih načrtov lahko:

- pokojninski skladi, ki so lahko organizirani kot:
 - vzajemni pokojninski sklad ali
 - pokojninska družba,
- zavarovalnice, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov življenjskega zavarovanja po zakonu, ki ureja zavarovalništvo.

3.2. NALOŽBENO TVEGANJE IN ZAJAMČENA DONOSNOST

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje po pokojninskem načrtu deluje na naložbenem principu, kar pomeni, da zavarovanec prevzema naložbeno tveganje z zagotovljenim minimalnim zajamčenim donosom na vplačano čisto premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Zajamčena donosnost ne sme biti nižja od 40% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Za minimalno donosnost jamči upravljavec pokojninskega sklada z lastnim premoženjem (ZPIZ-1, 2002, 298. člen). Pravila za izračun povprečne donosnosti državnih vrednostnih papirjev predpiše minister za finance, ki tudi objavi (najkasneje do 15. v mesecu) minimalno zajamčeno donosnost za pretekli mesec.

Donosnost pokojninskega načrta je odvisna od naložbene politike, definirane v pokojninskem načrtu, uspešnosti, sposobnosti in zmožnosti upravljavca pokojninskega sklada ter splošnih gospodarskih razmer. Donosnost se ugotavlja mesečno, izraža pa se z letno stopnjo donosa.

Če je dejanska donosnost v obračunskem obdobju, ki je enako mesecu dni, nižja od zajamčene, mora upravljavec iz lastnih sredstev na ločeni denarni račun pokojninskega sklada vplačati denarni znesek, ki je enak razliki med zajamčenim in dejanskim donosom. Vplačilo denarnih sredstev mora upravljavec opraviti v roku 15 dni, šteto od izteka obračunskega obdobja. V tem primeru upravljavec pokojninskega sklada ostane tudi brez upravljalvske provizije.

Z določeno minimalno stopnjo donosa naj bi bilo zagotovljeno, da bo ohranjena vsaj realna vrednost privarčevane vsote. To je samo izhodišče, ki naj bi sililo pokojnike družbe in sklade k vsaj minimalni uspešnosti. Tisti sklad, ki bo dosegal zgolj zajamčeno donosnost, ne bo privlačen za investitorje (Petavs, 2000, str. 16).

3.3. FINANCIRANJE IN STROŠKI IZVAJALCA POKOJNINSKEGA NAČRTA TER DAVČNE OLAJŠAVE

Pokojninski načrt se financira s premijo, ki jo plačuje zavarovanec prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja ali v korist zavarovanca delodajalec (celoten znesek premije ali del premije), pri katerem je zavarovanec zaposlen oziroma pravna oseba ali državni organ, pri katerem zavarovanec poklicno opravlja določeno funkcijo. Tako vplačane premije ob koncu varčevalnega obdobja predstavljajo premoženje zavarovanca, iz katerega bo ob upokojitvi dobival rento oziroma dodatno pokojnino. Premija se lahko plačuje mesečno, polletno ali letno.

Osnova za uveljavitev davčnih olajšav je višina premije, vplačane za prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Za znesek premije, ki jo zavarovanec plača izvajalcu zavarovanja, se zavarovancu zniža osnova za dohodnino za leto, v katerem je bila premija plačana. Tu gre za posebno vrsto olajšave, ki znižuje osnovo za dohodnino ter se uveljavlja poleg 11 % splošne davčne olajšave in 3 % olajšave temelječe na računih. Znesek, ki se prizna kot davčna olajšava, lahko znaša največ 24 % obveznih prispevkov za pokojninsko in invalidsko zavarovanje, kar je približno 5,84 % od posameznikove bruto plače. V absolutnem znesku pa mesečna premija ne sme biti nižja od 4.355 SIT mesečno, istočasno pa ne sme biti višja kot 522.645 SIT letno (za leto 2004), za leto 2005 pa ne sme biti višja kot 549.400 SIT letno. Minister za finance namreč vsako leto ugotovi minimalno in maksimalno višino vplačane premije, katera se lahko uveljavlja kot davčna olajšava ter ju objavi v Uradnem listu RS. Te višine se spreminjajo iz leta v leto in so posledica sprememb koeficientov rasti povprečne plače zaposlenih v Republiki Sloveniji. Če so zneski vplačanih premij višji od zneska davčne olajšave, del premije, ki presega znesek olajšave, ne zmanjšuje davčne osnove.

Kadar je posameznik vključen samo v individualno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, torej kadar sam v celoti plačuje premije izvajalcu individualnega pokojninskega načrta, se ustrezno zniža njegova osnova za dohodnino za leto, v katerem je bila premija plačana, seveda največ do maksimalnega zneska. Kadar pa je posameznik vključen tudi v kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje preko delodajalca, ki deloma ali v celoti financira pokojninski načrt kolektivnega zavarovanja, ima pri uveljavljanju davčnih ugodnosti v smislu zmanjšanja davčne osnove absolutno prednost delodajalec. Pri tem mora le-ta dokazati, da je bilo v prostovoljno dodatno zavarovanje vključenih vsaj 51% zaposlenih, ki so pri njem v delovnem razmerju. Delodajalcu, ki financira pokojninski načrt kolektivnega zavarovanja, se premije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, ki jih v posameznem letu plača v korist zaposlenih, priznajo kot davčna olajšava v obliki znižanja davčne osnove za odmero davka od dobička (Pecman, 2004, str. 77).

Tretji steber pokojninskega in invalidskega zavarovanja prinaša najnižje davčne olajšave. Pri individualnem zavarovanju v okviru tretjega stebra je davčna olajšava določena le v okviru 3% znižanja davčne osnove, in to šele konec leta ob izpolnjevanju davčne napovedi. Olajšav za delodajalca ni.

Upravljavec pokojninskega sklada je upravičen do povračila:

- vstopnih stroškov,
- izstopnih stroškov in
- letne provizije za upravljanje pokojninskega sklada.

Vstopni stroški se obračunajo v odstotku od vplačane premije ob njenem vplačilu, izstopni stroški pa v odstotku od odkupne vrednosti ob njenem unovčenju oziroma izplačilu. Provizija za upravljanje pokojninskega sklada se določi v odstotku od povprečne čiste letne vrednosti sredstev pokojninskega sklada in dejansko zmanjšuje donos sredstev. Najvišji dovoljeni odstotek vstopnih in izstopnih stroškov ter najvišjo provizijo za upravljanje pokojninskega sklada, do katere je upravičen upravljavec pokojninskega sklada, predpiše minister za finance. Tako lahko vstopni stroški znašajo največ 6% vplačane premije ob vplačilu; izjema velja za prva tri leta po ustanovitvi sklada, ko lahko vstopni stroški znašajo največ 9% vplačane premije. Izstopni stroški lahko znašajo največ 1% odkupne vrednosti enot premoženja vpisanih na osebni račun člana sklada. Provizija za upravljanje pa lahko znaša največ 1,5% povprečne čiste letne vrednosti sredstev pokojninskega sklada.

3.4. NALOŽBENA POLITIKA

Upravljavci upravljajo pokojninske sklade ob upoštevanju vsebine pokojninskih načrtov. Naložbena politika vsebuje predvideno strukturo naložb in omejitev vlaganj po naslednjih vrstah naložb: delnice, obveznice, nepremičnine in bančni depoziti.

Za omejitve pri vlaganju posameznih sredstev se uporabljajo določbe Zakona o zavarovalništvu za naložbe kritnega sklada zavarovalnic. V Sloveniji je to Zakon o zavarovalništvu (v nadaljevanju ZZavar). Upravljavci morajo slediti strukturi naložb, kot jih narekuje ZZavar, saj se s tem zagotavlja solventnost in likvidnost sklada.

Premoženje sklada je lahko sestavljeno iz naslednjih naložb (ZZavar, 2000, 121. člen):

1. Vrednostni papirji:

- Vrednostni papirji z zajamčenim donosom, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, Banka Slovenije, država članica EU ali OECD ter mednarodna finančna organizacija;

- Delnice, obveznice oziroma drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v RS, državi članici EU ali OECD;
- Delnice, 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 članici EU ali OECD;
- Investicijski kuponi vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje z namenom razpršitve in omejitve tveganj;

1. Terjatve na podlagi posojil:

- Terjatve iz naslova posojil, zavarovanih z zastavno pravico na nepremičnini, če je zastavna pravica vpisana v zemljiški knjigi RS oziroma državi članici in če višina terjatve ni višja od 60 odstotne vrednosti nepremičnine, ugotovljene na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke;
- Terjatve iz naslova posojil bankam s sedežem v RS, državi članici oziroma za izplačilo katerih vključno z obrestmi jamči banka s sedežem v RS oziroma državi članici;
- Terjatve iz naslova posojil, ki so zavarovane z zastavno pravico na vrednostnih papirjih;
- Terjatve iz naslova drugih posojil, ki so ustrezno zavarovane (npr. z vpisom zastavne pravice na nepremičnini);

2. Nepremičnine in druge stvarne pravice na nepremičnini (npr. stavbna pravica), če so vpisane v zemljiški knjigi oziroma drugi javni knjigi v RS, če dajejo donos oziroma je v zvezi z njimi mogoče pričakovati donos in če je bila nakupna cena določena na podlagi cenitve cenilca ustrezne stroke;

3. Depoziti pri bankah s sedežem v RS, državi članici EU oziroma OECD;

4. Gotovina v blagajni oziroma na vpoglednem denarnem računu.

Pri posameznih vrstah naložb je potrebno upoštevati naslednje omejitve (ZZavar, 2000, 122. člen):

- Naložbe v delnice in obveznice istega izdajatelja ter v terjatve iz naslova posojil ne smejo skupno presegati 5% zavarovalno – tehničnih rezervacij;
- Naložbe v obveznice ali delnice istega izdajatelja, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, ne smejo presegati 1% zavarovalno – tehničnih rezervacij;
- Naložbe v obveznice in delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, skupno ne smejo presegati 10% zavarovalno – tehničnih rezervacij;
- Naložbe v delnice in investicijske kupone vzajemnih skladov, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki ne dajejo zajamčenega donosa, skupaj ne smejo presegati 30% zavarovalno – tehničnih rezervacij;

- Naložbe v delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, skupno ne smejo presegati 5% zavarovalno – tehničnih rezervacij;
- Naložbe v investicijske kupone vzajemnih skladov, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zjamčen donos, skupaj ne smejo presegati 40% zavarovalno – tehničnih rezervacij;
- Naložbe v terjatve iz naslova posojil posameznemu posojilojemalcu ne smejo presegati 2% zavarovalno – tehničnih rezervacij, skupno pa vse terjatve iz naslova teh posojil ne smejo presegati 5% zavarovalno – tehničnih rezervacij;
- Naložbe v eno oziroma več nepremičnin, ki so med seboj v takšni bližini, da predstavljajo eno samo naložbo ne smejo presegati 10% višine zavarovalno – tehničnih rezervacij; skupno pa vse naložbe v nepremičnine in druge stvarne pravice ne smejo presegati 30% zavarovalno – tehničnih rezervacij;
- Naložbe v depozite skupno ne smejo presegati 30% zavarovalno – tehničnih rezervacij, pri čemer naložbe v depozite pri posamezni banki ne smejo presegati 10% zavarovalno – tehničnih rezervacij;
- Naložbe v obliki gotovine v blagajni na vpoglednih računih skupno ne smejo presegati 3% zavarovalno – tehničnih rezervacij.

Zavarovalno – tehnične rezervacije so opredeljene kot kritno premoženje in so namenjene kritju bodočih obveznosti iz zavarovanj in morebitnih izgub zaradi tveganj, ki izhajajo iz zavarovalnih poslov.

3.5. PREMOŽENJE IN DONOSNOST PREMOŽENJA POKOJNINSKEGA SKLADA

Član sklada z vplačilom čiste premije pridobi določeno število enot premoženja sklada, ki jih upravljavec sklada pripiše na njegov osebni račun. Vplačana čista premija se preračuna v ustrezno število enot premoženja sklada na določeni datum, to je dan konverzije, glede na vrednost enote premoženja na ta dan. Datum konverzije vplačane čiste premije v enote premoženja sklada je določen dan v mesecu, ki ga določi agencija.

Število enot premoženja, ki jih pridobi član na podlagi vplačila premije, je enako vplačani čisti premiji, deljeni z vrednostjo enote premoženja (v nadaljevanju VEP) na dan konverzije. Vplačana čista premija je vplačana premija prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, zmanjšana za vstopne stroške, ki pripadajo upravljavcu sklada.

Čista vrednost sredstev sklada se ugotavlja tako, da se na določen dan primerja dejanska čista vrednost sredstev z zjamčeno vrednostjo sredstev. Dejanska čista vrednost sredstev sklada se

izračuna tako, da se od sredstev sklada odštejejo obveznosti sklada. Zajamčena vrednost sredstev je enaka vsoti vplačanih čistih premij, povečanih za zajamčeni donos od dneva konverzije posamezne čiste premije do dneva, na katerega se izračunava zajamčena vrednost sredstev. Število enot premoženja v obtoku na dan konverzije je enako vsoti števila enot v obtoku na dan pred dnem konverzije in številu enot, konvertiranih na dan konverzije, zmanjšanih za število odkupljenih enot premoženja sklada na ta dan (Pravila odprtega vzajemnega pokojninskega sklada LEON 2, 2003, str. 5).

VEP je odvisna od čiste vrednosti sredstev sklada ter od števila enot premoženja v obtoku na ta dan. Obe sestavini sem opisala v prejšnjem odstavku. VEP se izračunava enkrat mesečno na dan konverzije¹. Enak je količniku med čisto vrednostjo sredstev na dan konverzije in številu enot premoženja v obtoku na ta dan. Izračun lahko predstavimo z naslednjo formulo:

$$VEP_t = \check{C}VS_t / n_t \quad (1)$$

t = dan konverzije

VEP_t = vrednost enote premoženja na dan konverzije

$\check{C}VS_t$ = čista vrednost sredstev na dan konverzije

n_t = število enot premoženja v obtoku na dan konverzije

Premoženje sklada je razdeljeno na enake enote. Te enote premoženja sklada knjiži upravljavec na osebnih računih članov sklada na ime člana sklada. Če premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vplačuje poleg zavarovanca tudi delodajalec, mora upravljavec sklada na osebem računu člana voditi ločeno evidenco o številu enot, ki jih je financiral delodajalec. Upravljavec sklada mora članom tega sklada enkrat letno (31. decembra) izdati potrdilo o številu enot premoženja, vpisanih na njegovem osebem računu ter obračun vplačanih premij v tem letu. Če je plačnik tudi delodajalec, je upravljavec sklada dolžan obvestiti tudi delodajalca o stanju na osebem računu člana sklada (Pravila odprtega vzajemnega pokojninskega sklada LEON 2, 2003, str. 6).

Upravljavec pokojninskega sklada mora na koncu vsakega meseca (obračunsko obdobje) izračunati donos za zadnjih 12 mesecev. Donosnost sklada je razlika med vrednostjo obračunske enote na zadnji delovni dan tekočega meseca in vrednostjo te enote na zadnji delovni dan pred 12 meseci. Izražena je v odstotku (ZPIZ-1, 2002, 322. člen). Donosnost sklada se tako izračunava na podlagi naslednje formule:

¹ Dan konverzije je določen dan v mesecu, ki ga predpiše agencija za trg vrednostnih papirjev.

$$d_t = ((VEP_t - VEP_{t-12}) / VEP_{t-12}) * 100 \quad (2)$$

t = dan, za katerega se računa donosnost

d_t = letna donosnost na dan t (izražena v odstotkih)

VEP_t = VEP na dan t

VEP_{t-12} = VEP na dan t pred 12 meseci

Tekoča dnevna, mesečna, šestmesečna, letna ali večletna dejanska donosnost se za potrebe izkazovanja izračunavajo po enačbi (2). Če je dejanska donosnost sklada v obračunskem obdobju nižja od zajamčene donosnosti, mora upravljavec iz lastnih sredstev na ločeni denarni račun pokojninskega sklada vplačati denarni znesek, ki je enak razliki med zajamčeno in dejansko donosnostjo.

4. TRG SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADOV

V tem poglavju bomo predstavili stanje in dinamiko pokojninskih skladov v Sloveniji do konca leta 2004. Pogledali si bomo število zavarovancev in število vključenih podjetij v pokojninskih skladih po posameznih obdobjih, stroške, ki jih zaračunava izvajalec, skupno vrednost vplačanih premij, donosnost vplačanih sredstev in strukturo naložb.

ZPIZ-1 loči dve organizacijski obliki pokojninskih skladov, in sicer *vzajemne pokojninske sklade in pokojninske družbe*.

4.1. VZAJEMNI POKOJNINSKI SKLAD

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

Vzajemni pokojninski sklad ima naslednje značilnosti (ZPIZ-1, 2002, 307. člen):

- je v lasti zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja. Zavarovanec postane lastnik sorazmernega dela vzajemnega pokojninskega sklada z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega zavarovanja;
- ni pravna oseba;
- imeti mora najmanj 1000 članov;

- oblikuje se in upravlja izključno v korist zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja.

Ker vzajemni pokojninski sklad ni pravna oseba, ne more obstajati samostojno. Vzajemni pokojninski sklad mora tako upravljati neka zunanja finančna institucija in sicer zavarovalnica, banka in po novem tudi pokojninska družba. Vse tri navedene institucije pa morajo imeti dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov. Naloge, ki jih mora opravljati upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada (ZPIZ-1, 2002, 316. člen):

- zbiranje premij prostovoljnega pokojninskega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev – članov sklada,
- upravljanje s premoženjem vzajemnega pokojninskega sklada,
- izplačevanje odkupnih vrednosti.

Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada je upravičen do povračila vstopnih in izstopnih stroškov ter do letne provizije za upravljanje. Vstopni stroški se obračunajo v odstotku od vplačane premije ob njenem vplačilu. Izstopni stroški se obračunajo od odkupne vrednosti enot premoženja, vpisanih na osebnem računu člana ob njenem unovčenju oziroma izplačilu. Provizija za upravljanje se določi v odstotku od povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega pokojninskega sklada. Najvišji dovoljeni odstotek vstopnih in izstopnih stroškov ter najvišjo provizijo za upravljanje predpiše minister za finance.

Za oblikovanje vzajemnega pokojninskega sklada mora ustanovitelj pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev, ustanovljene v skladu z zakonom, ki ureja trg vrednostnih papirjev. Agencija izda dovoljenje za oblikovanje vzajemnega pokojninskega sklada na zahtevo ustanovitelja. ZPIZ-1 dovoljuje oblikovanje zaprtih in odprtih vzajemnih pokojninskih skladov. Razlika med njima je le v tem, kdo ga ustanovi ter v pogojih pristopa k pokojninskemu načrtu.

Zaprt vzajemni pokojninski sklad je tisti sklad, katerega člani lahko postanejo le zaposleni pri določenem delodajalcu, ki je ustanovil sklad. Odprt vzajemni pokojninski sklad pa je tisti sklad, ki članstva v skladu ne pogojuje z delovnim razmerjem pri določenem delodajalcu. Vanj se torej lahko vključijo vsi zainteresirani, ki so vključeni v sistem obveznega pokojninskega zavarovanja po prvem stebri.

Zaprt vzajemni pokojninski sklad lahko ustanovi delodajalec sam ali skupno z drugimi delodajalci, ki oblikujejo pokojninski načrt. Za delodajalca se štejejo (ZPIZ-1, 2002, 310. člen):

- gospodarska družba ali več gospodarskih družb ki so organizirane kot kapitalske družbe, ki se štejejo za velike gospodarske družbe,

- Republika Slovenija,
- Zadruga, ki se po predpisih o vodenju poslovnih knjig in sestavi letnih poročil štejejo za velike gospodarske družbe,
- Javni zavodi, ki imajo več kot 1000 zaposlenih.

Republika Slovenija lahko oblikuje posamezne pokojninske načrte za posamezne skupine zaposlenih v obliki zaprtih vzajemnih pokojninskih skladov. Odprt vzajemni pokojninski sklad lahko ustanovi tudi zavarovalnica ali banka, če pridobita potrebna dovoljenja za opravljanje poslovanja upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja zavarovalništvo.

4.2. POKOJNINSKA DRUŽBA

Pokojninska družba je pravna oseba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki ima dovoljenje za opravljanje dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Za to dejavnost se šteje (ZPIZ-1, 2002, 339. člen):

- zbiranje premij prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev,
- upravljanje s premoženjem pokojninske družbe,
- izplačevanje pokojninskih rent,
- upravljanje z zaprtimi ali odprtimi vzajemnimi pokojninskimi skladi.

Pokojninska družba je lahko organizirana le kot delniška družba. Njen primarni cilj je donosno upravljanje premoženja. Za pokojninsko družbo se uporabljajo določbe zakona, ki ureja zavarovalništvo, o zavarovalni delniški družbi. Osnovni kapital pokojninske družbe ne sme biti nižji od 320 milijonov tolarjev, delnice pa so lahko le imenske.

ZPIZ-1 določa, da mora imeti pokojninska družba vsaj 15.000 zavarovancev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Zaradi omejitve, da mora imeti posamezna pokojninska družba najmanj 15.000 zavarovancev ter zaradi relativne majhnosti slovenskih podjetij, je smiselno, da več podjetij ustanovi skupno pokojninsko družbo. Poleg tega velja, da več kot ima zavarovancev pokojninska družba, nižji so stroški upravljanja in administracije pokojninske družbe na zavarovanca. Posledično pridobi posamezen zavarovanec višjo pokojnino. Ker so stroški delovanja pokojninske družbe visoki, manjša količina zavarovancev ne bi upravičila obstoja samostojne pravne osebe. V Sloveniji so pokojninske družbe ustanovila skupaj podjetja in finančne institucije, ki so tudi priskrbele ustrezne kadre in znanja.

Pokojninska družba, ki je pridobila dovoljenje za opravljanje poslov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, mora imeti pooblaščenega aktuarja, ki ga imenuje skupščina pokojninske družbe. Poleg tega mora imeti zaposlovati delavce z ustreznim strokovnim znanjem in izkušnje s področja financ. Minister, pristojen za delo, predpiše tudi minimalno število zaposlenih in pogoje, ki jih morajo izpolnjevati ter način preverjanja teh pogojev (ZPIZ-1, 2002, 343. člen).

V Sloveniji trenutno deluje 5 vzajemnih pokojninskih skladov (v nadaljevanju VPS) in 4 pokojninske družbe (v nadaljevanju PD). Predstavili jih bomo v Tabeli 1.

TABELA 1: Seznam vzajemnih pokojninskih skladov in pokojninskih družb v letu 2005.

Ime pokojninskega sklada	Upravljavec	Datum izdaje dovoljenja
VPS		
Kapitalski VPS ²	Kapitalska družba	21.03.2001
LEON 2	Generali zavarovalnica	19.04.2001
Odprti VPS Banke Koper ³	Banka Koper	22.06.2001
AIII	Abanka Vipa	22.06.2001
DELTA	Probanka	10.10.2001
POKOJNINSKE DRUŽBE		
Prva pokojninska družba		08.11.2000
Skupna pokojninska družba		30.11.2000
Moja naložba		30.11.2000
Pokojninska družba A		24.06.2001

Vir: Finančni trgi, 2001, str. 4.

4.3. ŠTEVILO ZAVAROVANCEV IN SKUPNA VREDNOST PREMIJ V SLOVENSkih POKOJNINSKIH SKLADIH

Število zavarovancev v pokojninskih skladih se je od njihove ustanovitve dalje povečevalo iz meseca v mesec. Tako je članstvo v pokojninskih skladih do konca leta 2002 naraščalo izredno dinamično, od začetka leta 2003 pa se je rast nekoliko umirila in nadaljevala pot počasnega naraščanja. Naraščanje števila članov in število vključenih podjetij v pokojninskih skladih prikazujemo v Tabeli 2 (na str. 20).

Iz Tabele 2 (na str. 20) vidimo, da imajo pokojninske družbe že od samega začetka dalje več članov kot vzajemni pokojninski skladi. Razlog je v kolektivnem zavarovanju podjetij, ki so

² Kapitalski VPS – v nadaljevanju bomo uporabljali kratico KVPS.

³ Odprti VPS Banke Koper – v nadaljevanju bomo uporabljali kratico OVPS.

soustanovitelji pokojninskih družb. Iz tabele lahko tudi razberemo, da imajo konec leta 2004 vzajemni pokojninski skladi izjemno povečanje števila članov glede na konec leta 2003. Razlog je v tem, da je decembra 2003 pričel veljati zakon o kolektivnem dodatnem pokojninskem zavarovanju za javne uslužbence (ZKDPZJU). Za upravljavca zaprtega vzajemnega pokojninskega sklada za javne uslužbence je vlada izbrala Kapitalsko družbo pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Brez upoštevanja ZKDPZJU – ja bi bilo konec leta 2004 v vzajemne pokojninske sklade vključenih le 39.830 zavarovancev.

TABELA 2: Število zavarovancev in število vključenih podjetij v pokojninskih skladih konec posameznega leta v obdobju 2001 – 2004

Leto	Število zavarovancev		Število vključenih podjetij	
	VPS	PD	VPS	PD
2001	19.169	60.612	98	534
2002	32.570	102.116	235	901
2003	35.184	135.489	306	1.180
2004	205.316	165.666	2.440	2.047

Vir: Kranjec, 2002, str. 22; Kranjec, 2003, str. 18; Petrov, 2004, str. 19; Kranjec, 2005, str. 17.

Največ novih članov so pokojninski skladi pridobili z vključitvijo mnogih slovenskih podjetij preko kolektivnega dodatnega prostovoljnega pokojninskega zavarovanja. Podjetja so se postopoma vključevala v pokojninske sklade, ki so ponujali prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje.

Na podlagi Tabele 2 lahko rečemo, da imajo pokojninske družbe od same ustanovitve dalje tudi največ vključenih podjetij. Brez upoštevanja ZKDPZJU – ja bi bilo konec leta 2004 v vzajemne pokojninske sklade vključenih le 396 podjetij.

TABELA 3: Skupna vrednost zbranih premij v mio SIT v pokojninskih skladih konec posameznega leta v obdobju 2001 – 2004

Pokojninski sklad	2001	2002	2003	2004
VPS	936,44	5.122	10.693	33.464
PD	3.250	11.837	26.482	46.547

Vir: Kranjec, 2002, str. 22; Kranjec, 2003, str. 18; Petrov, 2004, str. 19; Kranjec, 2005, str. 17.

Skupna vrednost premij vzajemnih pokojninskih skladov je konec leta 2004 znašala 33.464 mio SIT, od tega je 16.059 mio SIT, to je 48% vseh zbranih premij, pripada ZVPSJU. Drugi največji vzajemni pokojninski sklad po vrednosti premij je Kapitalski vzajemni pokojninski sklad, ki je zbral za 13.480 mio SIT premij, najmanjši pa Delta vzajemni pokojninski sklad

Probanke, ki je zbral le 218 mio SIT premij. Pokojninske družbe pa so zbrale do konca leta 2004 za 46.547 mio SIT premij. Največja med njimi, po skupni vrednosti zbranih premij, je bila Skupna pokojninska družba, ki je zbrala za 17.800 mio SIT premij, najmanjša pa je bila Pokojninska družba Moja naložba, ki je zbrala 5.300 mio SIT premij. Podatki o velikosti zbranih premij so prikazujemo v Tabeli 3.

V Tabeli 4 prikazujemo tržne deleže posameznih slovenskih pokojninskih skladov konec leta 2004 glede na skupno vrednost zbranih premij.

TABELA 4: Skupna vrednost zbranih premij in tržni deleži posameznih pokojninskih skladov na dan 31.12.2004

Pokojninski sklad	Skupna vrednost zbranih premij (v mio SIT)	Tržni delež (v %)
AIII	735	1,15
OVPS	1.693	2,65
LEON 2	1.279	2,00
KVPS	13.480	21,08
DELTA	218	0,34
Pokojninska družba A	13.900	21,74
Prva pokojninska družba	9.547	14,93
Skupna pokojninska družba	17.800	27,83
Moja naložba	5.300	8,29
Skupaj	63.952	100,00

Vir: Kranjec, 2002, str. 22; Kranjec, 2003, str. 18; Petrov, 2004, str. 19; Kranjec, 2005, str. 17.

Iz Tabele 4 vidimo, da so največji po skupni vrednosti zbranih premij Skupna pokojninska družba, Pokojninska družba A in Kapitalski vzajemni pokojninski sklad kapitalne družbe, ki tako obvladujejo 70 odstotkov trga prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj.

4.4. STROŠKI UPRAVLJANJA

Z upravljanjem pokojninskega sklada nastanejo določeni stroški. Zaradi tega so upravljavci pokojninskih skladov upravičeni do povračila vstopnih in izstopnih stroškov ter do letne provizije za upravljanje sklada. Stroške storitev, ki niso predvideni v pokojninskem načrtu, jih lahko upravljavci zaračunavajo posebej. Stroški so pomemben dejavnik pri odločitvi za posamezen pokojninski sklad. V Tabeli 5 (na str. 22) predstavljamo najvišje vstopne in izstopne stroke ter letne upravljavske provizije za vsak sklad posebej ter ločeno po vrsti zavarovanja (kolektivno in individualno zavarovanje).

Iz Tabele 5 (na str. 22) vidimo, da imajo posamezni pokojninski skladi različno politiko določanja višine stroškov. Razlike v stroških so tudi različne glede na vrsto zavarovanja (individualno ali kolektivno). Tako vidimo, da nekateri pokojninski skladi ponujajo nižje vstopne stroške za kolektivno zavarovanje (OVPS, Skupna PD), drugi pa za individualno zavarovanje (AIII, Delta). Pokojninski skladi KVPS, Leon 2, PD A, Prva PD in Moja naložba PD ne ločijo vstopnih stroškov glede na vrsto zavarovanja.

TABELA 5: Najvišje provizije v posameznih pokojninskih skladih konec leta 2004

Pokojninski sklad	Kolektivna zavarovanja			Individualna zavarovanja		
	Vstopni stroški (v %)	Upravljavška provizija (v %)	Izstopni stroški (v %)	Vstopni stroški (v %)	Upravljavška provizija (v %)	Izstopni stroški (v %)
OVPS	3,32	1,2	1	4,25	1,2	1
AIII	4,25	1,3	1	3,5	1,3	1
KVPS	6	1,3	1	6	1,3	1
LEON 2	5	1,5	1	5	1	1,5
DELTA	6	1,5	1	3	1,5	1
PD A	3	0,8	1	3	0,8	1
Prva PD	5,5	1,5	1	5,5	1,5	1
Skupna PD	2,94	1,25	1	4	1,25	1
Moja naložba PD	2,6	1,2	0,5	2,6	1,2	0,5

Vir: Pokojninski načrti za individualno in kolektivno zavarovanje izvajalcev PDPZ, 2004.

Iz Tabele 5 nadalje vidimo, da so izstopni stroški pri vseh pokojninskih skladih enaki in znašajo 1%, le pri PD Moja naložba znašajo izstopni stroški 0,5%. Upravljavška provizija pokojninskih skladov pa se giblje od 0,8% do 1,5%.

4.5. DONOSNOST IN VARNOST PREMOŽENJA TER STRUKTURA NALOŽB

Donosnost pokojninskega sklada je za zavarovanca eden najpomembnejših dejavnikov, ki vpliva na odločitev o izbiri sklada. Odvisna je od njegove naložbene strukture. Tako naložbe v obveznice in druge državne vrednostne papirje so manj donosne in tudi manj tvegane v primerjavi z naložbami v domače in tuje delnice. Na donosnost sklada vpliva tudi strokovnost in sposobnost upravljavca ter splošna gibanja na kapitalskih trgih.

Vzajemni pokojninski sklad Abanke, Banke Koper in Kapitalske družbe ter Pokojninska družba A in Skupna pokojninska družba zagotavljajo svojim članom zajamčen donos v višini 50% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim

letom. Sklada Delta in Leon 2 ter Pokojninska družba Moja naložba pa svojim zavarovancem zagotavljata zajamčen donos v višini 60% povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Le Skupna pokojninska družba zagotavlja svojim članom 40% minimalni zajamčen donos (Interni podatki izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, 2005). V Tabeli 6 (na str. 23) prikazujemo nominalne letne donosnosti pokojninskih skladov brez stroškov upravljanja.

TABELA 6: Letne nominalne donosnosti pokojninskih skladov po posameznih letih v obdobju 2002 – 2004

Pokojninski sklad	Letna nominalna stopnja donosa (v %)		
	2002	2003	2004
A III	33,25	11,20	9,55
OVPS	27,32	13,99	10,41
LEON 2	10,78	11,56	9,41
KVPS	12,31	10,92	8,02
DELTA	23,86	12,00	10,34
Pokojninska družba A	13,75	10,15	n.p.
Prva pokojninska družba	14,60	10,56	8,00
Skupna pokojninska družba	12,40	12,60	8,00
Moja naložba	15,60	10,60	8,30

Vir: Interni podatki izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, 2005.

Razlike v donosnostih med posameznimi skladi so minimalne, saj so tudi razlike v strukturi njihovih naložb izredno majhne. Povprečna nominalna donosnost vseh pokojninskih skladov v proučevanem obdobju (2002–2004) je kumulativno znašala 13,3%. Najvišjo donosnost so skladi dosegli v letu 2002 in je znašala 18,7%, medtem, ko je bila najnižja donosnost v letu 2004, saj je znašala 9,2%. Če primerjamo sklade po povprečni nominalni donosnosti med seboj, lahko ugotovimo, da se je v proučevanem obdobju najbolje odrezal VPS Abanke, ki je dosegel 18% povprečno letno nominalno donosnost, najslabše pa se je odrezal VPS Kapitalske družbe. Zaradi pomanjkanja vseh podatkov, je iz analize izvzeta Pokojninska družba A.

Osnovni cilji naložbene politike posameznega pokojninskega sklada so donosnost, varnost, likvidnost in ustrezna razpršenost naložb. Upravljavci skladov si prizadevajo za dolgoročno stabilno rast vrednosti premoženja pri nizkem oziroma srednjem tveganju, zato se večinoma odločajo za konzervativno naložbeno politiko. Sredstva sklada nalagajo v domače in tuje vrednostne papirje. Pri nalaganju v domače dolžniške vrednostne papirje je poudarek na državnih obveznicah. Poleg tega pokojninski skladi sredstva nalagajo tudi v delnice podjetij z visoko bonitetno oceno, vzajemne sklade, depozite in denarna sredstva. Upravljavci pokojninskih skladov se redkeje odločijo za naložbe v tuje vrednostne papirje, vendar je

pričakovati, da se bo delež teh naložb počasi povečeval. Če se odločijo za naložbe v tuje vrednostne papirje, največkrat izberejo državne, bančne in podjetniške obveznice. Naložbena struktura pokojninskih skladov po posameznih letih predstavljamo v Tabeli 7 (na str. 24).

TABELA 7: Skupna vrednost in struktura naložb pokojninskih skladov konec posameznega leta v obdobju 2002 – 2004

Vrsta naložbe	Pokojninske družbe		Vzajemni pokojninski skladi	
	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)	Vrednost (v mio SIT)	Delež (v %)
	31.12.2002		31.12.2002	
Državni VP	6.924	52,9	2.782	47,4
Bančni depoziti	3.408	26,0	1.574	26,8
Drugi VP	2.719	20,8	1.428	24,3
Ostalo	47	0,4	91	1,5
Skupaj	13.098	100	5.875	100
	31.12.2003		31.12.2003	
Državni VP	14.642	52,7	11.572	23,7
Bančni depoziti	7.226	26,0	31.340	64,3
Drugi VP	5.880	21,2	5.648	11,6
Ostalo	14	0,1	194	0,4
Skupaj	27.762	100	48.755	100
	30.9.2004		30.9.2004	
Državni VP	18.790	46,7	20.609	30,8
Bančni depoziti	14.300	35,5	42.123	62,9
Drugi VP	6.990	17,4	3.803	5,7
Ostalo	195	0,5	403	0,6
Skupaj	40.275	100	66.938	100

Vir: Finančni trgi, 2005, str. 7.

Iz Tabele 7 vidimo, da pokojninski skladi izvajajo konzervativno naložbeno politiko, saj med njihovimi naložbami prevladujejo naložbe v državne vrednostne papirje, največkrat obveznice. Na drugem mestu po pomembnosti so bančni depoziti, na tretjem mestu pa drugi vrednostni papirji, preostalih naložb pa je sorazmerno malo.

5. MERJENJE USPEŠNOSTI UPRAVLJANJA PREMOŽENJA POKOJNINSKIH (IN DRUGIH) SKLADOV

K uspešnemu poslovanju pokojninskih skladov vpliva dobro zasnovana in dosledno izvajana naložbena politika. Za pokojninske sklade je značilno dolgoročno poslovanje, tako z

naložbenega vidika kot glede na naravo njihovih obveznosti. To praktično pomeni, da lahko v okviru svoje investicijske politike nalagajo v posamezne dolgoročne naložbe za obdobje nekaj deset let. Te oblike investiranja praviloma prinašajo višje donose kot kratkoročne naložbe, zato je takšna investicijska politika še toliko bolj upravičena.

Samo strukturo premoženja pokojninskega sklada pa ne določa samo donosnost naložb, ampak imajo pomembno vlogo tudi upraviteljev ter zavarovančev odnos do tveganja, razvitost posameznih finančnih trgov, regulacija, dolžina investicijskega horizonta ter nazadnje tudi zakonske omejitve, ki največkrat določajo minimalne ali maksimalne deleže posameznih naložbenih skupin v premoženju sklada.

Vrednotenje uspešnosti pokojninskega sklada pomeni periodično ugotavljanje rezultatov premoženja sklada z vidika realizirane donosnosti ter z vidika tveganja, ki ga je nosil investitor v pokojninskem skladu. Pri tej analizi se mora uporabiti ustrezna merila donosnosti in tveganja, kot tudi izvajati primerjave z drugimi tržnimi indeksi ter premoženjem drugih pokojninskih skladov. Pri vrednotenju pretekle uspešnosti je še posebej pomembno, da se izvajalci zavedajo, kako so prišli do dobljenih rezultatov, da bodo lahko te v prihodnje izboljšali oziroma popravili dosedanjo investicijsko politiko, če le ta ni zadovoljiva.

Z ustrezno razpršitvijo naložb premoženja bo pričakovana donosnost postala veliko bolj predvidljiva, ker bo razpon mogočih donosnosti manjši. Cilj diverzifikacije je tako v zmanjšanju tveganja, kot tudi v iskanju tistih kombinacij med pričakovanimi donosi in tveganjem, ki predstavljajo čim višjo vrednost premoženja.

Merila uspešnosti, ki jih bom opisala v nadaljevanju, upoštevajo tako donosnost kot tveganje premoženja, ter merijo t.i. tveganju prilagojeno donosnost pokojninskih skladov. Predstavili bomo Sharpov, Treynorjev in Jensenov koeficient, ter merilo uspešnosti M^2 , ki jih bomo uporabili tudi pri oceni donosnosti slovenskih pokojninskih skladov.

5.1. SHARPOV KOEFICIENT

Sharpov koeficient primerja presežno donosnost premoženja z variabilnostjo njegove donosnosti v proučevanem obdobju. Presežna donosnost ali premija za tveganje je definirana kot donosnost, ki presega donosnost netvegane naložbe. Sharpov koeficient meri realizirano presežno donosnost na enoto celotnega tveganja, kjer je celotno tveganje merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja. Sharpov koeficient se lahko imenuje tudi merilo nagrade na enoto tveganja, izračuna se ga po naslednji formuli (Strong, 2003, str. 474):

$$SHP_p = (ar_p - ar_f) / \sigma_p \quad (3)$$

ar_p = aritmetična sredina donosnosti premoženja v proučevanem obdobju;
 ar_f = aritmetična sredina netvegane donosnosti v proučevanem obdobju;
 σ_p = standardni odklon donosnosti premoženja v proučevanem obdobju.

Pozitivna vrednost Sharpovega koeficienta kaže na dobro učinkovitost poslovanja pokojninskega sklada, negativen predznak pa pomeni slabo učinkovitost poslovanja. Višja vrednost Sharpovega koeficienta pomeni večjo stopnjo donosa na enoto tveganja (Fredman, 1993, str. 67). Boljše je, če primerjamo Sharpove koeficiente primerljivih pokojninskih skladov ali premoženj med seboj. Tako je med skladi s podobno investicijsko politiko boljši tisti sklad, ki ima višji Sharpov koeficient. S Sharpovim koeficientom lahko primerjamo tudi sklade z različnimi investicijskimi politikami, pri katerih ugotavljamo, katera investicijska politika je omogočila dosežanje višje presežne donosnosti na enoto tveganja.

5.2. TREYNORJEV KOEFICIENT

Jack Treynor je leta 1965 ugotovil, da se poslovanje vzajemnih skladov medsebojno lahko primerja, kljub nihanju cen vrednostnih papirjev, različni tveganosti in investicijski politiki vzajemnih skladov (Zobavnik, 1995, str. 82). Donosnost prilagodi samo za sistematičen del celotnega tveganja. Sistematično oziroma tržno tveganje je tveganje, ki ga z razpršitvijo naložb ne moremo odpraviti. Upoštevanje le sistematičnega tveganja temelji na predpostavki, da pokojninski skladi z razpršitvijo naložb učinkovito izničijo nesistematični del tveganja.

Tako Sharpov kot Treynorjev koeficient merita razmerje med presežno donosnostjo in tveganjem, vendar Sharpov koeficient za mero tveganja upošteva tveganje celotnega premoženja, Treynorjev koeficient pa upošteva samo sistematično tveganje premoženja. Formula za izračun Treynorjevega koeficienta premoženja, TRN_p , je naslednja (Francis, 1998, str. 799):

$$TRN_p = (ar_p - ar_f) / \beta_p \quad (4)$$

ar_p = aritmetična sredina donosnosti premoženja v proučevanem obdobju;
 ar_f = aritmetična sredina netvegane donosnosti v proučevanem obdobju;
 β_p = koeficient beta premoženja v proučevanem obdobju.

5.3. JENSENOV KOEFICIENT

Jensen je namesto relativnega merila za tveganju prilagojeno donosnost uporabil absolutno merilo investicijskega poslovanja vzajemnega sklada. To merilo ne primerja vzajemne sklade le med seboj, ampak primerja tudi investicijsko poslovanje vsakega posameznega vzajemnega sklada posebej z nekim absolutnim merilom. Upravljavčeva sposobnost napovedovanja gibanja cen vrednostnih papirjev na trgu se odrazi v koeficientu α oziroma v t.i. Jensenovem koeficientu. Jensenov koeficient ali »Jensenovo alfo« opredelimo kot razliko med povprečno donosnostjo premoženja in povprečno donosnostjo primerljivega premoženja (»benchmark«), pri čemer kot primerljivo premoženje upoštevamo pričakovano donosnost premoženja, ocenjeno s pomočjo modela določanja cen dolgoročnih naložb (angl. Capital Asset Pricing Model, CAPM). Pozitivna Jensenova alfa nam pove, da je donosnost premoženja nad donosnostjo primerljivega premoženja (Zobavnik, 1995, str. 88–92). Formula za izračun koeficienta (Corrado, Jordan, 2004, str. 432):

$$\alpha_p = ar_p - (ar_f + (ar_m - ar_f) \beta_p) \quad (5)$$

α_p = mera uspešnosti alfa;

β_p = ocena tržnega tveganja premoženja;

ar_p = aritmetično povprečje donosnosti premoženja v proučevanem obdobju;

ar_f = aritmetično povprečje netvegane donosnosti v proučevanem obdobju;

ar_m = aritmetično povprečje donosnosti tržnega premoženja.

5.4. MERILO USPEŠNOSTI M^2

Leah Modigliani in Franco Modigliani sta leta 1997 predstavila novo merilo uspešnosti upravljanja, imenovano kazalec M^2 (Modigliani – Modigliani). Tako kot Sharpov koeficient tudi kazalec M^2 za mero tveganja upošteva celotno tveganje premoženja, vendar pa ga je enostavneje interpretirati, saj njegov rezultat predstavlja stopnjo donosa.

Kazalec M^2 odgovarja na vprašanje, kako dobro ali slabo bi se odrezalo proučevano premoženje glede na primerjalno (»benchmark«) premoženje, če bi obe premoženji imeli enako volatilitnost oziroma tveganje. Za izračun kazalca moramo ustvariti prilagojeno premoženje, ki bo sestavljeno iz netveganih naložb in premoženja posameznega vzajemnega sklada v takšnem razmerju, da bo prilagojeno premoženje imelo enak standardni odklon donosnosti kot primerljivo (»benchmark«) premoženje. Šele takrat, ko imata prilagojeno in primerjalno premoženje enak standardni odklon donosnosti, lahko primerjamo tudi njuni donosnosti. Formula za izračun kazalca M^2 (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 755 – 756):

$$M^2 = r_{p^*} - r_m \quad (6)$$

r_{p^*} = stopnja donosa prilagojenega premoženja v proučevanem obdobju;

r_m = stopnja donosa primerljivega (»benchmark«) premoženja v proučevanem obdobju.

6. ANALIZA DONOSNOSTI SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADOV

Ob vse večjem pomenu dodatnega prostovoljnega pokojninskega varčevanja za starost, se postavlja vprašanje kako donosni so v resnici slovenski pokojninski skladi. V tem poglavju bomo analizirali donosnost slovenskih pokojninskih skladov v obdobju od 1. januarja 2002 do 31. decembra 2004 skozi različne kazalce oziroma merila donosnosti. Najprej bomo ocenili uspešnost pokojninskih skladov glede na povprečno mesečno donosnost brez upoštevanja tveganja premoženja. Potem bomo uporabili še merila donosnosti, ki upoštevajo tveganje premoženja in merijo t.i. donosnost, prilagojeno za tveganje, katero bomo primerjali z donosnostjo primerljivega premoženja (t.i. benchmarka).

6.1. PODATKI IN METODOLOGIJA

V analizo bomo zajeli 5 vzajemnih pokojninskih skladov, ki so v proučevanem obdobju zbirali premije za prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje in so poslovali na slovenskem trgu kapitala. Za potrebe naše analize, predvsem za izračun standardnega odklona donosnosti VPS, ki je dober pokazatelj tveganja VPS, če je računano iz mesečnih podatkov o donosnosti naložb (Fredman, 1993, str. 62), potrebujemo podatke o mesečni donosnosti pokojninskih skladov. Zaradi pomanjkanja podatkov o mesečni donosnosti pokojninskih družb smo morali iz analize izključiti vse štiri pokojninske družbe, tako da bomo analizirali donosnost le za vzajemne pokojninske sklade. Čeprav je ZPIZ-1 začel veljati že 1. januarja 2000, so pokojninski skladi začeli poslovati kasneje. Zadnji je začel zbirati premije AIII vzajemni pokojninski sklad Abanke in to 1. januarja 2002, zato je ta datum tudi izbran za začetek proučevanega obdobja naše analize donosnosti.

Analiza donosnosti slovenskih pokojninskih skladov bo potekala v treh fazah. V prvi fazi (glej priloga 1, str. I-III) bomo primerjali donosnost pokojninskih skladov glede na primerjalni indeks trga, ki ga bo v tem primeru predstavljal delniški indeks SBI20. Kot merilo za ugotavljanje uspešnosti naložbene politike vlagatelji pogosto uporabljajo indeks SBI20, ki izraža vrednost določene košarice delnic. Za ta indeks se ocenjuje, da naj ustrezneje prikazuje splošno dogajanje na trgu. Primerjava z indeksom SBI20 je smiselna, če ima vlagatelj v

premoženju sklada večje število delnic. Kot pa lahko vidimo v Tabeli 7 (na str. 24), v strukturi premoženja pokojninskih skladov ne prevladujejo naložbe v delnice, zato primerjava donosnosti pokojninskih skladov z indeksom SBI20 ni najbolj ustrezna, zato bomo v drugi fazi analize primerjali donosnost pokojninskih skladov z donosnostjo indeksa minimalne zajamčene donosnosti pokojninskih skladov, v tretji pa bomo primerjali donosnost pokojninskih skladov s primerjalnimi indeksi (v nadaljevanju p.i.) za vsak posamezni pokojninski sklad. S pomočjo minimalne zajamčene donosnosti in mesečnih donosnosti posameznih vzajemnih pokojninskih skladov bomo oblikovali primerjalne indekse za vsak vzajemni pokojninski sklad posebej. Tako izračunani indeksi bodo predstavljali uspešnost »pasivno« upravljanih skladov.

Za našo analizo donosnosti bomo potrebovali nekatere podatke, ki jih bomo opredelili in izračunali v nadaljevanju. V tem poglavju bomo opredelili SBI20, minimalno zajamčeno donosnost, netvegano donosnost, povprečno mesečno donosnost ter merila tveganja pokojninskih skladov.

6.1.1. SBI20 in minimalna zajamčena donosnost pokojninskih skladov

Če hočemo pravilno oceniti donosnost pokojninskega sklada v primerjavi z donosnostjo primerljivega premoženja (t.i. benchmarka), moramo to primerljivo premoženje pravilno oblikovati. V prvi fazi analize bomo ocenili donosnost pokojninskih skladov glede na primerjalni indeks trga SBI20, ki pa ni najbolj ustrezen, saj predstavlja le tisti del premoženja pokojninskih skladov, ki je naložen v delnicah, ne zajema pa dela premoženja naloženega v obveznicah. Zato bomo v drugi fazi ocenili donosnost pokojninskih skladov glede na indeks minimalne zajamčene donosnosti pokojninskih skladov.

Slovenski borzni indeks SBI20 je vodilni indeks Ljubljanske borze. Zajema okoli 70% celotne tržne kapitalizacije delnic borzne kotacije, je tako zadovoljiv pokazatelj gibanja delniškega trga. V SBI20 je vključenih 15 delnic. Indeks SBI20 je cenovni indeks, ki ne vključuje dividend, kar pomeni, da z njim merimo spremembe tečajev vključenih delnic. Sestava indeksa SBI20 je tehtana s tržno kapitalizacijo delnic v prostem obtoku. Na ta način imajo večji vpliv na gibanje vrednosti indeksa delnice z višjo tržno kapitalizacijo. Udeležba posamezne delnice v indeksu je omejena na 10%. Ta omejitev je potrebna, da ne bi prišlo do prevelikega vpliva določenih delnic oziroma panog na gibanje vrednosti indeksa (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2005).

Indeks minimalne zajamčene donosnosti pokojninskih skladov (IMZD) v nadaljevanju bomo izračunali kot minimalno zajamčeno donosnost upoštevajoč državne obveznice z zapadlostjo več kot eno leto. Ta donosnost se izračunava vsakič iz trenutnega nabora

vrednostnih papirjev, kar pomeni, da izbor vrednostnih papirjev ni fiksen. Ko država izdaja nove vrednostne papirje, se tudi ti uvrščajo v nabor, vrednostni papirji, ki zapadejo, pa so izločeni. To je samo izhodiščna donosnost, ki naj bi silila pokojninske sklade k minimalni uspešnosti (Petavs, 2000, str. 16). Zaradi tega je primerjava realizirane donosnosti pokojninskih skladov z minimalno zajamčeno donosnostjo zanimiva. IMZD ne predstavlja pravega indeksa, gre le za minimalno donosnost pokojninskih skladov.

6.1.2. Netvegana donosnost in izračun povprečne mesečne donosnosti

Kot približek za donosnost netvegane naložbe so za potrebe naše analize najbolj primerne **šestmesečne zakladne menice Republike Slovenije**, ki so namenjene širokemu krogu investitorjev. Zaradi kratke življenjske dobe ne izplačujejo periodičnih obresti, ampak so izdane z diskontom, kar pomeni, da ob nakupu plačamo manj od njihove nominalne vrednosti, ob dospelosti pa dobimo nominalno vrednost menice z implicitnimi obrestmi. Poleg odlične likvidnosti jih odlikuje tudi varnost, saj je praktično najbolj varna naložba, ker država ne more biti nesolventna, zato se obrestne mere zakladnih menic pojmujejo kot netvegane obrestne mere. Gibanje letnih obrestnih mer šestmesečnih zakladnih menic v obdobju od konca leta 2002 do konca leta 2004 je prikazano v Prilogi 2 (str. IV)

Za izračun mesečnih donosnosti proučevanih pokojninskih skladov smo se odločili zaradi manjše volatiliteti glede na dnevne stopnje donosa, pa tudi vzajemni pokojninski skladi objavljajo enomesečno stopnjo donosa, ne pa dnevne ali tedenske stopnje donosa. V naši analizi bomo upoštevali nominalne in ne realnih mesečnih donosnosti. Razlog je v tem, da v analizi primerjamo donosnost naložb posameznih pokojninskih skladov med seboj in je vpliv inflacije enak za vse proučevane sklade. Nominalno mesečno donosnost bomo izračunali po formuli, ki smo jo uporabili za mesečne (namesto letnih) podatke. Prav tako smo izračunali nominalne mesečne donosnosti za indeksa SBI20 in IMZD. Povprečno nominalno mesečno donosnost za posamezne pokojninske sklade in indeksa v obdobju 2002–2004 bomo izračunali kot aritmetično sredino vseh 36 nominalnih mesečnih donosnosti.

6.1.3. Tveganje pokojninskih skladov

Kot mero tržnega tveganja VPS bomo v analizi upoštevali koeficient beta (β), za mero celotnega tveganja pa bomo vzeli standardni odklon donosnosti pokojninskega sklada (σ). **Koeficient beta** meri variabilnost naložbe relativno na variabilnost povprečne naložbe na trgu. Beto, za posamezno naložbo ali premoženje oz. sklad, lahko izračunamo po naslednji formuli (Mramor, 2000, str. 98):

$$\beta_i = Cov_{i,m} / \sigma_m^2 \quad (7)$$

kjer je ($Cov_{i,m}$) kovarianca med donosnostjo premoženja in donosnostjo tržnega premoženja v danem časovnem obdobju, (σ_m^2) pa varianca donosnosti tržnega premoženja v istem obdobju. Za podpovprečno tvegane naložbe zavzame koeficient beta vrednosti med 0 in 1, za nadpovprečno tvegane naložbe pa ima vrednost večjo od 1.

Najpogosteje se kot mera celotnega tveganja uporabljata **varianca in standardni odklon**. Merita, koliko možni donosi odstopajo od pričakovanega. Čim večje je izmerjeno odstopanje, tem večja je verjetnost, da prihodnji donos ne bo enak pričakovanemu in s tem tveganje naložbe. Varianca je tehtana vsota kvadratov odklonov možnih donosov od pričakovanega; standardni odklon pa je kvadratni koren variance (Mramor, 2000, str. 79).

V tabeli 8 predstavljamo osnovne podatke vzajemnih pokojninskih skladov in indeksov SBI20 ter minimalne zajamčene donosnosti, ki jih potrebujemo za izračun donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov. Poleg standardnega odklona donosnosti in povprečne mesečne donosnosti VPS predstavljamo tudi koeficiente beta. Za prvo fazo analize smo uporabili koeficiente beta-SBI⁴, za drugo koeficiente beta-IMZD⁵ ter za tretjo koeficiente beta-p.i.VPS⁶.

TABELA 8: Povprečna mesečna donosnost, standardni odklon, beta-SBI, beta-IMZD in beta-p.i. VPS proučevanih vzajemnih pokojninskih skladov v obdobju 2002-2004.

VPS	Povprečna mesečna donosnost (v %)	Standardni odklon (v %)	Beta-SBI	Beta-IMZD	Beta-p.i. VPS
AIII	1,37	1,60	0,064	0,278	0,299
LEON 2	0,84	0,27	0,017	0,031	0,10
DELTA	1,20	1,19	0,199	0,373	0,364
KVPS	0,83	0,28	0,034	0,205	0,30
OVPS	1,32	0,89	0,115	0,691	0,621
POVPREČJE	1,11	0,85	0,086	0,316	0,337
SBI20	2,42	4,66	1	n.p.	n.p.
IMZD	0,53	0,14	0,48	1	n.p.

Vir: Lastni izračuni.

⁴ Koeficient beta-SBI za posamezni VPS smo izračunali iz mesečnih donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov in mesečnih donosnosti indeksa SBI20 po formuli (7).

⁵ Koeficient beta-IMZD za posamezni VPS smo izračunali iz mesečnih donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov in mesečnih donosnosti minimalne zajamčene donosnosti po formuli (7).

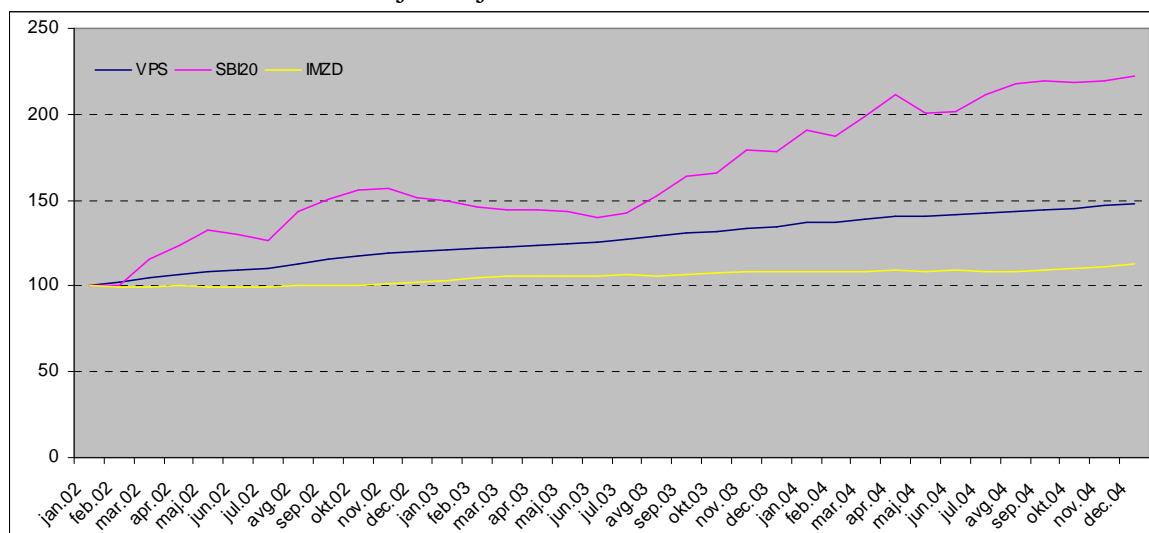
⁶ Koeficient beta-p.i. VPS za posamezni VPS smo izračunali iz mesečnih donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov in mesečnih donosnosti primerjalnih indeksov posameznih vzajemnih pokojninskih skladov po formuli (7).

6.2. PRIMERJAVA GIBANJA DONOSNOSTI INDEKSOV SBI20, IMZD IN PROUČEVANIH VPS TER POSAMEZNIH IN POVPREČNEGA VPS

Za ocenjevanje uspešnosti upravljanja vzajemnih pokojninskih skladov je zanimivo primerjati donosnost vzajemnih pokojninskih skladov z donosnostjo primerljivih naložb oz. primerljivega premoženja ali indeksa. Na Sliki 1 prikazujemo gibanje baznih indeksov donosnosti povprečja proučevanih vzajemnih pokojninskih skladov, SBI20 in IMZD v obdobju 2002–2004.

S Slike 1 in Tabele 8 (na str. 31) lahko ugotovimo, da je bila povprečna mesečna donosnost trga najvišja in je na mesečni ravni znašala 2,42%; povprečna mesečna donosnost proučevanih VPS je v istem obdobju znašala le 1,11%, povprečna mesečna donosnost IMZD pa je bila le 0,53%. VPS so imeli višjo povprečno donosnost kot IMZD, a hkrati nižjo povprečno donosnost kot trg. S Slike 1 vidimo, da je mesečna donosnost indeksa SBI20 naraščala najhitreje, donosnost indeksa IMZD pa najpočasneje.

SLIKA 1: Gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti indeksa SBI20, IMZD, povprečje donosnosti vseh proučevanih VPS v obdobju 2002–2004 z osnovo v mesecu januarju 2002

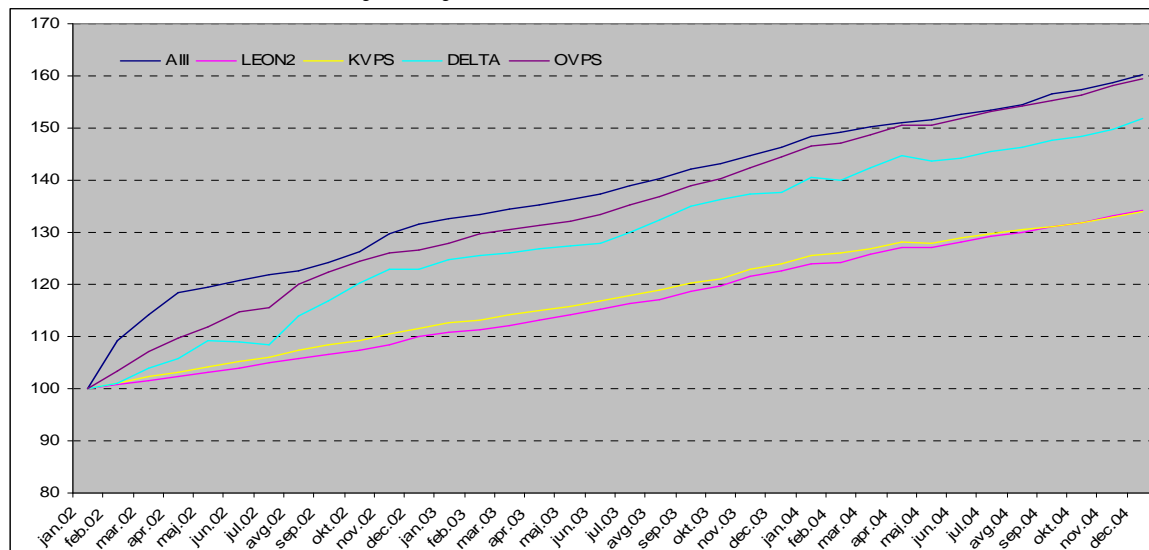


Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2005; Kapitalska družba, 2005 in lastni izračuni.

V Sliki 2 (na str. 33) prikazujemo gibanje baznih indeksov mesečne donosnosti proučevanih VPS v obdobju 2002–2004. Vidimo, da so mesečne donosnosti proučevanih VPS precej različne, saj so tudi razlike v investicijski politiki ter uspešnosti upravljalcev posameznih skladov različne. Najvišjo povprečno mesečno donosnost je dosegel VPS AIII, najnižjo pa KVPS. Donosnost VPS je do prve polovice leta 2002 naraščala izredno dinamično, potem pa

se je rast nekoliko umirila, kar je verjetno posledica splošnega umirjanja dogajanja na trgu pokojninskih zavarovanja ter zaradi nespremenjene naložbene politike.

SLIKA 2: Gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti posameznih VPS v obdobju 2002–2004 z osnovo v januarju 2002



Vir: Lastni prikaz.

6.3. ANALIZA DONOSNOSTI OB UPOŠTEVANJU TVEGANJA

V tem poglavju bomo predstavili in interpretirali izračune različnih prej omenjenih mer donosnosti oz. uspešnosti upravljanja naložb v proučevanih VPS. V tabeli 9 (na str. 34) prikazujemo merila donosnosti proučevanih VPS glede na donosnost IMZD in v tabeli 10 (na str. 34) glede na primerjalne indekse posameznega VPS v istem proučevanem obdobju. Rezultate bomo v nadaljevanju tudi komentirali.

TABELA 9: Izbrane mere donosnosti VPS glede na IMZD v obdobju 2002–2004

VPS	Povprečna mesečna donosnost (v %)	SHP ^a	TRN (v %) ^b	ALFA (v %) ^c	M ² (v %) ^d
AIII	1,37	0,513	2,952	0,826	0,229
LEON 2	0,84	1,076	9,375	0,291	0,506
DELTA	1,20	0,547	1,744	0,658	0,414
KVPS	0,83	1,002	1,369	0,285	0,275
OVPS	1,32	0,866	1,115	0,784	0,485
POVPREČJE	1,11	0,801	3,311	0,569	0,382
SBI 20	2,42	0,401	n.p.	n.p.	n.p.
IMZD	0,53	0,019	-0,019	n.p.	n.p.

^a SHP je oznaka za Sharpov koeficient, ki smo ga izračunali po formuli (3) za vsak VPS posebej.

^b TRN je oznaka za Treynorjev koeficient, ki smo ga izračunali po formuli (4) za vsak VPS posebej.

^c ALFA je oznaka za Jensenov koeficient, ki smo ga izračunali po formuli (5) za vsak VPS posebej.

^d M² je oznaka za merilo uspešnosti M², ki smo ga izračunali po formuli (6) za vsak VPS posebej.

Vir: Lastni izračuni.

TABELA 10: Izbrane mere donosnosti VPS glede na primerjalne indekse posameznih VPS v obdobju 2002–2004

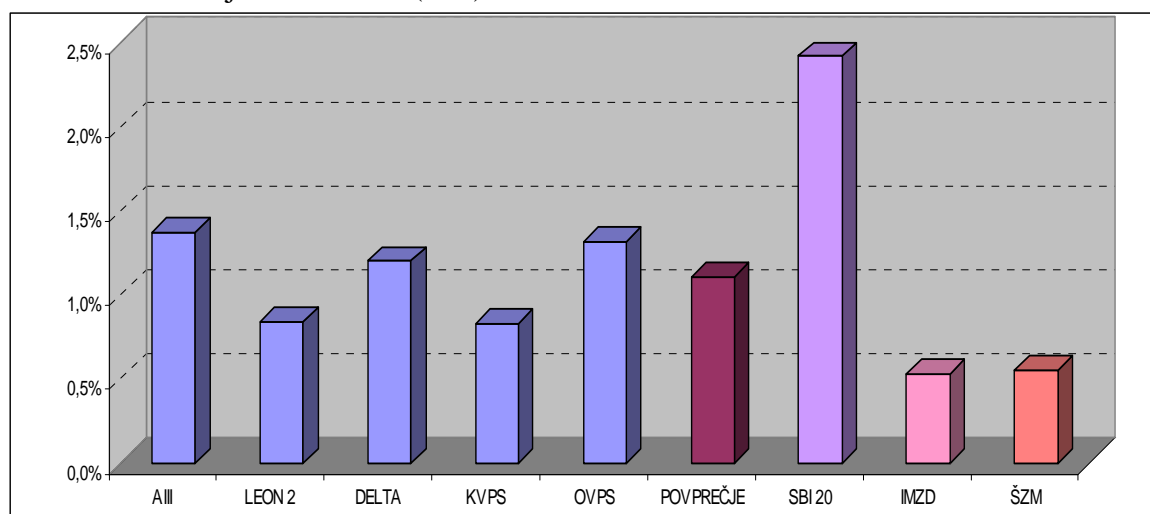
VPS	SHP-p.i. VPS	TRN (v %)	TRN-p.i. VPS (v %)	ALFA (v %)	M ² (v %)
AIII	0,332	2,745	2,319	0,653	0,376
LEON 2	0,878	2,906	2,126	0,235	0,574
DELTA	0,422	1,787	1,143	0,447	0,448
KVPS	0,891	0,935	0,633	0,112	0,328
OVPS	0,693	1,241	0,889	0,422	0,561
POVPREČJE	0,643	1,923	1,402	0,374	0,458

Vir: Lastni izračuni

6.3.1. Povprečna mesečna donosnost proučevanih VPS

Povprečna mesečna donosnost je najbolj enostaven kazalec donosnosti VPS, vendar pa ta kazalec ni najboljši, saj ne upošteva tveganja premoženja. Tako imata lahko dva VPS enako mesečno donosnost, a različna standardna odklona, kar pomeni, da je sklad z nižjim standardnim odklonom bolje upravljan in manj tvegan, kot sklad z višjim standardnim odklonom. Na Sliki 3 predstavljamo povprečne mesečne donosnosti proučevanih VPS, indeksa SBI20, IMZD ter šestmesečnih zakladnih menic.

SLIKA 3: Povprečne mesečne donosnosti posameznih VPS, SBI20, IMZD in ŠZM^e v obdobju 2002–2004 (v %)



^kKratika ŠZM predstavlja šestmesečne zakladne menice.

Vir: Lastni prikaz.

S Slike 3 vidimo, da je povprečna mesečna donosnost vseh VPS presegla donosnost IMZD, medtem ko nobenemu VPS ni uspelo preseči povprečne mesečne donosnosti indeksa trga vrednostnih papirjev SBI20, ki je znašala 2,42%. Najvišjo povprečno mesečno donosnost (1,37%) je v proučevanem obdobju dosegel AIII VPS, ki ga upravlja Abanka Vipa, najnižjo povprečno mesečno donosnost (0,83%) pa je dosegel KVPS, ki ga upravlja Kapitalska družba.

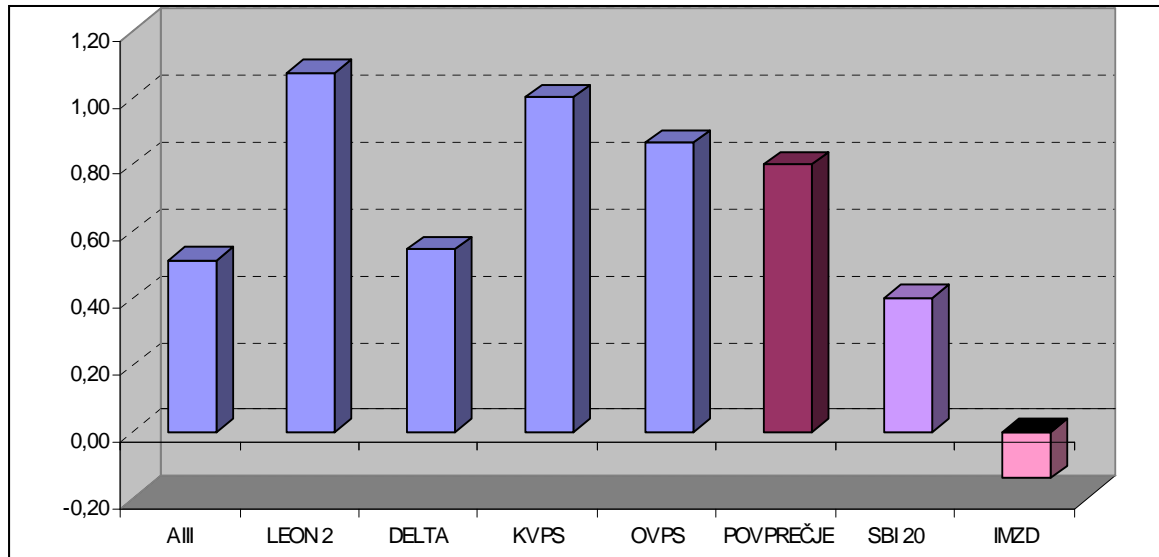
6.3.2. Sharpov koeficient donosnosti proučevanih VPS

Na Sliki 4 (na str. 36) predstavljamo vrednosti Sharpovih koeficientov za posamezne VPS, indeksa SBI20 in IMZD za obdobje 2002-2004. S Slike 4 (na str. 36) lahko vidimo, da so vrednosti koeficientov za vse VPS pozitivne, kar pomeni relativno dobro upravljanje skladov, le IMZD je negativen, kar ni ravno najbolje. Tudi primerjava koeficientov VPS s indeksom trga SBI20 pokaže, da so vsi skladi presegli indeks SBI20. Nizka vrednost Sharpovega indeksa za SBI20 je zaradi visokega standardnega odklona, ki je v proučevanem obdobju znašal kar 4,66%; standardni odklon povprečnega VPS pa le 0,85%. Negativna vrednost IMZD je posledica nizke povprečne mesečne donosnosti indeksa (0,53%), ki je bila nižja od povprečne mesečne netvegane donosnosti (0,55%).

S Slike 4 tudi vidimo, da je bil med vsemi VPS, ob upoštevanju tveganja, sklad Leon 2 najboljše upravljan med vsemi, saj je ustvaril kar 107,6 bazičnih točk presežne donosnosti na

enoto tveganja. Ta rezultat ni presenetljiv, saj se sklad Leon 2, kljub dokaj najnižji povprečni mesečni donosnosti, uvršča med najmanj tvegane sklade z najnižjim standardnim odklonom donosnosti (0,27%). Najslabši rezultat je dosegel AIII VPS s samo 51 bazičnimi točkami presežne donosnosti na enoto tveganja, ki je najbolj tvegan VPS (standardni odklon 1,60%).

SLIKA 4: Sharpovi koeficienti za proučevane VPS, SBI20 in IMZD v obdobju 2002–2004

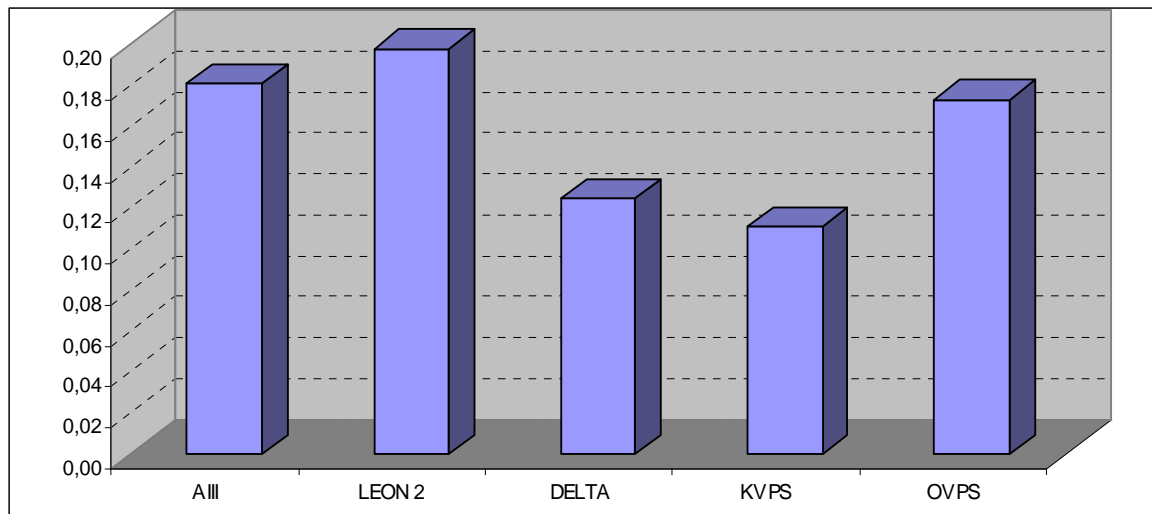


Vir: Lastni prikaz.

Na Sliki 5 (na str. 37) prikazujemo razlike med Sharpovim koeficientom posameznih VPS glede na njihov primerjalni indeks v obdobju 2002–2004. S Slike 5 (na str. 37) lahko razberemo, pozitiven rezultat aktivnega upravljanja VPS glede na »pasivno«⁷. Vsi VPS so bili uspešni pri aktivnem upravljanju. Najbolje aktivno upravljan VPS, glede na proučevani kazalec, je bil VPS Leon 2, najslabše pa je bil upravljan Kapitalski vzajemni pokojninski sklad.

⁷ »Pasivno« upravljan vzajemni pokojninski sklad predstavlja fiksno strukturo premoženja vzajemnega pokojninskega sklada, ki odraža vnaprej opredeljeno naložbeno politiko sklada v proučevanem obdobju.

SLIKA 5: Razlika med Sharpovim koeficientom posameznih VPS glede na njihov primerjalni indeks v obdobju 2002–2004 (v odstotnih točkah).



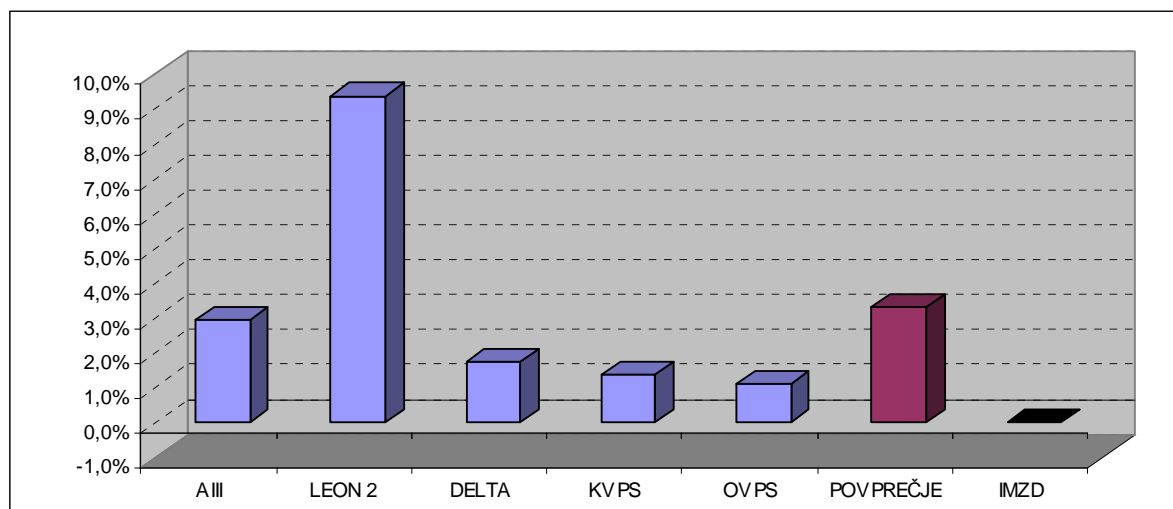
Vir: Lastni prikaz.

6.3.3. Treynorjev koeficient proučevanih VPS

Za izračun Treynorjevih koeficientov smo najprej uporabili indeks SBI20, nato še IMZD, potem pa še primerjalne indekse posameznih VPS.

Koeficiente prikazujemo v Sliki 6 (na str. 38), iz katere vidimo, da so imeli VPS dobro razpršeno premoženje. S slike tudi vidimo, da je VPS Leon 2, glede na Treynorjev koeficient premagal vso konkurenco, saj je za vsako dodatno enoto tveganja premoženja pridobil 9,38% donosnosti. Poleg VPS Leon 2 sta bila med najuspešnejšimi tudi VPS AIII in Delta. VPS AIII se je po Sharpovem koeficientu prebil na dno lestvice, vendar se je zaradi najmanjšega sistematičnega dela tveganja prebil na drugo mesto po Treynorjevem koeficientu. Najmanj uspešen med vsemi je bil OVPS Banke Koper, ki je imel tudi najvišje sistematično tveganje ($\beta=0,691$).

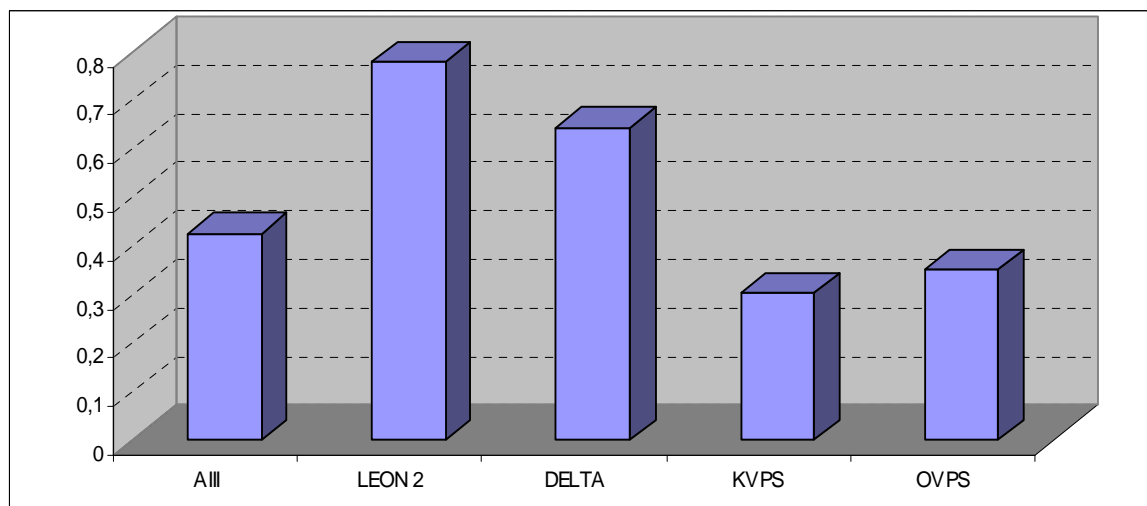
SLIKA 6: Treynorjevi koeficienti za posamezne VPS glede na IMZD v obdobju 2002–2004



Vir: Lastni prikaz.

Na Sliki 7 prikazujemo presežke Treynorjevih koeficientov za posamezne VPS glede na primerjalne indekse VPS v obdobju 2002 – 2004. S slike lahko ugotovimo, da so bili vsi proučevani VPS uspešni pri aktivnem upravljanju, ker je razmerje med presežno donosnostjo in tveganjem pri aktivnem upravljanju višje od tega razmerja pri »pasivnem« upravljanju VPS. Med vsemi se je najbolje odrezal VPS Leon 2, medtem ko je bil najslabše med vsemi upravljan Kapitalski vzajemni pokojninski sklad.

SLIKA 7: Presežek Treynorjevih koeficientov VPS glede na primerjalne indekse VPS v obdobju 2002–2004

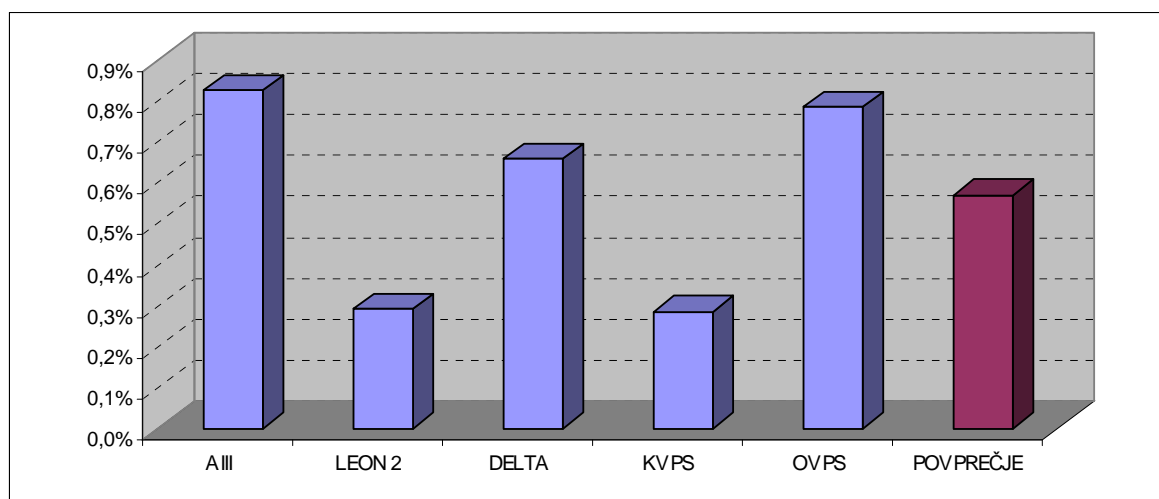


Vir: Lastni prikaz.

6.3.4. Jensenov koeficient za proučevane VPS

Na Sliki 8 prikazujemo Jensenove koeficiente posameznih VPS glede na IMZD v obdobju 2002-2004. Pri Jensenovih koeficientih je slika drugačna kot pri Sharpovih in Treynorjevih koeficientih, ko je bil najbolje upravljan VPS Leon 2. Glede na Jensenov koeficient izstopata VPS AIII in OVPS Banke Koper. Jensenov koeficient za VPS AIII znaša 0,83%, kar pomeni, da je donosnost premoženja VPS AIII nad donosnostjo, ki bi jo pričakovali ob upoštevanju tržnega premoženja. Ker znaša tveganju prilagojena mesečna tržna donosnost 0,12 odstotnih točk nad mesečno donosnostjo šestmesečnih zakladnih menic, je VPS AIII »premagal trg«, saj tveganju prilagojena mesečna donosnost premoženja znaša 0,82 odstotnih točk nad donosnostjo šestmesečnih zakladnih menic. Presenetljivo dobro sta se odrezala tudi OVPS Banke Koper in VPS Delta. Najslabše se je odrezal KVPS, saj je njegova mesečna donosnost nad donosnostjo, pričakovano ob tržnem tveganju, le 0,29%.

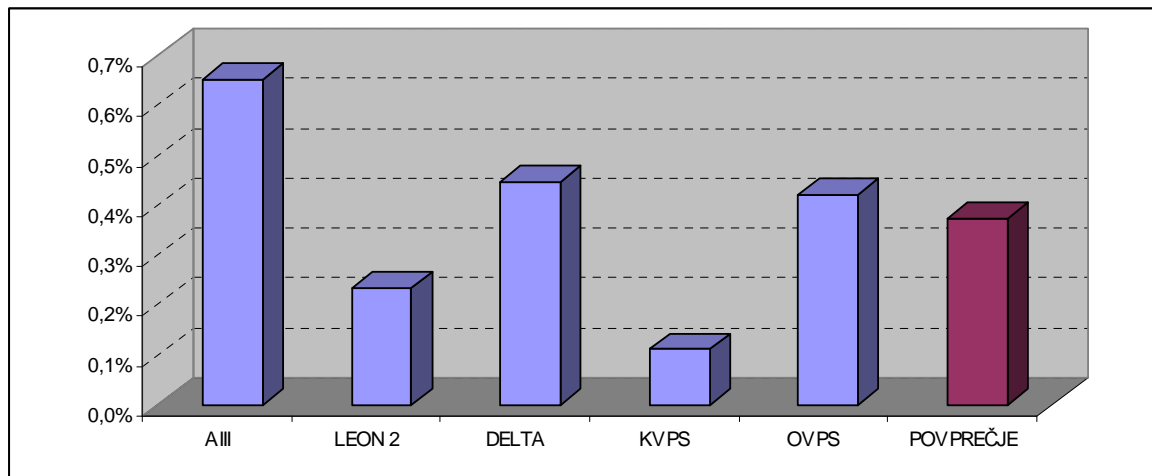
SLIKA 8: Jensenove alfe za posamezne VPS glede na IMZD v obdobju 2002–2004



Vir: Lastni prikaz.

Jensenovi koeficienti VPS glede na primerjalne indekse VPS v obdobju 2002–2004 prikazujemo na Sliki 9 (na str. 40). Vidimo lahko, da je VPS AIII dosegel presežno mesečno donosnost, ki znaša 65 bazičnih točk. Na drugo mesto se je uvrstil VPS Delta s presežno mesečno donosnostjo 45 bazičnih točk, sledijo mu OVPS banke Koper, Leon 2 in KVPS s presežno mesečno donosnostjo 11 bazičnih točk.

SLIKA 9: Jensenove alfe za posamezne VPS glede na primerjalne indekse VPS v obdobju 2002–2004

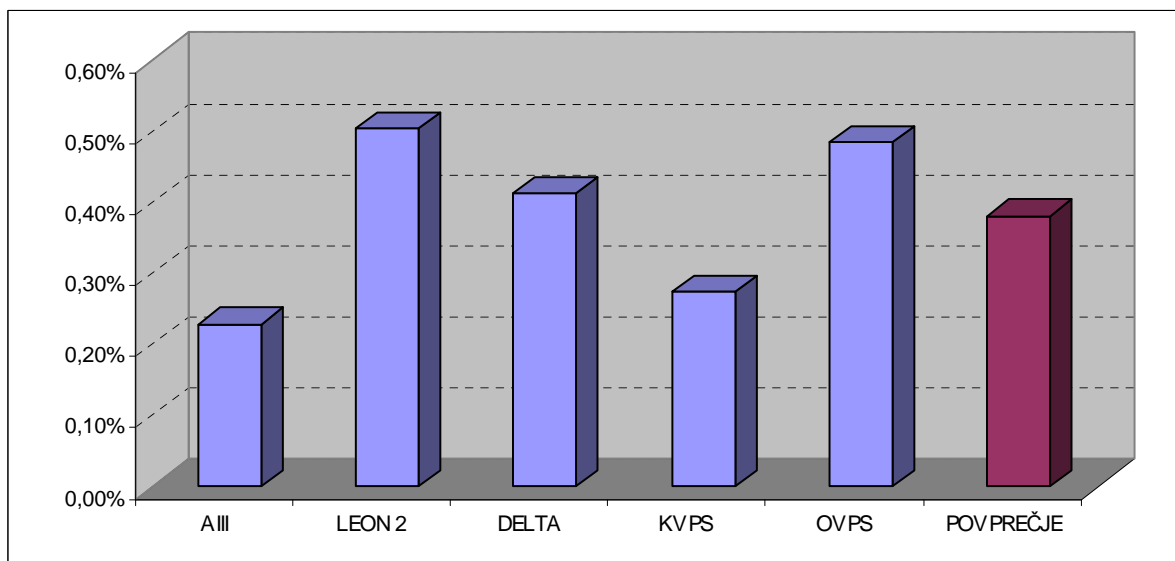


Vir: Lastni prikaz.

6.3.5. Merilo uspešnosti M^2

Kazalce M^2 posameznih VPS glede na IMZD prikazujemo na Sliki 10 (na str. 41). Pozitivni kazalci M^2 pomenijo, da so vsi VPS, ob predpostavki enake tveganosti oziroma volatilnosti kot »benchmark« IMZD, preseгли njegovo povprečno mesečno donosnost. S Slike 10 (na str. 41) vidimo, da je najboljši rezultat dosegel VPS Leon 2, saj je njegova presežna mesečna donosnost glede na IMZD znašala 0,51%. Najmanjši presežek mesečne donosnosti je dosegel VPS AIII, in sicer 0,23%. Dobro se je odrezal tudi OVPS Banke Koper, saj je njegova presežna mesečna donosnost znašala 0,28%.

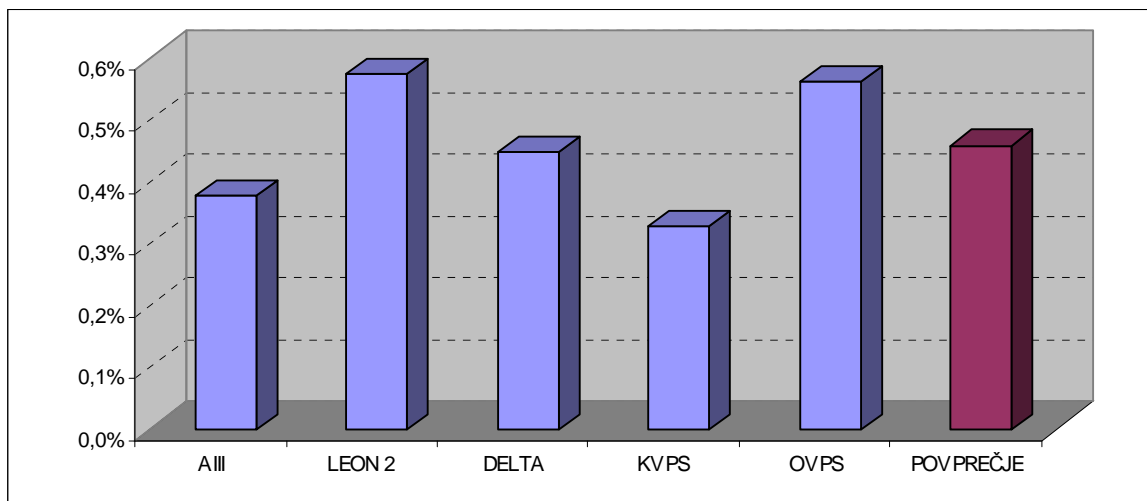
SLIKA 10: Koefficienti M^2 za posamezne VPS glede na IMZD v obdobju 2002–2004 (v odstotnih točkah)



Vir: Lastni prikaz.

Aktivno donosnost VPS v obdobju 2002–2004 prikazujemo na Sliki 11. Znova je najbolj aktivno upravljan VPS Leon 2, ki je dosegel najvišji presežek mesečne donosnosti glede na »pasivno« upravljan sklad. Takoj na drugo mesto se je prebil OVPS Banke Koper, ter na tretje VPS Leon 2. Na zadnje mesto pa se je znova uvrstil KVPS.

SLIKA 11: Kazalci M^2 za posamezne VPS glede na primerjalne indekse VPS v obdobju 2002–2004



Vir: Lastni prikaz.

6.4. PRIHODNOST POKOJNINSKIH SKLADOV V SLOVENIJI

Leta 2000 spremenjen zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju je vplival na razvoj slovenskih pokojninskih skladov. Iz leta v leto se povečuje število zavarovancev v pokojninskih skladih, kar pozitivno vpliva na trg kapitala, naložbeno industrijo ter eksistenčno varnost zavarovancev. Na dolgi rok lahko pričakujemo, večji obseg dolgoročnega in hkrati agregatnega varčevanja, razvoja varčevalnih instrumentov in ustanov finančnega trga.

Največja prelomnica v letu 2004 je bila vključitev javnih uslužbencev v pokojninsko zavarovanje, posledica tega je podvojen obseg premij, povečanje števila članov za 10% ter okrepitev drugega pokojninskega stebra. Kljub vsemu pa je še vedno sorazmerno nizek delež zaposlenih oseb, ki so vključene v PDPZ. Povečati bi se morale število zavarovancev, predvsem mlajših, tako bi bila zavarovanost prebivalstva večja ter bi ponudnike PDPZ sililo k bolj poslovnemu ravnanju z zavarovanci.

Država je prek davčnih spodbud in mehanizma zagotavljanja zajamčene donosnosti, vezane na državne obveznice, v začetni fazi vzpostavila zaupanje prebivalstva in odigrala pomembno vlogo pri spodbujanju razvoja ponudnikov prostovoljnih dodatnih pokojninskih zavarovanj. Kljub hitri in spodbudni dinamiki vsi pokojninski skladi še vedno izvajajo enake naložbene politike, ki niso prilagojene značilnostim in potrebam njihovih zavarovancev. Premoženje pokojninskih skladov pretežno vključuje konservativne naložbe, predvsem državne vrednostne papirje. Vzrok je v neustreznosti opredelitve instrumenta zajamčene donosnosti, ki ne zagotavlja ustreznih spodbud za oblikovanje zavarovancem prilagojenih naložbenih politik pokojninskih skladov (Berk, Skok, 2005, str. 24).

V naslednji fazi razvoja dodatnega pokojninskega sistema v Sloveniji je treba zagotoviti prave spodbude upravljavcev pokojninskih skladov, da bi približali naložbeno politiko posameznemu zavarovancu. Pri vključitvi v sistem naj bi strokovnjaki s pomočjo vprašalnikov glede odnosa zavarovanca do tveganja in osebnih razgovorov skrbeli, da bi zavarovanci v okviru pokojninskega varčevanja izbrali zanje najprimernejšo sestavo naložb. Ta naj bi odsevala dolžino posameznikovega naložbenega obdobja, njegovo nenaklonjenost tveganju in sestavo njihovega celotnega premoženja. Zaradi stroškovne upravičenosti je smiselno, da bi bil nabor naložb sprva omejen na dva sklada: sklad netveganih državnih vrednostnih papirjev in sklad delnic. Z nadaljnjo rastjo sredstev v pokojninskih skladih pa bi omogočali široko razpršitev med več delniškimi in obvezniškimi skladi ter skladi alternativnih naložb (Berk, Skok, 2005, str. 24).

Pomembna posledica tovrstne ureditve bi bila odprava zajamčene donosnosti, saj je le-ta nepotrebna in zavarovancem povzroča oportunitetno izgubo (Berk, Skok, 2005, str. 24).

7. SKLEP

Bistvena novost, ki jo je v Sloveniji prinesla pokojninska reforma leta 2000, je uvedba prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja in s tem razvoj pokojninskih skladov. Slednji so še vedno v začetnih fazah razvoja. Iz leta v leto narašča obseg sredstev pokojninskih skladov, kar ugodno vpliva na trg kapitala, naložbeno industrijo in eksistenčno varnost zavarovancev.

Slovenski pokojninski skladi so namenjeni dolgoročnemu varčevanju za starost, zato je prav, da je predpisan minimalen donos pokojninskega varčevanja in so tako stranke zavarovane. Z določeno minimalno stopnjo donosa naj bi bilo zagotovljeno, da bo ohranjena vsaj realna vrednost privarčevanih sredstev. Država količinsko omejuje pokojninske sklade tudi pri nalaganju v delnice. Tako minimalna zajamčena donosnost vezana na državne vrednostne papirje in relativno nizek dovoljen delež naložb v delnice spodbujata pokojninske sklade predvsem nalaganje v državne vrednostne papirje. Pod temi pogoji ni smiselno vlagati v delnice in s tem sprejemati višje tveganje. Zaradi tega je, poleg dodatnega pokojninskega zavarovanja, smiselno skleniti še rentno, življenjsko ali katero drugo obliko zavarovanja, ki nudi možnost rentnega izplačila v obliki pokojnine. Vendar pa ne smemo pozabiti, da je osnovni namen prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja zagotavljanje dodatne pokojnine.

Analiza donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov (VPS) je pokazala, da je najbolj donosen VPS Leon 2, ki ga upravlja zavarovalnica Generali, saj je dosegel najboljše rezultate glede na obravnavana merila donosnosti. Ti rezultati so razumljivi, saj je imel VPS Leon 2 najnižje tveganje. Relativno slabo se je odrezal največji slovenski VPS, Kapitalski vzajemni pokojninski sklad, ki ga upravlja Kapitalska družba.

Z vidika povprečne donosnosti so vsi VPS presegli povprečno donosnost indeksa minimalne zajamčene donosnosti (IMZD), medtem ko ni nobeden VPS presegel indeksa trga SBI20. Po drugi strani lahko pri Sharpovem koeficientu, ki meri donosnost prilagojeno za tveganje, ugotovimo, da so vsi proučevani VPS presegli indeks trga in IMZD.

Proučevani VPS so bili glede na vsa obravnavana merila uspešnejši od posameznih primerjalnih indeksov vzajemnih pokojninskih skladov, ki predstavljajo »pasivno« upravljane sklade, kar dokazuje, da so bili uspešni pri aktivnem upravljanju, ne pa tudi, da je bila uspešnost dejansko rezultat uspešne izbire naložb.

LITERATURA

1. Berk Aleš, Skok Meta: Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005)3, str. 17-24.
2. Bešter Helena, Plavšak Nina: Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje in pokojninski skladi. GV Izobraževanje. Ljubljana : Inštitut za delovna razmerja, 1999. 22 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. New York : McGraw-Hill, 1999. 967 str.
4. Corrado Charles J., Jordan Bradford D.: Fundamentals of investments; valuation and management. New York : McGraw-Hill, 2004. 682 str.
5. Dolinar Vera: Ponudba dodatnega pokojninskega zavarovanja pri AIII vzajemnem pokojninskem skladu Abanke. Ljubljana : Abanka Vipa, 2004. 16 str.
6. Francis Jack C.: Management of investments. New York : McGraw-Hill, 1998. 826 str.
7. Fredman Albert J., Russ Willes: How Mutual Funds Work. New York : New York Institute of finance, 1993. 334 str.
8. Gornjak Mojca: Pokojninski skladi v Sloveniji. Kapital, Ljubljana, 9(1999), 223/224, str. 28-29.
9. Homan Nataša: Ureditev pokojninskih sistemov v svetu in v Sloveniji – uvedba drugega stebra. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 113 str.
10. Kranjec Samo: Vodilno vlogo ima pet družb. Finance (priloga: Pokojninsko zavarovanje), Ljubljana, 7.1.2002, str. 22-23.
11. Kranjec Samo: Trenutno gre najboljše Skupni. Finance (priloga: Pokojninsko zavarovanje), Ljubljana, 6.1.2003, str. 18-19.
12. Kranjec Samo: Dejavnost še raste. Finance (priloga: Pokojninsko zavarovanje), Ljubljana, 10.1.2005, str. 17-18.
13. Klemenčič Marko, Redjko Špela: Pokojninski načrti in skladi. Kapital, Ljubljana, 10(2000), 233, str. 30-31.
14. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Učno gradivo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 125 str.
15. Novak Aleš: Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Organizacija, Kranj, 35(2002), 5, str. 303-311.

16. Pecman Nataša: Vloga drugega stebra v sistemu pokojninskega zavarovanja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 98 str.
17. Petavs Stane: Kapitalski trg upa na pokojninske prihranke. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 49(2000),16, str. 14-19.
18. Petrov Sabina: Za 24 milijard tolarjev višja premija. Finance (priloga: Pokojninsko zavarovanje), Ljubljana, 5.1.2004, str. 18 – 23.
19. Prijatelj Janez: Pokojninsko in invalidsko zavarovanje 2000; Zakon z uvodnimi pojasnili in komentarji. Ljubljana : Center marketing international, 2000. 750 str.
20. Strong Robert A.: Portfolio Construction, Management and Protection. New York : Thomson, 2003. 652 str.
21. Štrovs Marko: Reforma pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 49(2000),6, str. 53-62.
22. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 126 str.
23. Žnidaršič Kranjc Alenka: Kako prevzeti odgovornost za lastno starost. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 139 str.

VIRI

1. Bela knjiga o reformi pokojninskega in invalidskega zavarovanja. Ljubljana: Vlada Republike Slovenije, Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve, 1997. 313 str.
2. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001, 3, 29 str.
3. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, 2005, 1, 30 str.
4. Interni podatki Abanke Vipava d.d.. Ljubljana, 2005.
5. Interni podatki Banke Koper d.d.. Koper, 2005.
6. Interni podatki Kapitalske družbe d.d.. Ljubljana, 2005.
7. Interni podatki zavarovalnice Generali d.d.. Ljubljana, 2005.
8. Interni podatki Probanke d.d.. Maribor, 2005.
9. Interni podatki Pokojninske družbe A d.d.. Ljubljana, 2005.
10. Interni podatki Skupne pokojninske družbe d.d.. Ljubljana, 2005.
11. Interni podatki Prve pokojninske družbe d.d.. Ljubljana, 2005.
12. Interni podatki Pokojninske družbe Moja naložba d.d.. Maribor, 2005.
13. Kapitalska družba d.d.. [URL: <http://www.kapitalska-druzba.si>], 22.3.2005.
14. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev.
[URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_bar.html], 20.4.2005
15. Ministrstvo za finance.
[URL: <http://www.gov.si/mf/slov/menice/rezultat.html>], 22.3.2005.
16. Pokojninski načrt individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja Odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon 2. Ljubljana : Generali, 2004. 12 str.
17. Pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja Odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon 2. Ljubljana : Generali, 2004. 12 str.
18. Pokojninski načrt Odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Banke Koper d.d. Koper : Banka Koper, 2004. 31 str.

19. Pokojninski načrt prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja za individualno zavarovanje AIII vzajemnega pokojninskega sklada Abanke. Ljubljana : Abanka, 2004. 7 str.
20. Pokojninski načrt prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja za kolektivno zavarovanje AIII vzajemnega pokojninskega sklada Abanke. Ljubljana : Abanka, 2004. 7 str.
21. Pokojninski načrt za individualno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Ljubljana : Kapitalska družba, 2004. 15 str.
22. Pokojninski načrt za kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Ljubljana : Kapitalska družba, 2004. 17 str.
23. Pokojninski načrt individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Maribor : Probanka, 2004. 18 str.
24. Pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Maribor : Probanka, 2004. 18 str.
25. Pokojninski načrt individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Ljubljana : Prva pokojninska družba, 2004. 18 str.
26. Pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Ljubljana : Prva pokojninska družba, 2004. 18 str.
27. Pokojninski načrt prostovoljnega pokojninskega zavarovanja, individualni. Maribor : Moja naložba, pokojninska družba, d. d., 2003. 17 str.
28. Pokojninski načrt prostovoljnega pokojninskega zavarovanja, kolektivni. Maribor : Moja naložba, pokojninska družba, d. d., 2004. 17 str.
29. Pokojninski načrt individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Ljubljana: Skupna pokojninska družba, 2004. 15 str.
30. Pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Ljubljana : Skupna pokojninska družba, 2004. 15 str.
31. Pokojninski načrt individualnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Ljubljana : Pokojninska družba A, 2004. 16 str.
32. Pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Ljubljana : Pokojninska družba A, 2004. 16 str.
33. Pravila Odprtega vzajemnega pokojninskega sklada Leon 2. Ljubljana : Generali, 2003. 10 str.

34. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju vključno z novelo ZPIZ-1C.
Ljubljana : Bonex založba, 2002. 294 str.
35. Zakon o zavarovalništvu (Uradni list Republike Slovenije, št. 13/2000).

PRILOGE

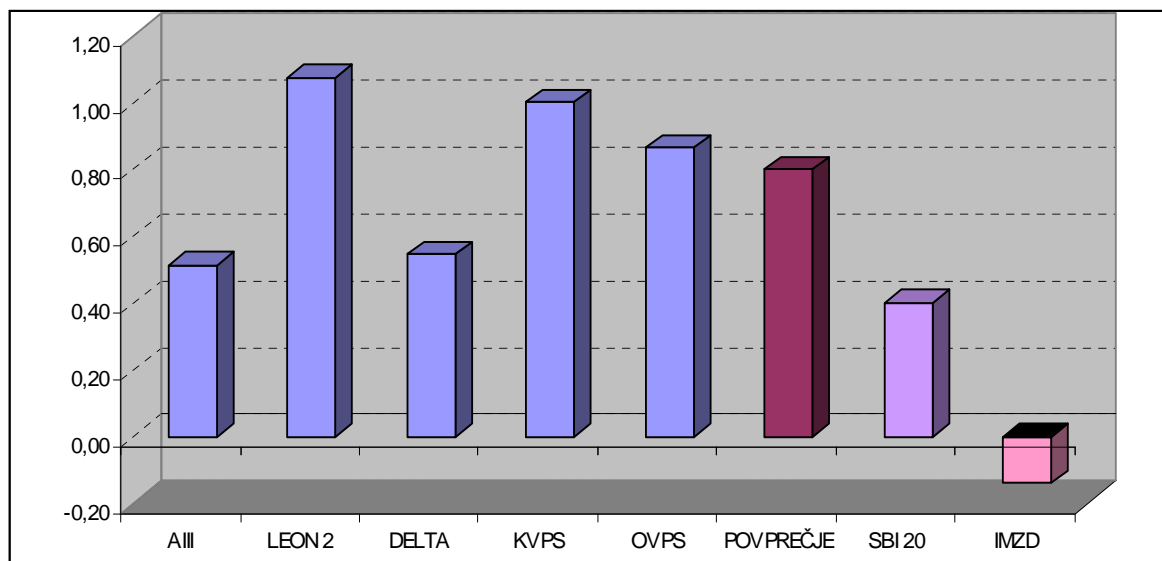
PRILOGA 1: Primerjava donosnosti VPS z donosnostjo izbranih indeksov v obdobju 2002-2004.

TABELA 1: Primerjava donosnosti VPS glede na SBI20 v obdobju 2002 – 2004

VPS	Povprečna mesečna donosnost (v %)	SHP	TRN (v %)	ALFA (v %)	M ² (v %)
AIII	1,37	0,513	12,822	0,701	0,656
LEON 2	0,84	1,076	17,095	0,259	0,937
DELTA	1,20	0,547	3,269	0,278	0,749
KVPS	0,83	1,002	8,253	0,217	0,934
OVPS	1,32	0,866	6,701	0,555	0,677
POVPREČJE	1,11	0,801	9,628	0,402	0,791
SBI 20	2,42	0,401	1,871	n.p.	n.p.
IMZD	0,53	-0,138	-0,041	-0,01	0,162

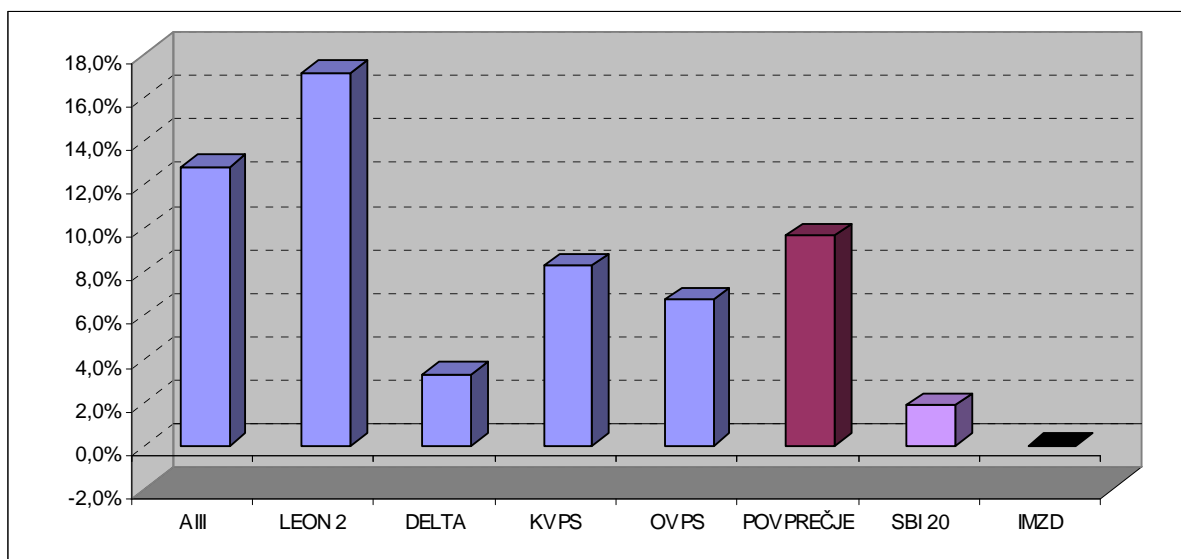
Vir: Lastni izračuni.

SLIKA 1: Sharpovi koeficienti za proučevane VPS, SBI20 in IMZD v obdobju 2002–2004



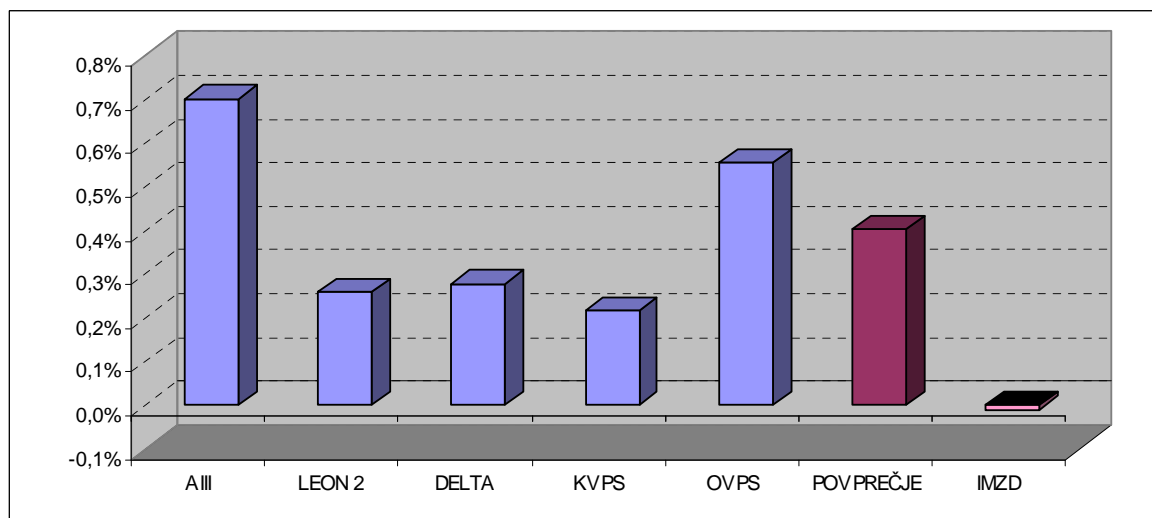
Vir: Lastni prikaz.

SLIKA 2: Treynorjevi koeficienti za posamezne VPS glede na SBI20 za obdobje 2002–2004



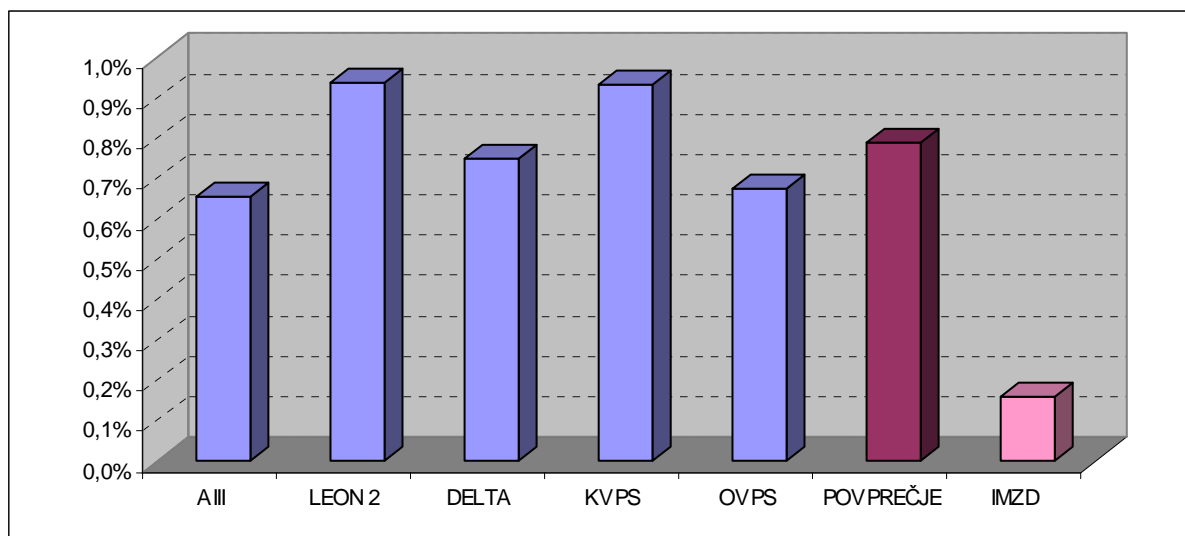
Vir: Lastni prikaz.

SLIKA 3: Jensenove alfe za posamezne VPS glede na SBI20 v obdobju 2002–2004



Vir: Lastni prikaz.

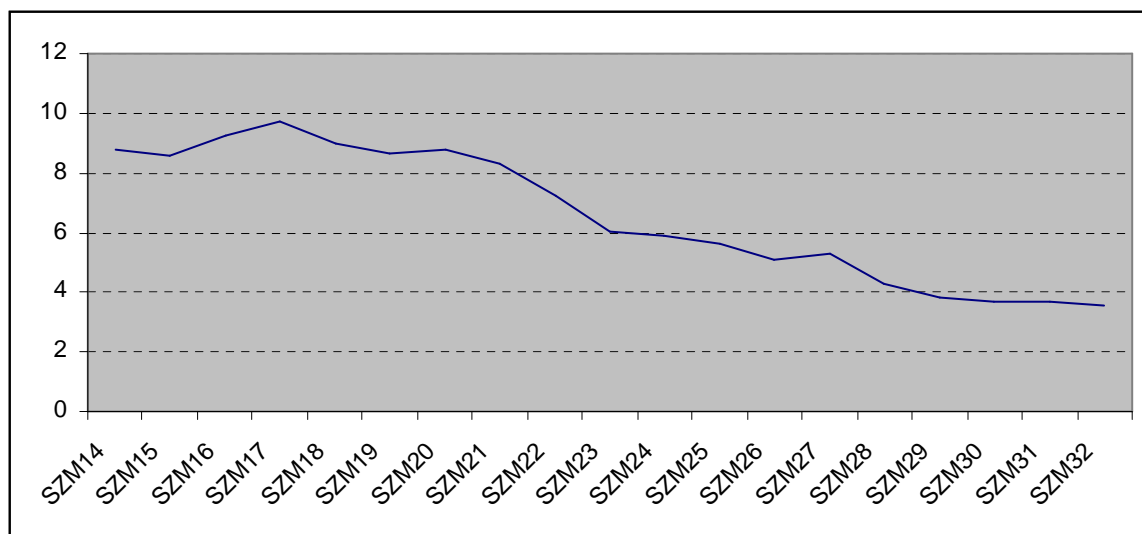
SLIKA 4: Koefficienti M^2 za posamezne VPS glede na SBI20 v obdobju 2002–2004 (v odstotnih točkah)



Vir: Lastni prikaz.

PRILOGA 2: Donosnost netvegane naložbe

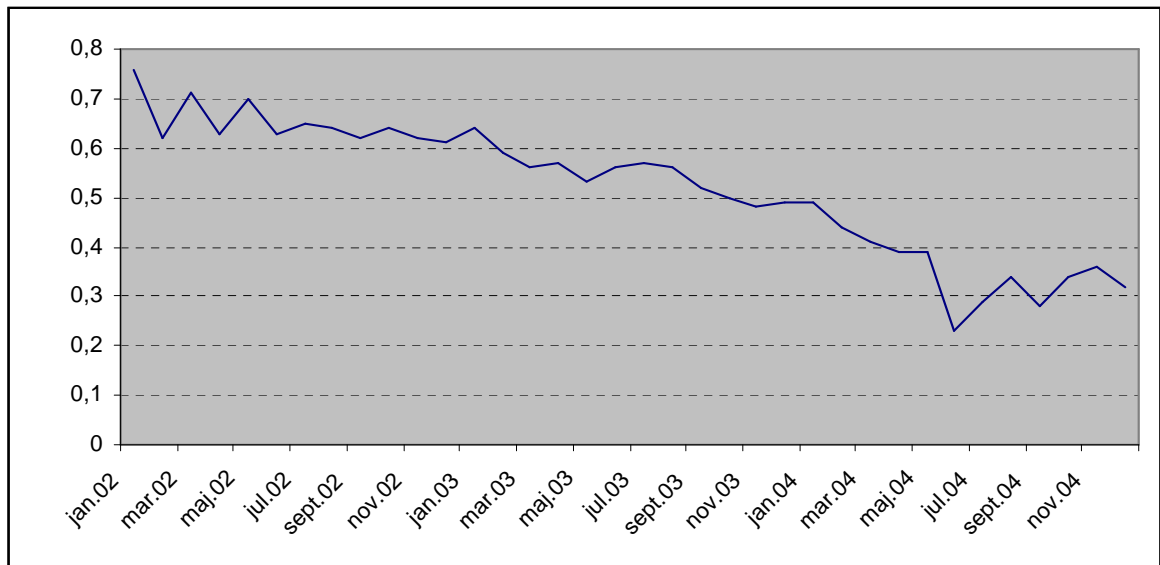
SLIKA 5: Gibanje letnih obrestnih mer šestmesečnih zakladnih menic v obdobju od konca leta 2001 do konca leta 2004 (v %)



Vir: Ministrstvo za finance, 2005.

PRILOGA 3: Minimalna zajamčena donosnost slovenskih pokojninskih skladov

SLIKA 6: Gibanje mesečne minimalne zajamčene donosnosti v obdobju 2002–2004 (v %)



Vir: Kapitalska družba, d.d., 2005.