

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PRIMERJAVA NALOŽBENIH POLITIK POKOJNINSKIH
SKLADOV

Ljubljana, april 2008

DANILO ŠTERK

IZJAVA

Študent Danilo Šterk izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleš Berk Skoka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 02. 04. 2008

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV	2
1.1 POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV ZA DRŽAVO IN EKSISTENČNO VARNOST VLAGATELJEV	2
1.2 POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV NA KAPITALSKIH TRGIH	3
2 PREGLED POKOJNINSKIH SKLADOV	5
2.1 POKOJNINSKI SKLADI Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRAVICAMI	5
2.2 POKOJNINSKI SKLADI Z VNAPREJ DOLOČENIMI PRISPEVKI	6
2.3 HIBRIDNI POKOJNINSKI SKLADI	7
2.4 OBLIKE POKOJNINSKIH SKLADOV V IZBRANIH DRŽAVAH	7
2.4.1 Pokojninski skladi v ZDA	8
2.4.2 Pokojninski skladi v Veliki Britaniji	8
2.4.3 Pokojninski skladi v Nemčiji	10
2.4.4 Pokojninski skladi na Japonskem	12
3 PRIMERJANJE NALOŽBENIH POLITIK POKOJNINSKIH SKLADOV	12
3.1 PRIMERJAVA ZAKONSKIH OMEJITEV NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	12
3.1.1 Primerjava predpisanih omejitev naložb med izbranimi državami OECD	13
3.2 PRIMERJAVA STRUKTURE NALOŽB POKOJNINSKIH SKLADOV	14
3.2.1 Primerjava struktur naložb pokojninskih skladov posameznih držav OECD	15
3.3 PRIMERJAVA DONOSNOSTI POKOJNINSKIH SKLADOV	15
3.3.1 Primerjava donosnosti pokojninskih skladov držav OECD	15
4 NALOŽBENA POLITIKA POKOJNINSKIH SKLADOV	18
4.1 IZJAVA O NALOŽBENI POLITIKI	19
4.2 USMERITVE OECD GLEDE POSLOVANJA ZASEBNIH POKOJNINSKIH NAČRTOV	20
4.3 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA NALOŽBENO POLITIKO	23
4.3.1 Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov	23
4.3.2 Davčna ureditev	23
4.3.3 Razvitost kapitalskih trgov	24
4.3.4 Pritiski s strani sponzorskega podjetja	24
4.3.5 Zrelost sklada	24
4.3.6 Omejitve	25
4.4 ELEMENTI NALOŽBENE POLITIKE	25
4.4.1 Poslanstvo sklada	25
4.4.2 Tveganje in pričakovana donosnost premoženja	26
4.4.3 Naložbeni cilji	26
4.4.4 Način investiranja	27
4.4.5 Strateška razporeditev premoženja	28
4.4.6 Višina upravljaljskih provizij	29
5 NADZOR NAD NALOŽBENO POLITIKO	29
5.1 RAZLOGI ZA OMEJEVANJE INSTITUCIONALNIH INVESTITORJEV	29
5.2 VRSTE OMEJITEV	30
5.2.1 Količinske omejitve	31
5.2.2 Načelo preudarnosti	34
6 POKOJNINSKI SKLADI V SLOVENIJI	36
6.1 DANAŠNJE STANJE POKOJNINSKIH SKLADOV	36
6.1.1 Zakonske omejitve naložb slovenskih pokojninskih skladov	37
6.1.2 Primerjava struktur naložb slovenskih pokojninskih skladov	38
6.1.3 Primerjava donosnosti slovenskih pokojninskih skladov	40
6.2 PREDLOG PRIHODNJEGA RAZVOJA SLOVENSKI POKOJNINSKIH SKLADOV	42
6.2.1 Osredotočenje na lastnosti in cilje članov pokojninskega sistema	42
6.2.2 Oblikovanje ustrezne naložbene politike	42

SKLEP	43
LITERATURA	46
VIRI.....	47
PRILOGA.....	1

UVOD

V zadnjih desetletjih smo priča staranju prebivalstva in le to je vzrok, da se v svetu povečuje pomen pokojninskega varčevanja in zavarovanja. V anglosaksonskih državah veljajo pokojninski skladi zaradi svoje velikosti in finančne moči za najpomembnejše finančne investitorje. Zaradi negotovosti ali bo sistem socialne varnosti zadovoljivo podpiral bodoče potrebe se vse več ljudi odloča za dodatno varčevanje. Ta trend je prisoten v večini razvitih držav v katerih se s pokojninskimi reformami oddaljujejo od pokojninskega sistema, ki temelji na medgeneracijski solidarnosti (ang. pay-as-you go sistem, PAYG). Pomembnosti pokojninskih skladov se začenjajo zavedati tudi države, ki so bile v preteklosti bolj socialno usmerjene in niso posvečale toliko pozornosti dodatnim pokojninskim oblikam.

Pri pokojninskih skladih je ključnega pomena dobra naložbena politika, saj pozitivno vpliva tako na pokojninske sklade, kakor tudi na zavarovance, sponzorje, državo in na nacionalno gospodarstvo. Na politiko naložb v veliki meri vplivajo razne zakonske in druge omejitve. V anglosaksonskih državah je poslovanje pokojninskih skladov dokaj samostojno, saj jih omejuje le načelo preudarnosti, ki zahteva smiselno razpršitev premoženja glede na razmerje med tveganjem in donosnostjo. Države kontinentalne Evrope, med katere štejemo tudi Slovenijo, predpisujejo količinske omejitve pri naložbeni politiki pokojninskih skladov in le-te so razlog za bolj konzervativne naložbene politike.

Namen diplomskega dela je prikazati, da države, ki uporabljajo načelo preudarnosti kot temeljno načelo nadzora, dosegajo v povprečju višje donose kakor države, ki uporabljajo kvantitativne omejitve. Donosnost je za vlagatelje poleg izpostavljenosti tveganjem, ki jih je potrebno ocenjevati z vidika celotnega varčevalnega obdobja, najbolj pomemben podatek in hkrati glavni razlog, da danes vse več držav z razvitim trgom kapitala pri omejevanju naložbene politike daje osrednjo vlogo načelu preudarnosti. V diplomskem delu so navedeni razlogi, zakaj države kljub boljšim donosom načela preudarnosti uporabljajo določene kvantitativne omejitve.

Diplomsko delo je razdeljeno na šest poglavij. Prvo poglavje govori o pomenu pokojninskih skladov za državo in eksistenčno varnost vlagateljev, kakor tudi o pomenu na kapitalskih trgih. V drugem poglavju opredeljujem vrste pokojninskih skladov v svetu. Sledi poglavje, ki mu je posvečen velik del diplomskega dela in v katerem sem primerjal naložbene politike po izbranih državah OECD.

Četrto poglavje govori o naložbeni politiki. V njem predstavljam izjavo o naložbeni politiki, usmeritve OECD glede poslovanja zasebnih pokojninskih načrtov ter glavne dejavnike in sestavine naložbene politike.

Najpomembnejše je peto poglavje, v katerem je predstavljen nadzor nad naložbeno politiko. Tukaj skušam ugotoviti, kateri dejavniki vzpodbujajo izbiro bolj sproščenih naložbenih politik in kateri so tisti dejavniki, ki prepričajo države, da uporabljajo določene kvantitativne omejitve, kljub temu, da prinašajo nižje donose. V zadnjem poglavju predstavljam ureditev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji. Najprej prikažem današnje stanje pokojninskih skladov, nato pa podam predlog prihodnjega razvoja.

1 POMEN POKOJNINSKIH SKLADOV

1.1 Pomen pokojninskih skladov za državo in eksistenčno varnost vlagateljev

V zadnjih desetletjih smo priča staranju prebivalstva. Kvocien starostne odvisnosti (ang. elderly dependency ratio), ki je razmerje med upokojeno in aktivno generacijo, v večini držav narašča. V Evropski uniji je leta 1990 znašal 0.21 in naj bi do leta 2030 narasel na 0.40 (Davis, Steil, 2001, str. 44), podobno velja za ostale razvite države in države v razvoju. Na rast kvocienta sta vplivala dva dejavnika: upadanje rodnosti in podaljševanje življenjske dobe.

V Veliki Britaniji je po drugi svetovni vojni povprečen moški živel še eno leto po upokojitvi, danes pa britanski upokojeanci po upokojitvi živijo v povprečju še 19 let (Rebuilding Pensions, 1999, str. 3). Demografske projekcije Svetovne banke kažejo, da naj bi življenjska doba žensk v državah G-7 do leta 2030 narasla na 90 let, življenjska doba moških pa na 83,3 let (Davis, Steil, 2001, str. 44).

Delež pokojnin iz državnih pokojninskih blagajn (brez pokojnin iz pokojninskih skladov) naj bi do leta 2030 v večini držav Evropske unije (Belgija, Finska, Francija, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska) narasel s sedanjih povprečnih 10 % na 15–20 % BDP-ja (Supplementary Pensions in the Single Market, 1997, str. 1). V anglosaksonskih državah bodo tovrstne finančne obremenitve zaradi dobro razvitih pokojninskih skladov bistveno manjše. Celotni pokojninski stroški naj bi leta 2030 znašali v Veliki Britaniji 5,5 % BDP-ja, v ZDA 6,6 % BDP-ja in v Kanadi 9,0 % BDP-ja (Davis, Steil, 2001, str. 46).

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

in povečanju življenjske dobe.

1.2 Pomen pokojninskih skladov na kapitalskih trgih

Sredstva pokojninskih skladov na območju držav OECD so se v desetih letih drastično povečala z 5,9 trilijonov dolarjev leta 1994 na 15,6 leta 2004, kar nam pove, da so se sredstva povečevala za 10,2 % na leto. V osemdesetih letih je rast sredstev dosegla celo 25 % na leto, nato pa je v devetdesetih padla na 15 %. Rast je potem ostala na tej ravni do leta 2000 in je med letoma 2001–2003 padla zaradi nemira na trgu delnic. V letu 2004 je rast sredstev pokojninskih skladov dosegla spet raven 17 %. Vzrok tej ponovni rasti je bilo povečanje prispevne stopnje s strani zaposlenih in delodajalcev (Pension Markets in Focus, 2005, str. 4).

V anglosaksonskih državah veljajo pokojninski skladi zaradi svoje velikosti in finančne moči za najpomembnejše finančne investitorje. Pomembnosti le teh se začenjajo zavedati tudi države, ki so bile v preteklosti bolj socialno usmerjene in niso posvečale toliko pozornosti dodatnemu pokojninskemu zavarovanju. Razvitost in pomembnost pokojninskih skladov se razlikuje od države do države.

Tabela 1: Velikost sredstev pokojninskih skladov ter njihov delež v BDP-ju po izbranih državah OECD v letu 2004

Izbrane države OECD	Sredstva pokojninskih skladov v milijonih USD	Delež sredstev pokojninskih skladov v BDP-ju (v %)
Avstralija	464.577	72,7
Kanada	445.761	52,1
Finska	84.271	45,3
Nemčija	104.161	3,8
Francija	123.255	7,0
Italija	44.351	2,6
Japonska	661.063	14,2
Nizozemska	545.239	106,2
Velika Britanija	1.175.335	65,1
ZDA	11.090.433	95,0

Vir: Pension Markets in Focus: OECD, 2005. str. 4–5; Lastni izračuni.

V Tabeli 1 lahko vidimo velikost sredstev pokojninskih skladov v izbranih državah OECD in pomembnost teh sredstev v ekonomiji posamezne države. Iz tabele 1 lahko razberemo, da na Nizozemskem predstavljajo sredstva pokojninskih skladov največji delež BDP-ja, slednji znaša celo 106,2 %. Pokojninski skladi so zelo pomembni v ekonomiji ZDA, Avstralije, Nizozemske in Velike Britanije.

Tabela 2: Delež sredstev skladov izbranih držav v celotnem premoženju skladov OECD v letu 2004

Izbrane države OECD	Delež (v %)
Avstralija	2,99
Kanada	2,86
Finska	0,54
Nemčija	0,67
Francija	0,79
Italija	0,29
Japonska	4,25
Nizozemska	3,50
Velika Britanija	7,55
ZDA	71,25

Vir: Pension Markets in Focus: OECD, 2005. str. 5; Lastni izračuni.

Iz Tabele 2 je razvidno, da so sredstva pokojninskih skladov držav OECD med posameznimi državami razporejena zelo neenakomerno. Pokojninski skladi ZDA in Velike Britanije so bili lastniki več kot $\frac{3}{4}$ sredstev vseh skladov OECD. Skladi iz Japonske, Nizozemske, Avstralije in Kanade pa so posedovali skoraj 14 % sredstev. Torej je teh šest držav posedovalo več kot 90 % sredstev skladov držav OECD.

Pragma Consulting (Rebuilding Pensions, 1999, str. 2) napoveduje, da naj bi se premoženje pokojninskih skladov držav EU letno povečevalo za 9 % in doseglo leta 2020 11.811 milijard ECU. Od naraščajočega obsega sredstev pokojninskih skladov si strokovnjaki obetajo številne pozitivne posledice za skupen evropski trg kapitala (Rebuilding Pensions, 1999, str. 3).

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

2 PREGLED POKOJNINSKIH SKLADOV

Privatne pokojninske sklade lahko opredelimo z načinom delovanja, kjer se plačujejo prispevki in prejemajo izplačila. Poznamo dve osnovni obliki pokojninskih skladov: pokojninske sklade z definiranimi pravicami (ang. defined benefit pension funds) in pokojninske sklade z definiranimi prispevki (ang. defined contribution pension funds). Slednji se v zadnjem času pojavljajo v več pojavnih oblikah. Takšno taksonomijo pokojninskih skladov uporabljajo za razvrščanje pokojninskih skladov povsod po svetu.

Najprej so se razvili pokojninski skladi z določenimi pravicami. Zaradi spremenjenih okoliščin je postala njihova koristnost vprašljiva v 80-ih letih 20. stoletja (Cencelj, 2002, str. 5).

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

Pojavljati so se začeli pokojninski načrti z definiranimi prispevki, ki so spretno rešili zgornje štiri probleme. V ZDA je prišlo do njihovega razmaha z oblikovanjem načrta, imenovanega 401(k) plan, leta 1978. ZDA so sledile Velika Britanija (1988), Švica (1985), Avstralija (obvezni 1992), itd..

2.1 Pokojninski skladi z vnaprej določenimi pravicami

Praksa sistemov s pokojninskimi skladi z definiranimi pravicami je takšna, da najpogosteje delodajalec sam formira pokojninski sklad kot obliko dodatnega nagrajevanja svojih delavcev. Ob tem se delodajalec zaveže, da bo delavcu po njegovi upokojitvi izplačeval na osnovi določene specifične formule vnaprej določeno relativno višino pokojnine. Pravica do pokojnine ne nastopi ob vključitvi v načrt, temveč šele po določenem številu let članstva. Prenese se le, če sta stari in novi delodajalec del istega pokojninskega načrta, odvisna pa je od delovne dobe zaposlenega, višine plače ter od starosti ob upokojitvi. Delodajalec garantira višino pokojnine, zato potrebna višina njegovih vplačil v pokojninski sklad ni fiksno vnaprej

pogodbeno določena, ampak je med drugim odvisna predvsem od uspeha pri upravljanju teh vplačanih sredstev (večja donosnost sredstev pomeni manjša vplačila v sklad s strani delodajalca). Zaradi tega je za sklade z definiranimi pravicami značilno, da delodajalec nosi naložbeno tveganje sklada, saj nižja donosnost pomeni višja vplačila in posledično višje stroške pokojninskega zavarovanja delodajalca. Naložbeno politiko vodi sponzorsko podjetje samostojno ali s pomočjo upravljavca. Pri naložbenem tveganju moram omeniti še problem prepolnosti sklada (ang. over-funded), ko je vrednost sredstev sklada višja od sedanje vrednosti obljubljenih pokojnin. Sklad pa je podkapitaliziran (ang. under-funded), če je sredstev glede na višino obveznosti premalo.

Naslednja značilnost skladov z definiranimi pravicami je, da v večini primerov premoženje pokojninskih skladov ni pravno-formalno ločeno od premoženja podjetja (delodajalca), kar je ena od glavnih pomanjkljivosti teh pokojninskih skladov. Npr. v primeru stečaja podjetja se lahko zgodi, da delavci ne ostanejo samo brez zaposlitve, ampak tudi brez svojih pokojnin. Primeri takšnih dogodkov so pretekle likvidacije in stečaji različnih podjetij v Veliki Britaniji, ki so dobili svoj epilog šele v zadnjih letih, in preko katerih so delavci izgubili bolj ali manj vse svoje življenjske prihranke. Ti primeri nas opozarjajo na dejstvo, da delavci (člani pokojninskega sistema) naložbenega tveganja morda res ne nosijo neposredno, vendar pa posledično nosijo polno kreditno tveganje svojega delodajalca.

2.2 Pokojninski skladi z vnaprej določenimi prispevki

Zaradi zgoraj opisanih tveganj se v zahodnem svetu danes razvijajo predvsem pokojninski skladi z definiranimi prispevki, ki so jih uvedli tudi pokojninski sistemi v državah bivše Jugoslavije. Skladi z definiranimi prispevki predstavljajo ne samo pro-formo, ampak tudi pravno-formalno ločeno premoženje, s katerim ponavadi upravlja posebna družba za upravljanje, in je pod strogim nadzorom pristojnih regulativnih organov. V nasprotju s pokojninskimi skladi z definiranimi pravicami člani prostovoljnega dodatnega pokojninskega sistema v primeru skladov z definiranimi prispevki torej ne nosijo kreditnega tveganja svojega delodajalca (če je ta plačnik premije) ali družbe za upravljanje, saj pravno-formalna ločenost zagotavlja, da bi npr. tudi v primeru bankrota podjetja, v katerem so zaposleni, njihova sredstva v skladu ostala nedotaknjena.

Sistem definiranih prispevkov deluje na način, da lahko premije delno ali pa v celoti vplačujejo tudi fizične osebe same (Mitchell, Dykes, 2000, str. 17), če pa je obveznik za vplačila podjetje (delodajalec), se slednji obvezuje k zgolj rednemu plačevanju določene višine premije pokojninskega zavarovanja. Znesek sponzorja je določen v odstotku od plače zaposlenega ali pa je vezan na delež doseženega dobička delodajalca. Delodajalec ne jamči višine pokojnine, ki je v celoti odvisna od višine vplačil in naložbene uspešnosti upravljavca. Če je donosnost naložb visoka, je pokojnina lahko bistveno višja kot pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi pravicami. Seveda je lahko tudi nižja, če pride do krize na finančnih trgih tik pred upokojitvijo ali pa so donosi zbranih sredstev nizki. Če se zgodi, da delodajalec

zaide v finančne težave, to ne bo vplivalo na premoženje sklada.

V sistemih privatnih pokojninskih skladov z definiranimi prispevki nosijo naložbeno tveganje člani (varčevalci) pokojninskega sistema (to tveganje je lahko do določene mere omejeno v sistemih, kjer je uzakonjena določena minimalna zajamčena donosnost). Problem polnosti se ne pojavlja, saj so skladi že po definiciji vedno polni (ang. full-funded). Varčevalci imajo večji nadzor in vpliv nad investiranjem privarčevanih sredstev. Obstaja vse več skladov s sodelovanjem varčevalcev pri oblikovanju investicijske politike (ang. employee-directed plans). Presežek pri upravljanju s sredstvi sklada tako pripada zaposlenim, ki lahko neomejeno menjajo zaposlitev, saj sredstva iz računa preprosto dvignejo in jih prenesejo na pokojninski varčevalni račun pri novem delodajalcu.

V teh sistemih je zato pomembno, da se že od začetka vzpostavi učinkovit sistem nadzora nad funkcijo upravljanja naložb. To je ponavadi urejeno z relativno zelo restriktivno zakonodajo, ki predpisuje pogoje poslovanja in izobrazbo ljudi, ki se lahko ukvarjajo z upravljanjem naložb pokojninskih skladov, in daje konkretna pooblastila regulatornim organom. Regulacija v zvezi s samimi naložbami je ravno tako zelo restriktivna. Predpisuje namreč dovoljene vrste naložb in deleže sredstev sklada, ki so lahko investirani v te vrste.

Zakonodaja načeloma vseeno ne sme biti preveč restriktivna v smislu, da popolnoma prepoveduje posamezne vrste naložb, ker bi se s tem preveč omejilo naložbeno politiko pokojninskih skladov glede diverzifikacije in upravljanja s tveganji.

2.3 Hibridni pokojninski skladi

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

2.4 Oblike pokojninskih skladov v izbranih državah

V tej točki diplomskega dela bomo spoznali oblike in način delovanja pokojninskih skladov v ZDA in Veliki Britaniji, ki sta gospodarstvu z dobro razvitim kapitalskim trgom, ki kreira alokacijo prihrankov, ter Nemčiji, ki je tipična predstavница bančne ekonomije; prihranki so v večji meri naloženi v bankah, ki pa prosta sredstva posojajo gospodarstvu. Japonska je s svojo specifično poslovno kulturo zanimiva kot primerjava kontinentalnim in anglosaksonskim ekonomskim sistemom.

2.4.1 Pokojninski skladi v ZDA

Pokojninsko zavarovanje v ZDA temelji na treh stebrih: socialnem zavarovanju, dodatnih zaposlitvenih pokojninskih shemah in privatnih oziroma individualnih pokojninskih shemah (Bacouel-Jentjens et. al, 2000, str. 34). Nas zanimata predvsem drugi in tretji steber, ki predstavljata ključni del ameriškega pokojninskega sistema.

Začetki uveljavitve privatnih pokojninskih skladov v ZDA segajo v leto 1875, ko je American EXPRESS Corporation ustanovila prvi pokojninski program (Cicmil-Trtnik, 1996, str. 60). Razmah privatnega pokojninskega zavarovanja je moč opaziti šele po koncu druge svetovne vojne. Leta 1949 se je namreč pojavil prvi pravi »podjetniški pokojninski sklad«, ki so si ga »priborili« zaposleni v ameriški železarni United Steelwork (Brigham, 1999, str. 873). Kasneje so se pokojninski skladi začeli razvijati tudi v drugih panogah. Do leta 1998 se je v ameriških pokojninskih skladih nabralo za 9.000 milijard dolarjev sredstev, kar pomeni 25 % celotne ameriške kapitalizacije delniškega trga oziroma 86 % BDP-ja.

Najprej bomo omenili tretji steber pokojninskega zavarovanja. Slednji je v ZDA namenjen predvsem tistim zaposlenim, ki niso vključeni v določene zaposlitvene sheme. V ta namen so leta 1974 uvedli t. i. IRA (Individual Retirement Account) račune, tj. individualne pokojninske račune. Premije pokojninskega zavarovanja plačujejo zaposleni sami. Ocenjujejo, da je do leta 1998 30 % vseh ameriških gospodinjstev imelo določeno obliko IRA računa. Vrednost tako zbranih sredstev je znašala okrog 1300 milijard dolarjev (Bacouel-Jentjens et al., 2000, str. 32). Poleg IRA računov se pogosto pojavlja oblika pokojninskega varčevanja, ki se imenuje Keogh Plan. Ta je namenjen samozaposlenim, vrednost vplačanih sredstev pa je do leta 1997 znašala 370 milijard dolarjev.

Zaposlitvene pokojninske načrte lahko razdelimo na prostovoljne pokojninske sheme privatnega sektorja, prostovoljne pokojninske sheme zveznih in državnih uslužbencev ter prostovoljne pokojninske sheme uslužbencev lokalnih skupnosti. Pokojninske sklade privatnega sektorja ustanavljajo velika podjetja samostojno, npr. General Electrics, ali pa gre za pokojninske sklade, v katere se stekajo premije skupine podjetij. Zaposlitvene pokojninske načrte lahko uvrstimo v drugi steber pokojninskega zavarovanja. Vanj je vključenih okrog 90 % zaposlenih v javnem sektorju in nekaj več kot 50 % zaposlenih v privatnem sektorju (Bacouel-Jentjens et al., 2000, str. 23). V diplomskem delu z izrazom pokojninski skladi označujem sklade v okvirju drugega stebra pokojninskega zavarovanja. V ZDA poznajo dve osnovni obliki pokojninskih skladov: pokojninske sklade z definiranimi pravicami in pokojninske sklade z definiranimi prispevki.

2.4.2 Pokojninski skladi v Veliki Britaniji

V Veliki Britaniji imajo pokojninske sklade treh tipov: poklicne pokojninske sheme (ang. occupational oz. superannuation pension schemes), osebne (ang. personal) pokojninske sheme

in vodstvene pokojninske sheme (ang. executive) (Preda, 1991, str. 40). Vloga poklicnih pokojninskih shem je pogojena z organiziranjem in delovanjem javnega sistema pokojninskega zavarovanja. Osebne pokojninske sheme so namenjene samozaposlenim, v njih so lahko vključeni tudi posamezniki, ki so hkrati v poklicnih pokojninskih shemah. Vodstvene pokojninske sheme nudijo davčno ugodno alternativo višji plači, privarčevana sredstva so lahko prenosljiva v druge sheme, sredstva pa lahko podjetje delno koristi tudi za financiranje svojih investicij.

Zaposleni, ki služijo več od predpisane meje, avtomatično postanejo člani javnega sistema pokojninskega zavarovanja (State Earnings Related Pension Scheme - SERPS), ki vključuje tudi dodatno pokojnino, le-ta pa je odvisna od višine dohodkov posameznika in jo upravičenci prejema skupaj z osnovno državno pokojnino. Prispevek v SERPS plačujejo delodajalci in zaposleni, podjetja pa imajo možnost, da se izločijo iz dodatnega javnega pokojninskega sistema (SERPS) in sama organizirajo pokojninske sklade za svoje delavce pod pogojem, da ti skladi izpolnjujejo določene minimalne zahteve o višini pravic oz. pokojnin delavcev. Podjetja so zainteresirana za izločitev iz javnega sistema SERPS, saj so stroški za doseganje iste višine pokojnin v podjetniških skladih nižji kot pri javnem sistemu. Institucionalna ureditev pokojninskih skladov je podobna ureditvi ZDA z razliko, da v Veliki Britaniji prevladujejo skladi z definiranimi pravicami (ang. defined benefit pension funds). Večino prispevkov v pokojninske sklade vplačujejo sponzorska podjetja. Sredstva pokojninskih skladov so ločena od ostalega premoženja sponzorskega podjetja in zanje skrbi upravljavec. Glede na upravljavca ločijo zavarovane in nezavarovane (ang. self-administrated) sklade. Med majhnimi (po višini sredstev) pokojninskimi skladi vedno bolj prevladuje združevanje sredstev v skupne sklade (ang. pooled funds), ki delujejo podobno kot odprti investicijski skladi. Skupni sklad je razdeljen na posamezne vrednostne enote¹ (ang. value units), ki so razdeljene med posamezne pokojninske sklade. Vsakokratna vrednost take enote je odvisna od tržne vrednosti finančnih naložb, ki jih ima skupni sklad v svojem portfelju.

V zadnjih letih si vlada v Veliki Britaniji prizadeva, da bi imeli vsi posamezniki možnost oblikovanja individualnih pokojninskih skladov (ang. personal pensions) kar pomeni, da lahko vsak posameznik (ne glede na to, ali je že vključen v pokojninske sklade podjetij) ustanovi svoj pokojninski sklad. Če so bili že prej vključeni v pokojninski sklad podjetij, lahko pripadajoča sredstva dvignejo in jih prenesejo v svoje pokojninske sklade. Te pokojninske sklade, ki so deležni ustreznih davčnih olajšav, imenujejo Additional Voluntary Contribution.

Podoben namen imajo tudi t. i. Personal Equity Plans (PEP), ki so bili uvedeni leta 1986 in vsakemu posamezniku omogočajo, da lahko investira do 4.800 funtov v delnice domačih podjetij. V nasprotju z IRA računi v ZDA prispevki v PEP niso oproščeni plačila davka. Dividende in kapitalski dobički so neobdavčeni pod pogojem, da posameznik delnic ne proda v obdobju dveh let po nakupu. Dodaten namen teh skladov, kot del programa vlade Margaret

¹ Vrednostne enote skupnih skladov so vsebinsko podobne delnicam odprtih investicijskih skladov.

Thacher, je bil povečati neposredno investiranje prebivalcev v delnice domačih podjetij, saj so imeli prebivalci leta 1984 v svoji lasti samo 23 % izdanih delnic britanskih podjetij. V Veliki Britaniji država od pokojninskih skladov zahteva, da težijo k polnemu pokrivanju obveznosti sklada z zbranimi sredstvi.

2.4.3 Pokojninski skladi v Nemčiji

Pokojninski skladi v Nemčiji so v strukturi finančnih prihrankov prebivalstva relativno nepomembni. Zaposlitvene pokojninske sheme so do začetka leta 2002 predstavljale zgolj okrog 5 % v vseh virih pokojninskih prihrankov v Nemčiji. Zdi se, da se bo z novo zakonodajo, ki so jo sprejeli maja 2001 in je začela veljati v začetku leta 2002, omenjeni delež v prihodnosti bistveno povečal. Predlagatelj zakona, nemški zvezni minister Riester (po njem se zakon imenuje Riesterjev zakon), je med drugim uvedel tudi nove institucionalne oblike imenovane »Pensionsfonds«. Te so oblikovane po anglosaksonskem zgledu in imajo v skladu s predlogom smernice EU popolno investicijsko fleksibilnost.

Do sprejetja novega zakona so bile v Nemčiji »na voljo« štiri pokojninske oblike, ki niso imele statusa drugega stebra; dodatno pokojninsko zavarovanje je bilo docela v domeni podjetij kot dodatna oblika nagrajevanja zaposlenih ter posameznikov, ki so v tej obliki varčevanja iskali višji vir dohodkov po upokojitvi. Zgoraj omenjene pokojninske oblike so: knjižne rezervacije podjetij, skladi vzajemne podpore, neposredno zavarovanje, avtonomni pokojninski skladi imenovani Pensionskassen.

Knjižnih rezervacij ne moremo uvrstiti med t. i. kapitalizirane pokojninske sklade, saj večina podjetij s knjižnimi rezervacijami nima bilance za to formalno namenjenih naložb (takih je le slaba četrtina). Višine rezervacij, ki jih podjetje letno oblikuje za pokojnine svojih zaposlenih, so v celoti odbitne postavke od davčne osnove, saj so priznane kot stroški, kar pojasnjuje takšno razširjenost teh pokojninskih shem (Popielas, 2002, str. 16). Na drugi strani so te rezervacije »dolgoročna posojila« podjetju s strani zaposlenih, ta sredstva lahko do neke mere koristi podjetje za financiranje svojih potreb. Vendar morajo biti rezerve formirane tudi v primeru, če se finančna situacija podjetja poslabša. Problem nastane, če podjetje bankrotira, saj delavci poleg zaposlitve izgubijo tudi svoje prihranke za pokojnino, če so sredstva za njihovo poplačilo premajhna. Zaradi tovrstnih problemov je na državni ravni oblikovana posebna institucija, imenovana *Zveza za zavarovanje pokojnin* (Pensionssicherungsverein), ki zagotavlja izplačevanje pokojnin v primeru, da sponzorsko podjetje ni sposobno. Sredstva te institucije se zbirajo s prispevki podjetij, ki so se odločila za vzpostavljanje pokojninskih rezerv, njihovo članstvo v Zvezi je obvezno.

Skladi vzajemne podpore so najstarejša oblika dodatnega pokojninskega zavarovanja v Nemčiji. Njihova sredstva so ločena od premoženja sponzorskega podjetja, od pokojninskih skladov pa se ločijo po tem, da višina pokojnin ni določena vnaprej, ampak je odvisna od višine vplačanih zneskov (ki jih vplačujejo podjetja) in donosov naloženih sredstev (podobno

kot pri skladih z določenimi prispevki v ZDA).

Neposredno zavarovanje največkrat ponujajo neposredno zavarovalnice. Gre za to, da delodajalec, zaposleni ali oba hkrati vplačujeta premije zavarovalnici, ta pa se zavezuje izplačati zavarovalno vsoto – enkratni znesek ob upokojitvi ali dosmrtno mesečne anuitete od trenutka upokojitve. Tudi ta oblika ima določen ugoden davčni režim, priljubljena je predvsem pri srednjih in malih podjetjih, saj se s takšno pokojninsko obliko celotno zahtevno administracijo sklada prenese na zavarovalnico (Theis, 2002, str. 18).

Avtonomni pokojninski skladi oziroma Pensionskassen so podobni pokojninskim skladom v ZDA in Veliki Britaniji, saj so zbrana sredstva ločena od ostalega premoženja sponzorskega podjetja. Ustanovitelj teh skladov je ponavadi podjetje, ki vplačuje prispevke za svoje zaposlene (Wheelan, 2002, str. 14). Višina pokojnin je v naprej določena. Te finančne institucije delujejo na osnovi življenjskih zavarovanj; sama zavarovalna pogodba je precej podobna tisti v primeru neposrednih zavarovanj, le da je v tem primeru izvajalec zavarovanja Pensionskasse. Oblika dodatnega pokojninskega zavarovanja v obliki avtonomnih pokojninskih skladov je bila do sedaj med velikimi podjetji manj priljubljena, predvsem zaradi manj ugodnega davčnega obravnavanja.

Pensionsfonds so pravno samostojne finančne institucije, ustanovljene kot delniške družbe ali vzajemni skladi. Te pokojninske sklade lahko »koristi« več delodajalcev, ki samostojno ali v različnih kombinacijah z zaposlenimi plačujejo prispevke. Člani te pokojninske oblike imajo po upokojitvi pravico do doživljenjske pokojninske rente. Pensionsfonds so lahko bodisi skladi z definiranimi pravicami, bodisi skladi z definiranimi prispevki. Riesterjev zakon je v svoji originalni različici iz maja 2001 določil, da morajo Pensionsfonds, če so oblikovani kot pokojninski skladi z definiranimi prispevki, jamčiti zavarovancem vsaj višino vplačanih prispevkov (0 odstotna zajamčena donosnost na vplačane premije). Sprememba zakona iz junija 2002 je minimalno zajamčeno donosnost odpravila (Harris, Braun, 2002, str. 3).

Investiranje pokojninskih skladov v obliki neposrednega zavarovanja in Pensionskasse po novi zakonodaji še vedno strogo regulirajo kvantitativne omejitve zavarovalniškega zakona (nem. Versicherungsaufsichtsgesetz), maksimalni delež naložb v delnice npr. ne sme presegati 35 % (Harris, Braun, 2002, str. 4), kar skrbno spremlja nemška agencija za zavarovalni nadzor. Knjižne rezervacije iz objektivnih razlogov (v ozadju ni naložb) takšnih omejitev nimajo. Investicije Pensionsfonds skladov pa so predmet kvalitativne regulacije v smislu načela preudarnega investitorja po anglosaksonskem modelu in po predlogu evropske smernice. Ti skladi sodijo pod okrilje nemške agencije za zavarovalni nadzor.

Nova pokojninska zakonodaja uvršča med pokojninske sklade drugega stebra neposredno zavarovanje, Pensionskasse in Pensionsfond. Mnenja o tem, katera pokojninska oblika bo prevladala v Nemčiji na dolgi rok, so precej deljena. Pri nemški zavarovalnici Allianz ocenjujejo, da naj bi se sredstva nemških pokojninskih skladov v prihodnjih desetih letih

najmanj podvojila (Wheelan, 2002, str. 4–6).

2.4.4 Pokojninski skladi na Japonskem

Zasebni pokojninski skladi na Japonskem v preteklosti niso imeli pomembne vloge pri zagotavljanju finančnih sredstev starejših ljudi kot v ZDA in v Veliki Britaniji, vendar se v zadnjih letih položaj zelo hitro spreminja. Sredstva v zasebnih pokojninskih skladih so tako konec leta 1985 dosegla le približno 2 % celotnih finančnih prihrankov prebivalstva na Japonskem (Institutional Investors Statistical Yearbook, 1998, str. 112). Vzrok za to so višje javne pokojnine v primerjavi z ZDA in Veliko Britanijo in relativno pozni začetki uvajanja zasebnih pokojninskih skladov. Zasebni pokojninski skladi so na Japonskem dveh vrst: »kvalificirani skladi« (ang. tax-qualified) ter »pokojninski skladi zaposlenih« (ang. Employees Pension Fund – EPF).

Kvalificirani skladi so podobni pokojninskim skladom podjetij v ZDA in Veliki Britaniji in lahko izkoriščajo davčne prednosti podobne tistim, ki veljajo v prej omenjenih državah, pod pogojem, da izpolnjujejo določene zahteve. EPF pokojninski skladi omogočajo podjetjem, da del prispevkov, ki jih sicer plačujejo za dodatni del javnega pokojninskega zavarovanja, preusmerijo v svoje pokojninske sklade in ta sredstva še dodatno povečajo s svojimi prispevki. Take sklade lahko vzpostavljajo samo velika podjetja. Poleg pokojninskih skladov podjetij lahko posamezniki varčujejo tudi v individualnih pokojninskih skladih.

3 PRIMERJANJE NALOŽBENIH POLITIK POKOJNINSKIH SKLADOV

V tem poglavju se nahaja primerjava omejitev naložb pokojninskih skladov ter posledice teh omejitev, ki se kažejo v strukturi naložb izbranih držav. Ta del diplomskega dela se zaključi z primerjavo doseženih donosnosti pokojninskih skladov po izbranih državah, ki pokaže, da ima oblika nadzora nad naložbeno politiko poglobljen vpliv na učinkovitost pokojninskih skladov.

3.1 Primerjava zakonskih omejitev naložb pokojninskih skladov

Glavni razlogi za zakonske predpise o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb pokojninskih skladov so tržne pomanjkljivosti in potreba po zagotavljanju varnosti pokojnin. Zakonski predpisi o naložbah vplivajo na ustrezno diverzifikacijo premoženja pokojninskih skladov. Predpisujejo se predvsem minimalni in maksimalni deleži naložb, ki so določeni v odstotku od premoženja pokojninskega sklada. Gre predvsem za naložbe z visoko cenovno nestanovitnostjo in/oziroma nizko likvidnostjo. Najvišje dovoljene deleže se določa za nizko likvidne naložbe ter naložbe z visoko cenovno občutljivostjo (ang. price volatility) in kreditnim tveganjem. Primer prvih so nepremičnine in hipotekarna posojila, primer drugih pa

delnice, ki ne kotirajo na borzi (ang. unquoted shares). Po drugi strani se najnižji dovoljeni deleži predpisujejo zaradi podpore državi pri dolžniškem financiranju (npr. sofinanciranju proračunskega primanjkljaja) in ne z namenom zaščite članov pokojninskega sistema.

Naložbene omejitve se ne nanašajo samo na zaščito zavarovancev, temveč tudi na zmanjšanje potencialne kontrole oziroma moči pokojninskih skladov nad upravljanjem proizvodnih in drugih podjetij. Načelo varnosti zahteva, da mora biti zagotovljena vrnitev naložb oziroma enake kupne moči vloženega denarja. Načelo donosnosti sili upravljavce pokojninskih skladov, k doseganju čim večjega donosa naložb. Načelo likvidnosti zahteva, da je mogoče v celoti, takoj in tekoče dospele obveznosti izpolnjevati v plačilo. Načelo raznovrstnosti in razpršenosti naložb narekuje prepletanje različnih vrst naložb pri številnih subjektih. Ustrezno zagotavljanje varnosti naložb je običajno predmet državnega nadzora pokojninskih skladov (Pavliha, 2000, str. 116–117).

3.1.1 Primerjava predpisanih omejitev naložb med izbranimi državami OECD

Zakonski predpisi o dovoljenih vrstah naložb in razpršenosti naložb pokojninskih skladov se razlikujejo med posameznimi državami. V posameznih državah upravljavci upoštevajo načelo preudarnosti, v drugih količinske omejitve, tretjo skupino pa sestavljajo države, ki uporabljajo obe vrsti omejevanja. Treba je omeniti, da večina držav OECD spada v tretjo skupino. V diplomskem delu se bom osredotočil na primerjavo desetih držav, članic OECD (Avstralija, Kanada, Finska, Nemčija, Francija, Italija, Japonska, Nizozemska, Velika Britanija in ZDA).

Med zgoraj omenjenimi je Nemčija edina država, ki uporablja količinske omejitve brez upoštevanja načela preudarnosti. Finska, Italija, Japonska in Nizozemska so primer držav, ki ne spadajo med anglosaksonske države in ki uporabljajo načelo preudarnosti skupaj s količinskimi omejitvami. Vse ostale države uporabljajo načelo preudarnosti kot temeljno načelo.

V Prilogi 1 predstavljam zakonske omejitve naložb v domače premoženje. Kakor je mogoče razbrati že na prvi pogled, imajo Avstralija, Kanada, Japonska, Nizozemska, Velika Britanija ter ZDA zelo liberalne predpise glede naložb v domače premoženje. V Veliki Britaniji ter ZDA predpisi prepovedujejo dajanje posojil sponzorjem pokojninskih načrtov (delodajalcem). Predpisi v Kanadi pa omejujejo nalaganje sredstev v nepremičnine z maksimalno vrednostjo 25 % od celotnega premoženja sklada.

Ostale štiri države imajo strožje predpise glede naložb v domače premoženje. Naložbe v domače delnice so omejene v Nemčiji (35 %), na Finskem (50 %) in v Franciji (65 %). Te tri države imajo tudi strožje predpise glede naložb v delnice, ki ne kotirajo na borzi, le-te so v Nemčiji in na Finskem omejene na 10 %, v Franciji pa na 0,5 % premoženja sklada.

Naložbe v nepremičnine so prepovedane v Franciji in Italiji, v Nemčiji ter na Finskem so omejene na 25 oziroma 40 %. Podjetniške obveznice so omejene samo v Nemčiji (50 %). Naložbe v investicijske kupone so omejene v Nemčiji, Italiji ter na Finskem. Predpisi omejujejo tudi naložbe v posojila v vseh štirih državah, v Italiji so celo prepovedane. Omejitve naložb v bančne depozite so manj razširjene in jih uporabljajo le v Nemčiji (50 %) in Italiji (20 %).

V Prilogi 2 so predstavljene druge zakonske kvantitativne omejitve naložb pokojninskih skladov po posameznih državah. Načelo preudarnosti uporabljajo v vseh državah, razen v Nemčiji. Načelo razpršenosti uporabljajo vse države razen Avstralije in Japonske, pri tem je razpršenost pri Nizozemski, Veliki Britaniji ter ZDA zahtevana, ne pa določena s kvantitativnimi omejitvami.

Neposredne omejitve za samoinvesticije² uporabljajo vse države razen Japonske. Koncentracijo lastništva omejujejo predpisi v Kanadi (maksimalno 30 % glasovalnih delnic posameznega podjetja), na Finskem (maksimalno 5 % delnic posameznega podjetja) ter v Italiji (maksimalno 5 % delnic z glasovalno pravico).

Naložbe v tuje premoženje se lahko omejujejo neposredno ali preko zahtev po valutni usklajenosti. Finska in Nemčija zahtevata 80 % valutno usklajenost, medtem ko so te zahteve v Italiji nižje in znašajo 33 %. V ostalih državah valutna usklajenost ni zahtevana. Neposredne naložbe v tuje premoženje niso omejene na Japonskem, Nizozemskem, v Veliki Britaniji ter ZDA. V Kanadi je ta omejitev 30 %, na Finskem pa 5 % naložb v države OECD ali zunaj držav Evropskega gospodarskega prostora. V Nemčiji lahko pokojninski skladi investirajo do 30 % premoženja v delnice izdajateljev v EU, 25 % v nepremičnine v EU in 10 % v delnice izdajateljev izven območja EU. V Italiji imajo lahko 50 % premoženja investiranega v delnice in obveznice držav OECD, ki ne kotirajo, ter 5 % v delnice in obveznice držav nečlanic OECD, ki kotirajo. Delnice in obveznice držav nečlanic OECD so prepovedane.

3.2 Primerjava strukture naložb pokojninskih skladov

V tej točki diplomskega dela bom analiziral strukture naložb pokojninskih skladov na ravni posameznih držav OECD, vendar moramo biti pri opredelitvi ugotovitev zelo pazljivi, saj so podatki o strukturah agregatni. Agregatni podatki prikazujejo povprečno strukturo naložb pokojninskih skladov, od katere posamezni skladi odstopajo. Struktura naložb zrelih pokojninskih skladov se razlikuje od strukture naložb pokojninskih skladov z mlajšimi člani. Povprečje struktur naložb pokojninskih skladov z različnimi naložbenimi usmeritvami daje omejen vpogled v uspešnost pokojninskih skladov v okviru različnih zakonskih omejitev.

² Samoinvestiranje pomeni, da je lahko v družbo, ki je soustanovitelj sklada ali soorganizator pokojninskega načrta, naložen največ določen delež sredstev sklada (Cencelj, 2002, str. 31).

3.2.1 Primerjava struktur naložb pokojninskih skladov posameznih držav OECD

Za primerjavo strukture naložb po posameznih državah OECD bom uporabili podatke iz Priloge 3. Vse obravnavane države razen Nemčije in Italije, nimajo omejitev glede nalaganja sredstev v bančne depozite, ta oblika naložb je za njih tudi precej neprivlačna, saj njihove naložbe ne presegajo 5 % premoženja. Relativno visok delež naložb v dolžniške vrednostne papirje najdemo na Finskem (45,7 %), najnižji delež teh naložb pa imajo ZDA (14,7 %). Pričakovati bi bilo, da imajo države z visokim deležem obveznic nizek delež delnic, vendar to v praksi vselej ne drži, saj ima Finska poleg obveznic tudi zelo visok delež delnic (41,3 %). Podobno velja za Nizozemsko, katera ima najvišji delež delnic (49,8 %), medtem ko je ta delež najnižji v Italiji (9,9 %). Delež posojil je v strukturi naložb v večini držav zelo nizek, razen v Nemčiji, kjer doseže 27,3 %. Tudi naložbe v nepremičnine so v večini držav relativno nepomembne, razen na Finskem (7,7 %) in v Italiji (7,8 %). Tretji po pomembnosti v strukturi naložb so vzajemni skladi. Zelo visoke deleže dosegajo v Avstraliji (65,9 %) in Kanadi (39,8 %), medtem ko je v Italiji njihov delež le 11,3 %.

Iz Priloge 4 je mogoče ugotoviti, da imajo države, ki uporabljajo načelo preudarnosti kot temeljno načelo, višje deleže sredstev naloženih v delnicah kakor v obveznicah. Italija je edina država, ki ima izrazito višji delež obveznic (30,7 %) od deleža delnic (9,9 %), kljub temu, da uporablja načelo preudarnosti. V Nemčiji se dejanski delež delnic (34,5 %) zelo približa predpisani omejitvi (35 %), kar kaže na to, da omejitev upravljavce nemških skladov dejansko omejuje pri nalaganju sredstev. Če gledamo primerjavo med dejanskim deležem obveznic (36,5 %) in predpisano omejitvijo (50 %), lahko sklepamo, da so obveznice za državo bolj zaželena oblika naložb kakor delnice, za sklade pa niso tako zanimive.

3.3 Primerjava donosnosti pokojninskih skladov

Donosnost sredstev pokojninskih skladov je poleg izpostavljenosti tveganjem, za člane prostovoljnega dodatnega pokojninskega sistema najbolj pomemben podatek, saj je od nje odvisna višina njihove bodoče pokojnine.

3.3.1 Primerjava donosnosti pokojninskih skladov držav OECD

Primerjanje učinka, ki ga imajo na upravljanje naložb kvantitativne omejitve in načelo preudarnosti je težavna naloga. V preteklosti so si države OECD prizadevale identificirati razlike v strukturi naložb med državami z in državami brez kvantitativnih omejitev ter primerjati njihove donose naložb. Na osnovi poskusnih podatkov ugotovitve nakazujejo, da **kvantitativne omejitve naložb (kot so omejitve v domače in tuje premoženje) omejujejo strukturo naložb povprečnega pokojninskega sklada ter da so donosi v državah, ki uporabljajo načelo preudarnosti, višji.**

Tabela 3: Povprečna letna realna donosnost sredstev v nacionalni valuti za obdobje 1984–1998 (v %)

Načelo preudarnosti		Kvantitativne omejitve	
Irska	13 %	Nemčija	7 %
ZDA	11 %	Danska	6 %
Velika Britanija	10 %	Švica	5 %
Belgija	10 %		
Nizozemska	10 %		
Povprečje	11 %	Povprečje	6 %

Vir: Jean-Philippe Chetcuti, 2002.

Chetcuti (2002) je opravil raziskavo, ki je pripeljala do podatkov v Tabeli 3. Iz slednje lahko razberemo, da je realna donosnost sredstev pokojninskih skladov, ki uporabljajo načelo preudarnosti, večja za 5 % od donosnosti, kjer so vodilo kvantitativne omejitve.

Podobno raziskavo je opravil tudi Davis (2001, str. 36), ki je poskušal oceniti učinke zakonskih omejitev naložb z oceno donosnosti pokojninskih skladov v sedmih državah OECD. Pri tem je uporabil agregatne podatke o donosnosti pokojninskih skladov na ravni posamezne države. Kot ponderje je uporabil podatke o letni donosnosti posameznih vrst naložb skladov, vključno s kapitalskimi dobički ter izgubami, pridobljenimi na trgu. Davis je predpostavil, da imajo pokojninski skladi posamezne države premoženje razpršeno v indeksne sklade za posamezno vrsto naložb, vendar v svoje izračune ni vključil transakcijskih ter administrativnih stroškov, ki znižujejo donose skladov. Gre za poenostavljene ocene in pri sprejemanju zaključkov moramo biti zaradi tega zelo pazljivi.

Davis (2001, str. 36) je v svojo oceno donosnosti vključil obdobje 1980–1995. To obdobje je krajše od idealnega, zaznamovalo ga je zniževanje inflacije ter doseganje izjemnih donosov na trgu kapitala, kar pa ne bo veljalo na daljši rok. Zato je avtor vključil tudi obdobje 1970–1995. V Tabeli 4 na str. 17 so predstavljeni podatki o ocenjenih donosnostih pokojninskih skladov posameznih držav.

V svoji študiji se je Davis osredotočil na povprečne realne donosnosti kot najbolj relevantne, saj so v njih že upoštevane razlike v stopnji inflacije med posameznimi državami. Iz tabele je razvidno, da imajo države, ki upoštevajo načelo preudarnosti kot temeljno načelo regulacije, višje stopnje donosa od držav, ki upoštevajo kvantitativne omejitve. Povprečna razlika med realno donosnostjo premoženja pokojninskih skladov z upoštevanjem načela preudarnosti in realno donosnostjo premoženja pokojninskih skladov s količinskimi omejitvami je 200 bazičnih točk. Kar velja za krajše obdobje, v daljšem obdobju se razlika zmanjša na 80 bazičnih točk. Vseeno lahko trdimo, da načelo preudarnosti v primerjavi z zakonskimi omejitvami omogoča doseganje povprečno višje donosnosti premoženja pokojninskih skladov.

Tabela 4: Ocene realnih in nominalnih letnih donosnosti pokojninskih skladov po posameznih državah OECD v obdobju 1980–1995 oziroma 1970–1995 (v %)

Obdobja	1980–1995	1980–1995	1980–1995	1970–1995	1970–1995	1970–1995
Države OECD	Nominalna donosnost	Standardni odklon	Realna donosnost	Nominalna donosnost	Standardni odklon	Realna donosnost
Velika Britanija	15,8	8,7	9,8	12,8	9,7	5,9
ZDA	13,2	9,2	8,4	11,8	10,9	4,5
Nemčija	9,7	7,0	6,7	5,9	6,9	6,0
Japonska	8,9	9,1	6,9	10,2	9,4	4,4
Kanada	12,4	10,0	7,5	10,0	10,6	4,8
Nizozemska	9,2	6,3	6,3	6,0	6,7	4,6
Švedska	11,5	15,2	4,9	13,1	15,9	2,0
Povprečje	11,5	9,4	7,2	10,0	10,0	4,6
Načelo preudarnosti	11,9	8,7	7,8	10,0	9,5	4,8
Količinske omejitve	10,6	11,1	5,8	9,5	11,4	4,0

Vir: Davis, 2001, str. 52.

Kot smo lahko videli, dosegajo države, ki uporabljajo načelo preudarnosti, v povprečju višje donose in slednji so glaven razlog, zakaj se danes kapitalsko razvite države odločajo za to obliko omejevanja. Majhne spremembe v donosu sredstev, npr. 0,5-odstotno povečanje stroškov upravljanja ali zmanjšanje donosnosti sredstev, pomenijo zmanjšanje bodoče pokojnine za 20 % (Jean-Philippe Chetcuti, 2002). Ta ugotovitev nam še dodatno ponazori pomembnost donosnosti za upravičence, saj imajo že njene majhne spremembe zelo velik vpliv na bodoče pokojnine.

Poleg primerjanja absolutnih realnih donosnosti je zelo pomembno tudi primerjanje dejansko doseženih donosnosti z donosnostjo primerljivega premoženja (ang. benchmark). Tako lažje ocenimo, ali skladi optimalno nalagajo premoženje oziroma izkoriščajo priložnosti, ki se med državami razlikujejo. Odločilnega pomena je primerjanje donosnosti pokojninskih skladov s stopnjo realne rasti plač. Če pokojninski skladi niso sposobni preseči stopnje realne rasti zaslužkov, bi bilo bolje, da bi se pokojninski sistem financiral po načelu sprotnega prispevnega kritja (Davis, Steil, 2001, str. 106).

Uspešnost pokojninskih skladov sta Davis in Steil (2001, str. 105) primerjala s stopnjo realne rasti plač in z dvema primerljivima premoženjema (ang. benchmark):

- premoženje, ki ga sestavlja 50 % domačih delnic in 50 % domačih obveznic (domače premoženje),
- premoženje, ki ga sestavlja 50 % delnic tujih držav in 50 % obveznic tujih držav (globalno premoženje).

Tabela 5: Povprečna realna letna stopnja donosa pokojninskih skladov glede na določene »benchmarke« v izbranih državah v obdobju 1970–1995 in 1980–1995

Obdobje	1970–1995				1980–1995			
Države OECD	Pokojninski skladi	Domači portfelj	Globalni portfelj	Realna rast plač	Pokojninski skladi	Domači portfelj	Globalni portfelj	Realna rast plač
Velika Britanija	5,9	4,7	5,9	2,8	9,8	9,2	10,2	3,0
ZDA	4,5	4,4	7,5	-0,2	8,4	8,7	10,0	-0,8
Nemčija	6,0	6,4	3,9	2,7	6,7	10,4	9,3	1,4
Japonska	4,4	6,1	6,9	2,4	6,9	9,6	8,9	1,4
Kanada	4,8	4,0	7,1	1,3	7,5	6,6	10,6	0,3
Nizozemska	4,6	5,5	4,8	1,4	6,3	11,4	9,9	0,1
Švedska	2,0	8,0	6,3	1,4	4,9	10,3	10,4	0,3

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

Če najprej primerjam realno donosnost pokojninskih skladov s primerljivima premoženjema (domačim in globalnim) opazim, da skladi razpoložljivih možnosti ne izkoriščajo popolnoma. Tveganje primerljivega premoženja je v povprečju mnogo višje od tveganja dejanskega premoženja pokojninskih skladov. Zakonski predpisi o naložbah pokojninskih skladov ne omogočajo sprejemanja visokih stopenj tveganja. Primerjanje dejanske donosnosti pokojninskih skladov s stopnjo realne rasti plač kaže, da pokojninski skladi v posameznih državah niso imeli težav s premagovanjem te primerjalne vrednosti. Nekoliko težav je imela le Švedska, ki je stopnjo rasti plač komaj dosegala.

Po primerjanju naložbenih politik bom sedaj bolj podrobno predstavil kaj sploh je naložbena politika in kaj vse je vplivalo na takšen izbor naložb in posledično doseženo donosnost. Kot bomo videli, so to dejavniki naložbene politike in način nadzora nad naložbeno politiko.

4 NALOŽBENA POLITIKA POKOJNINSKIH SKLADOV

V pokojninske sklade se stekajo ogromna finančna sredstva, ki niso njihova last. Naloga skladov je, da ta sredstva plemenitijo, pri tem pa morajo paziti na številne omejitve in dejavnike, ki vplivajo na izbiro prave razporeditve zbranih sredstev. Dobra naložbena politika (ang. investment policy) pozitivno vpliva ne le na pokojninske sklade, ampak tudi na zavarovance, sponzorje, državo in na nacionalno gospodarstvo. Uspešna naložbena politika skladom zagotavlja višje dobičke, zavarovancem višje pokojnine, sponzorjem nižje prispevne stopnje, državi manjšo finančno obremenitev povezano s socialno varnostjo starejših ljudi, nacionalnemu gospodarstvu pa stabilizacijske učinke.

Teoretično lahko naložbeno politiko opredelimo kot kombinacijo filozofije in načrtovanja oziroma kot kombinacijo zasledovanja določenih vrednot in doseganja specifičnih normativnih ciljev (Cencelj, 2002, str. 8). Na eni strani izraža odnos upravljavcev sklada in sponzorjev do pomembnih upravljavskih vprašanj povezanih s poslanstvom sklada, vrednotenjem rezultatov, sprejemljivo stopnjo tveganja, itd.. Na drugi pa predstavlja obliko dolgoročnega strateškega načrtovanja z določanjem specifičnih ciljev in načinov njihovega doseganja.

Koristnost naložbene politike se kaže zlasti v neugodnih tržnih razmerah. Takrat lahko sponzorji in upravljavci zaradi strahu pred še večjo katastrofo spremenijo sicer ustrezno naložbeno politiko. V večini primerov se to izkaže za neuspešno in zelo drago. V takšnih pogojih deluje dosledno sledenje naložbeni politiki stabilizacijsko. Preprečuje hitre in nepremišljene spremembe naložbene strukture in spodbuja dolgoročno delovanje. Stabilizacijski učinki naložbene politike se kažejo tudi v izrazito ugodnih tržnih razmerah. Takrat odvrčajo sponzorje in upravljavce od napovedovanja prihodnosti na podlagi teh razmer in posledičnega oblikovanja bolj agresivnih naložbenih strategij.

4.1 Izjava o naložbeni politiki

Izjava o naložbeni politiki je dokument, ki ga v pisni obliki pripravi uprava pokojninskega sklada. V njem določi poslanstvo sklada, naložbene cilje, svoj odnos do tveganja, strateško razporeditev premoženja, itd.. Izjavo oblikuje uprava sama, ali poišče pomoč lastnih ali zunanjih strokovnjakov, vendar jo mora v končni fazi podpisati sama. Zapisana naložbena politika ima več funkcij (Fabozzi, 1997, str. 29):

- razkritje poslovanja in odgovornosti uprave,
- lažje notranje in zunanje komuniciranje o investicijski politiki,
- preprečevanje nepravilne komunikacije izbrane naložbene politike,
- zagotavljanje nemotenega delovanja sklada ob kadrovskih spremembah, saj imajo na novo zaposleni jasen vpogled v dolgoročne cilje sklada in strategijo investiranja,
- je temelj za ocenjevanje primernosti predlaganih sprememb investiranja (iz zapisane naložbene politike mora biti razvidno, kakšen bo vpliv novih sprememb nanjo).

Izjava o naložbeni politiki mora biti zaradi transparentnosti na voljo (na osnovi zahteve) zavarovancem in nadzornim oblastem. Ko pokojninski sklad formalno zapiše izjavo o naložbeni politiki, se začne ukvarjati z neposrednim izvajanjem izbranih dolgoročnih ciljev. Do slednjih pride z razpršitvijo razpoložljivih sredstev med posamezne naložbene skupine.

4.2 Usmeritve OECD glede poslovanja zasebnih pokojninskih načrtov

Zakonski predpisi s področja delovanja in nadzora zasebnih pokojninskih skladov morajo biti učinkoviti in omogočiti razvoj ustrezne infrastrukture, ki pokojninskim skladom omogoča učinkovito razporeditev privarčevanih sredstev in razpršitev tveganj (Blommestein, 2001, str. 19).

OECD je mednarodna organizacija, katere cilj je pospeševati sodelovanje med 30-imi državami članicami in razvijati sodelovanje z drugimi državami. To je organizacija, ki omogoča izmenjavo mnenj posameznih držav, diskusijo o splošnih zadevah in o razvoju usmeritev za široko področje problemov. OECD zbira primerljive podatke in pospešuje mednarodne standarde primerne za svetovno ekonomijo. Raziskave in analize s področja zasebnih pokojninskih načrtov OECD vodi prek delovne skupine za zasebne pokojninske načrte (angl. Working Party on Private Pensions). Delovno skupino sestavljajo pomembni predstavniki zakonodajnih in nadzornih oblasti posameznih držav, akademiki ter predstavniki zasebnega sektorja. Delovno skupino lahko opredelimo kot mednarodni forum, sestavljen iz strokovnjakov na svojem področju, ki pripravljajo prvovrstne analize in praktična navodila za zakonodajne reforme na področju pokojninskih načrtov. Working Party ima koristi tudi od delovanja drugih OECD skupin, kot sta odbor za zavarovalništvo in privatne pokojnine (Insurance and Private Committee) ter odbor za finančne trge (Committee on Financial Markets). Prav tako tesno sodeluje z IOPS (International Organisation of Pensions Supervisors) in z ostalimi mednarodnimi organizacijami, ki imajo opraviti z privatnimi pokojninami.

Poslanstvo OECD je pomagati državam pri razvoju ustreznega zakonodajnega in nadzornega okvirja, ki ščiti pravice članov, upravičencev in zagotavlja finančno varnost pokojninskih načrtov in pokojninskih skladov. V skladu s poslanstvom oblikuje predloge, ki jih objavi v obliki nezavezujočih priporočil, načel in usmeritev.

Junija 1999 je zavarovalni odbor OECD potrdil izbrana načela o zakonskih usmeritvah naložb zavarovalnic in pokojninskih skladov (Selected Principles for Regulation of Investments by Insurance Companies and Pension Funds, 2004, str. 3). Načela vsebujejo temeljna priporočila s področja naložb premoženja zavarovalnic in pokojninskih skladov, ki temeljijo na potrebi po zagotavljanju varnosti in donosnosti sredstev zavarovalnic in pokojninskih skladov. Zakonski predpisi o naložbah morajo slediti dvema ciljema; cilju varnosti in cilju dobičkonosnosti investiranih sredstev. Predpisi o naložbah so usmerjeni k finančni trdnosti institucij in osredotočenju na usklajevanje sredstev z obveznostmi.

Načela opredeljujejo, da je, ne glede na vrsto zakonskih predpisov o naložbah (načelo preudarnosti ali količinske omejitve), pomembno strogo upoštevanje temeljnih predpisov:

- diverzifikacija in razpršitev premoženja,
- usklajevanje zapadlosti (vključujoč princip likvidnosti),
- valutna usklajenost kot osnovno naložbeno načelo.

V okviru količinskih omejitev naložb ni primerno predpisovanje minimalnih deležev za posamezno vrsto naložb, razen iz preudarnih razlogov in v izjemnih primerih. Načela dopuščajo institucijam, da presežejo zgornje vrednosti predpisanih omejitev naložb pod določenimi pogoji in da so presežne naložbe predhodno potrjene s strani nadzornih institucij. Treba je upoštevati način vrednotenja naložb in dejanski vpliv vrednotenja na količinske omejitve. Naložbe v posamezno vrsto premoženja so omejene kot delež celotnega zavarovalniškega ali pokojninskega premoženja. Naložbe v samoinvesticije morajo biti strogo omejene. Načelo priporoča najvišje dovoljene vrednosti med 5 in 10 %. Določene vrste naložb so strogo omejene (npr. posojila brez ustrezne garancije, nekotirajoče delnice, delnice podjetij, ki nosijo glavna tveganja konflikta interesov). Za upravljanje je dovoljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Pri oblikovanju in izvajanju naložbenih politik je treba upoštevati zapadlost pokojninskih skladov. V okviru načela preudarnosti se poudarja pomen strokovne usposobljenosti in znanja upravljavcev.

Delovna skupina za zasebne pokojninske načrte v okviru OECD (angl. Working Party on Private Pensions) je oblikovala 15 osnovnih načel v povezavi s poslovanjem zasebnih poklicnih pokojninskih načrtov, ki so edini mednarodno uveljavljeni standardi za zasebne pokojninske sisteme. Načela so bila potrjena novembra 2000. V juliju 2002 je delovna skupina potrdila usmeritve s področja upravljanja pokojninskih skladov, ki vsebujejo temeljna pravila za izbiro vodstvenih organov, opredelitev njihovih odgovornosti, vlogo nadzornih organov, aktuarjev in skrbnikov pri nadzorovanju dejavnosti sklada (Strengthening Private Pensions, 2003, str. 15). Usmeritve s področja pravic članov in upravičencev poklicnih pokojninskih načrtov je delovna skupina sprejela septembra 2003. Te usmeritve vsebujejo pravico do nediskriminatornega dostopa do pokojninskih načrtov, zaščito pridobljenih pravic, prenosljivost pokojninskih prihrankov, razkritje informacij in pravico do nadomestila (Strengthening Private Pensions, 2003, str. 16).

Nadzorovanje razvoja zasebnih pokojninskih sistemov je ena ključnih aktivnosti delovne skupine. V preteklih letih je bila njena pozornost usmerjena k razvoju poklicnih pokojninskih sistemov in strukturnim reformam javnih pokojninskih sistemov v nekaterih državah OECD, kar je pripeljalo do oblikovanja obveznih pokojninskih skladov. Novi projekti delovne skupine potekajo na različnih področjih:

- reforme zakonskih omejitev naložb (npr. sprostitev naložbenih omejitev ali izvedba načela preudarnosti),

- poslovanje in rast premoženja pokojninskih skladov,
- državno financiranje pokojninskih načrtov določenih pravic in razlike med državami v metodologiji merjenja vrzeli financiranja (ang. funding gap),
- razvoj rentnih trgov in drugih trgov produktov pokojninskega zavarovanja.

OECD je jeseni 2003 objavil združitev 15-ih načel o poslovanju zasebnih poklicnih pokojninskih načrtov v 7 osrednjih načel zaradi lažjega ocenjevanja izvršitve posameznega načela. Pri vsakem posameznem načelu so zapisani cilji, ki jih le-to prinaša. Opredeljeni so dejavniki, ki ponazarjajo dobro prakso, kakršne naj se poslužujejo zakonski predpisi posameznih držav. Prakse posameznih držav se pri izvajanju posameznih načel razlikujejo. 21. julija 2004 je OECD objavila preoblikovana načela v 6 osrednjih načel o poslovanju zasebnih pokojninskih načrtov (OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pensions Regulation, 2004).

Prvo načelo prinaša smernice za učinkovite zakonske predpise in nadzor. Drugo načelo govori o oblikovanju pokojninskih načrtov, skladov in družb za upravljanje. Tretje načelo je namenjeno opredelitvi obveznosti pokojninskih načrtov, načinom financiranja, prenehanju poslovanja in njihovega zavarovanja. Četrto načelo govori o upravljanju z naložbami pokojninskih načrtov. V petem so opredeljene pravice članov, upravičencev in ustreznost pokojninskih načrtov. Šesto načelo opredeljuje učinkovitost nadzora nad poslovanjem pokojninskih skladov in načrtov, finančno kontrolo, aktuarsko dejavnost in nadzor nad upravljavci.

Podrobno si bomo ogledali priporočila in cilje, ki jih prinaša za nas najpomembnejše³, tj. 4. načelo oziroma načelo upravljanja (OECD Recommendations on Core Principles of Occupational Pensions Regulation, 2004, str. 6). V skladu z zakonskimi predpisi je treba opredeliti osnovo za vrednotenje premoženja pokojninskih skladov. Zakonski predpisi s področja naložb morajo temeljiti na načelih preudarnosti kot so diverzifikacija, razpršitev, zapadlost in upravljanje z valutnim tveganjem. Načelo preudarnosti se nanaša na upravljanje in od upravljavca zahteva:

- lojalnost, tj. obveznost sprejemati investicijske odločitve v skladu z interesi pokojninskega načrta oziroma njihovih članov,
- dolžnost raziskati in nadzorovati naložbe.

Zakonski predpisi lahko vključujejo najvišje dovoljene stopnje posameznih vrst naložb, ki morajo biti skladne z načeli diverzifikacije, razpršitve, zapadlosti in upravljanja s tveganjem. Samoinvesticije morajo biti prepovedane ali omejene. Predpisi naj bi pospešili liberalizacijo naložb v tujino. Institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje so dolžne oblikovati in izvajati sprejeto naložbeno politiko.

³ V 4. načelu so opredeljene dovoljene vrste in omejitve naložb pokojninskih skladov.

4.3 Dejavniki, ki vplivajo na naložbeno politiko

Pri oblikovanju naložbene politike moramo biti zelo pazljivi. Upoštevati moramo vrsto dejavnikov, ki vplivajo na izbor naložbenih razredov. V nadaljevanju bomo videli, da imajo lahko isti dejavniki drugačno vsebino, ki je odvisna od vrste pokojninskih skladov. Ti dejavniki oblikovanja naložbene politike so (Diklič, 2004, str. 22):

- stabilnost in predvidljivost finančnih tokov,
- davčna ureditev,
- razvitost kapitalskih trgov,
- pritiski s strani sponzorskega podjetja,
- zrelost⁴ sklada (ang. maturity),
- omejitve.

4.3.1 Stabilnost in predvidljivost finančnih tokov

Za pokojninske sklade velja, da imajo stabilne in predvidljive finančne tokove. Zaradi pogodbene narave prilivov s strani delodajalcev in zaposlenih so zelo predvidljivi. To velja predvsem za pokojninske sklade z določenimi prispevki, pri pokojninskih skladih z določenimi pravicami pa lahko variirajo, saj so odvisni od donosnosti sredstev. Odlivi v obliki pokojnin so ravno tako relativno predvidljivi daleč vnaprej. To obratno velja predvsem za pokojninske sklade z določenimi pravicami, saj so odlivi pri pokojninskih skladih z določenimi prispevki odvisni od donosnosti sredstev sklada. Sicer v praksi prihaja do predčasnih dvigov sredstev iz pokojninskega sklada zaradi prezgodnjih smrti ali invalidnosti, vendar ti dvigi predstavljajo zelo majhen delež finančnih tokov.

Skladi se odločajo za nalaganje sredstev v dolgoročne finančne oblike zaradi predvidljivosti finančnih tokov in dolgoročnega značaja obveznosti. Med naložbami prevladujejo instrumenti kapitalskega trga z najdaljšim rokom dospelja, kot so dolgoročne obveznice in delnice. Ob ustanovitvi ima sklad majhne potrebe po likvidnosti. Ko se stopnja zrelosti povečuje, se povečuje tudi potreba po likvidnosti, saj se poveča število izplačil pokojnin. Takrat naj bi tudi napočil čas, da bi skladi spremenili naložbeno politiko v smeri povečanja deležev denarnih sredstev in kratkoročnih posojil.

4.3.2 Davčna ureditev

Davčna ureditev ima izjemno močan vpliv na izbiro različnih oblik varčevanja. Davčne olajšave so eden glavnih razlogov za to, da je pokojninsko zavarovanje najbolj razširjena oblika varčevanja v svetu ter za vrtooglavo rast pokojninskih skladov. Na Portugalskem se je

⁴ Pokojninski sklad je zrel, ko je znesek vplačanih prispevkov približno enak znesku izplačanih pokojnin (Igličar, 1992, str. 33). Z leti delovanja pokojninskega sklada namreč število pokojninskih upravičencev narašča, s tem pa tudi znesek izplačanih pokojnin.

dodatno pokojninsko zavarovanje razmahnilo po uvedbi ugodne davčne politike, na Novi Zelandiji pa se je drastično skrčilo, ko so bile olajšave ukinjene (Bešter, 1996, str. 45).

Sredstva pokojninskih skladov so lahko obdavčena v treh fazah: kot prispevki v pokojninski načrt, kot prihodki nalaganja sredstev pokojninskih skladov ter kot izplačila pokojnin iz zbranih sredstev. Na razvoj pokojninskih skladov najbolj negativno vplivajo davčne ureditve, ki obdavčujejo naložbene prihodke skladov, hkrati pa pomembno vplivajo tudi na naložbeno politiko. Davčna ureditev, ki ima najbolj ugoden vpliv na pokojninske sklade je EET (Exempt, Exempt, Taxed), pri kateri so obdavčene le pokojnine, saj velja, da so upokojenski prihodki običajno nižji od zaslužkov v času aktivne dobe. Tukaj velja še izpostaviti, da imajo prispevki v pokojninski načrt s strani delodajalcev drugačen davčni status od prispevkov zaposlenih. V primeru, da so prispevki delodajalcev v celoti neobdavčeni, prispevki zaposlenih pa neobdavčeni le do določenega zneska, delodajalci v sklade prispevajo večji delež sredstev.

4.3.3 Razvitost kapitalskih trgov

Razvitost kapitalskih trgov ima močan vpliv na naložbeno politiko. Davis (1995, str. 174) trdi, da obstaja povezanost med deležem sredstev pokojninskih skladov v BDP-ju in razvitostjo kapitalskega trga. Pokojninski skladi v državah z razvitim trgom kapitala so torej pomembni finančni posredniki in obratno. Na razvitih trgih kapitala prevladuje delničarska kultura. To pomeni, da bodo skladi oblikovali naložbene politike z višjimi deleži delnic. Obratno velja za pokojninske sklade, ki delujejo v državah v razvoju. Njihovi trgi kapitala so relativno nerazviti, skladi pa na začetni stopnji razvoja. Zaradi majhne izbire naložb in želje po pridobitvi zaupanja s strani zavarovancev, se slednji odločajo za bolj varne naložbene oblike (obveznice).

4.3.4 Pritiski s strani sponzorskega podjetja

Na naložbeno politiko, zlasti pokojninskih skladov z vnaprej določenimi pravicami, vplivajo zahteve oziroma pritiski s strani uprave sponzorskega podjetja. Sponzor, ki nosi naložbeno tveganje, zahteva čim višje donose, saj jim ti omogočajo plačevanje nižjih prispevnih stopenj v primeru enakih vnaprej določenih pokojninskih pravic. Takšni pritiski silijo sklade, da sredstva vlagajo v bolj tvegane finančne oblike (delnice). V primeru pokojninskih skladov z določenimi prispevki teh pritiskov ni, ker naložbeno tveganje nosijo zavarovanci. Sponzorsko podjetje plačuje določeno višino provizije, ki ni odvisna od donosnosti sredstev.

4.3.5 Zrelost sklada

Na naložbeno strukturo ima pomemben vpliv tudi zrelost pokojninskega sklada (ang. maturity). Ko se skladi približajo zrelosti, skušajo s spremembo sestave naložbenega portfelja (povečanje deleža obveznic) zmanjšati tveganost naložb, saj se bojijo nenadne finančne krize

v gospodarstvu in zloma finančnega trga, ki ima za pokojninske sklade ter njihove člane hude in neprijetne posledice. To je še posebej pomembno pri skladih z vnaprej določenimi prispevki, kjer člani prevzamejo celotno naložbeno tveganje. Pri pokojninskih skladih z definiranimi pravicami pa zrelost sklada nima takega pomena, saj naložbeno tveganje nosijo sponzorji, kateri želijo čim višje donose ne glede na zrelost sklada, saj jim ti zagotavljajo nižje prispevne stopnje. Posledice tega so bile, da sponzorji niso zbrali dovolj sredstev za pokojnine zavarovancev. To je bil le eden od vzrokov, ki so botrovali povečanemu deležu skladov z določenimi prispevki.

4.3.6 Omejitve

Pri oblikovanju naložbene politike morajo skladi upoštevati določene omejitve. Tukaj gre predvsem za omejitve, ki izhajajo iz statotov ali ustanovnih listin skladov ter za zakonske omejitve, zlasti v državah, ki določajo minimalne ali maksimalne deleže posameznih naložbenih skupin v portfelju skladov. V nekaterih državah uporabljajo tudi omejitve v obliki minimalne zajamčene donosnosti, z namenom zaščite članov pri pokojninskih skladih z določenimi prispevki. Vse te omejitve prisiljujejo sklade, da vlagajo v predpisane naložbene razrede, predvsem v bolj varne in manj donosne, čeprav niso optimalni z vidika zadovoljitve potreb zavarovancev.

4.4 Elementi naložbene politike

Obstaja več razlag, kaj vse naj bi spadalo k naložbeni politiki. Razlikujejo se glede na vrsto pokojninskega načrta (pokojninski skladi z določenimi prispevki ali določenimi pravicami), zaradi različnih prioritet oblikovalcev naložbene politike ter zaradi razlik v državni regulativi tega področja. Če povzamemo priporočila različnih avtorjev⁵, so sestavine naložbene politike vsaj:

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

4.4.1 Poslanstvo sklada

Poslanstvo sklada lahko opredelimo kot temeljni cilj, ki bi ga pokojninski sklad rad dosegel na dolgi rok. Predstavlja okvir za oblikovanje naložbene politike, ostale sestavine pa pomagajo pri izvrševanju poslanstva. V praksi so definicije poslanstva zelo različne. Od

⁵ Logue in Rader, 1998; Fabozzi, 1997; Ambachtsheer, 1998.

splošnih do takih z zelo specifično določenimi cilji. Do poslanstva pridemo, če jasno odgovorimo na naslednja tri vprašanja (Ambachtsheer, Ezra, 1998, str. 82–83).

- Kakšen je namen sklada? Zagotavljanje pokojninskih pravic članom; ali so še drugi cilji, npr. s pomočjo visokih donosov zagotoviti sponzorju finančne prednosti pred ostalimi sponzorji (v primeru pokojninskih skladov z določenimi pravicami).
- Na koga naložbeni donosi vplivajo in v kolikšni meri (kdo nosi naložbeno tveganje)?
- Ali je cilj sklada minimizacija tveganja in stroškov (ang. risk controlling) ali maksimizacija stopnje donosa (ang. return maximization)?

4.4.2 Tveganje in pričakovana donosnost premoženja

Pri oblikovanju naložbene politike tveganje opredelimo kot verjetnost, da nam ne bo uspelo izpolniti poslanstva sklada. Odnos oziroma nagnjenost k tveganju (ang. risk tolerance) kaže pripravljenost sponzorja na neuspeh pri doseganju ciljev sklada. Sponzor, ki tveganju ni naklonjen, bo ob enaki strateški razporeditvi premoženja in tveganja zahteval višjo pričakovano donosnost kot sponzor, ki je tveganju bolj naklonjen. Na nagnjenost do tveganja in sposobnost izbire realistične pričakovane donosnosti (ang. return target) vplivajo številni dejavniki, ki se razlikujejo glede na obliko pokojninskega sklada.

Pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi pravicami na nagnjenost do tveganja vplivajo: finančna moč sponzorja, stopnja polnosti sklada ter narava pokojninskih obveznosti (Logue, Rader, 1998, str. 88). Pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi prispevki, pri katerih člani sooblikujejo naložbeno politiko pa: način zbiranja prispevkov, čas do upokojitve, plača oziroma premoženje članov ter individualne prioritete.

Osnovni cilj finančnega investiranja je doseči optimalno razmerje med tveganjem in donosnostjo (ang. risk-return trade-off). Pogoj za doseganje optimalnega razmerja je določitev meje racionalnih kombinacij deleža posameznih tveganih naložb (ang. the frontier of efficient portfolios) (Cencelj, 2002, str. 13). Zanj velja, da ni mogoče doseči višje donosnosti brez večjega tveganja ali zmanjšati tveganje brez znižanja donosnosti.

4.4.3 Naložbeni cilji

Naložbeni cilji so tisti identificirani rezultati upravljanja s portfeljem, ki jih sponzor ocenjuje kot uspešne. Gre za natančne kvantitativne rezultate, ki naj bi bili doseženi v določenem časovnem intervalu. Gre za določitev na nivoju celotnega sklada, na ravni posameznih naložbenih skupin ali pa za vsakega upravljavca posebej. Večji ko so cilji glede donosov, večja je potreba po vlaganju sredstev v bolj tvegane finančne oblike (delnice) in obratno. Če so naložbeni cilji jasno določeni in merljivi, skladni s poslanstvom sklada ter če odražajo

sponsorjev odnos do tveganja (Fabozzi, 1997, str. 21–22), olajšajo izvajanje naložbene politike.

Cilji investicijske politike imajo dvojno funkcijo, saj se nanašajo tako na prihodnost kot na preteklost poslovanja sklada. Njihova perspektivna funkcija je, da služijo kot okvir za določitev strukture premoženja (ang. asset mix) in izbiro naložbenih upravljavcev. Po drugi strani nam primerjava naložbenih ciljev z doseženimi rezultati omogoča ocenjevanje uspešnosti investiranja in tu govorimo o retrospektivni funkciji naložbenih ciljev.

4.4.4 Način investiranja

Oblikovalci naložbene politike se morajo odločiti ali bodo sredstva nalagali aktivno in skušali trg »premagati« ali bodo sredstva nalagali pasivno in skušali »biti« trg (Cencelj, 2002, str. 14). Temeljen dejavnik, ki vpliva na odločitev, je sponzorjevo ali upravljavčevo mnenje o učinkovitosti trga. Ključnega pomena je poznavanje hipoteze o učinkovitosti trga kapitala (ang. efficient market hypothesis), po kateri tržne cene vrednostnih papirjev in posameznih naložbenih skupin v vsakem trenutku odražajo vse razpoložljive informacije. Zelo pomembno je, da oblikovalci naložbene politike pretehtajo svoje mnenje o učinkovitosti trga in na podlagi tega sprejmejo ustrezno odločitev, kolikšen delež premoženja bodo investirali aktivno in kolikšen pasivno.

4.4.4.1 Pasivni način investiranja

Zagovorniki tega načina investiranja podpirajo hipotezo o učinkovitosti trga kapitala. Ne ukvarjajo se z iskanjem precenjenih ali podcenjenih vrednostnih papirjev ter z napovedovanjem splošnih tržnih gibanj, saj je po njihovem mnenju na dolgi rok nemogoče dosežati nadpovprečne donose. Dodaten razlog je tudi, da pogosto trgovanje z vrednostnimi papirji povzroča višje transakcijske stroške in negativne davčne učinke (Kleindienst, 2001, str. 77). Cilj pasivnega načina investiranja je sestava premoženja, ki ustreza pričakovani donosnosti in načrtovanemu naložbenemu tveganju. Ko upravljavec opravi strateško razporeditev premoženja, upravlja s premoženjem zelo malo transakcij. Najbolj pogosta metoda pasivnega investiranja je metoda indeksacije (ang. indexing), kjer pokojninski sklad razporedi premoženje v delnice ali v obveznice v povsem enaki ali vsaj zelo podobni sestavi, kot jo ima določen borzni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo⁶.

4.4.4.2 Aktivni način investiranja

Metoda aktivnega načina investiranja zavrača hipotezo o učinkovitosti trga kapitala in predpostavlja, da so trgi neučinkoviti in da omogočajo doseganje nadpovprečne donosnosti premoženja z iskanjem napačno ovrednotenih vrednostnih papirjev. Upravljavci skušajo

⁶ Tržno kapitalizacijo delnic posameznega izdajatelja izračunamo tako, da število njegovih delnic, ki kotirajo na organiziranem trgu, pomnožimo s tečajem.

povečati uspešnost nalaganja s povečevanjem naložbenih skupin, ki so v določenem trenutku podcenjene in z zmanjševanjem precenjenih naložbenih skupin. Posledica tega so večji transakcijski stroški in stroški upravljanja, ki zmanjšujejo uspešnost aktivno upravljanih skladov glede na pasivno upravljane, kajti investitorje zanima le neto donosnost premoženja (Kleindienst, 1996, str. 32).

Temeljni metodi aktivnega načina investiranja sta taktična razporeditev premoženja in tempiranje trga. Temeljna predpostavka taktične razporeditve premoženja (ang. tactical asset allocation) predpostavlja, da se cene naložb gibljejo okoli ravnotežnih vrednosti. Če se kratkoročne tržne (o)cene razlikujejo od dolgoročnih, bo prišlo do kratkoročnega (vnaprej dogovorjeno dovoljenega) odmika strukture premoženja od strateške razporeditve premoženja. Aktivni razponi investiranja ter odločitveni model, s pomočjo katerega bo potekalo odločanje o nakupih ali prodajah posameznih naložb, morajo biti opredeljeni v naložbeni politiki. Uspešnost taktične razporeditve premoženja se meri na podlagi primerjave stopnje donosa investitorjevega premoženja s stopnjo donosa normalnega premoženja, ki je opredeljeno s strateško razporeditvijo premoženja (Kleindienst, 1996, str. 21). Tempiranje trga je kratkoročna strategija, pri kateri se investitor odloča v katere osnovne vrste finančnih naložb bo razporedil premoženje, ne pa tudi o vlaganju v posamezne vrednostne papirje. Potrebno je narediti analizo tržnih trendov, napovedati spremembe na trgu in jih izkoristiti. Investitor se odloča, kolikšen delež bo v posameznem obdobju naložil v delnice in kolikšen v netvegane oblike naložb. Uspešnost se meri na podlagi primerjave stopnje donosa naloženega premoženja s stopnjo donosa trga delnic v določenem (kratkoročnem) obdobju.

4.4.5 Strateška razporeditev premoženja

Rezultati študij iz tujine so pokazali, da strateška razporeditev premoženja (ang. strategic asset allocation) določa med 90 in 95 % celotne dolgoročne donosnosti in tveganja finančnega premoženja (Kleindienst, 2001, str. 34). Cilj strateške razporeditve premoženja je razporediti premoženje med posamezne skupine finančnih naložb na način, ki bo pokojninskemu skladu dolgoročno zagotovil najustreznejšo kombinacijo med pričakovano donosnostjo in zanj sprejemljivim tveganjem. Ker se donosnost posameznih naložbenih skupin v posameznih obdobjih razlikuje in ker korelacija med donosnostjo teh skupin ni popolna, skladi nalagajo sredstva v različne naložbene skupine in s tem zmanjšajo tveganje, ne da bi se pri tem odpovedali delu pričakovane donosnosti. Koristnost kombiniranja delnic in obveznic pride do izraza predvsem v obdobjih, daljših od deset let.

Proces strateške razporeditve premoženja sestoji iz naslednjih korakov:

1. opredelitev naložbenih skupin, ki so primerne za vključitev v premoženje,
2. opredelitev pričakovanj trga,
3. iskanje optimalne sestave premoženja (ang. optimal asset mix).

4.4.6 Višina upravljavskih provizij

Upravljavska provizija je znesek, ki ga morajo člani sklada oziroma sponzor plačati upravljavcu sklada za upravljanje z naložbami sklada. Le 5 % vprašanih slovenskih investitorjev je pri izbiri sklada v največji meri upoštevalo višino provizij (Kleindienst et al., 2001, str. 53, 56).

5 NADZOR NAD NALOŽBENO POLITIKO

V tem poglavju najprej navajam tržne nepopolnosti, ki ovirajo doseganje Paretove optimalne točke, nato pa predstavljam in podam kritično analizo omejitev naložb pokojninskih skladov.

5.1 Razlogi za omejevanje institucionalnih investitorjev

Kakor pri vsakem trgu moramo tudi na trgu finančnih storitev zagotoviti določeno stopnjo liberalizacije ter ga obenem nadzorovati zaradi njegovih pomanjkljivosti. Ko dosežejo konkurenčni trgi učinkovite rezultate, regulacija ni potrebna. Trg je potrebno regulirati, če se pojavijo tržne nepopolnosti, ki cenam na trgu onemogočajo, da bi dosegle Paretovo optimalno točko. Poznamo tri osnovne tipe tržnih nepopolnosti na finančnih trgih: asimetrijo informacij, tržno moč ter eksternalije oziroma negativne učinke.

Asimetrija informacij se pojavlja pri finančnih storitvah najpogosteje. Kupec finančnih storitev zelo težko poseduje vse potrebne informacije o kvaliteti storitve in je zaradi tega izpostavljen velikemu tveganju, da storitev ni kakršna je mislil da je. Ta izpostavljenost se kaže zlasti v sleparskem, nebrižnem ter nesposobnem delovanju finančnih institucij, kupcem storitev pa grozi tudi propad le-teh (npr. pokojninskih skladov, življenjskih zavarovalnic in investicijskih skladov). Asimetrija informacij je še posebej pomembna za uporabnike finančnih storitev, kakršne ponujajo življenjska zavarovanja in pokojninski skladi, kajti klienti v njih vlagajo velik del svojega premoženja in sklepajo pogodbe, ki jih zavezujejo celo za 40 let. Zelo malo verjetno je in precej drago, da bi kupci popolnoma ocenili vsa tveganja, ki so jim izpostavljena življenjska zavarovanja in pokojninski skladi, vključujoč solventnost življenjske zavarovalnice in solventnost sponzorja poklicnega pokojninskega načrta (Davis, 2001, str. 19). Ta argument opravičuje zakonske predpise glede solventnosti institucij in pogojev usklajevanja premoženja z obveznostmi ali zagotavljanju minimalne kapitalske ustreznosti. Zakonsko omejevanje naložb institucionalnih investitorjev je lahko upravičeno, če je njihov namen preprečiti neustrezno diverzifikacijo premoženja in zagotoviti likvidnost investiranega premoženja institucionalnih investitorjev.

Pri **nepopolni konkurenci**, sicer je to druga najpomembnejša tržna pomanjkljivost pri finančnih storitvah, gre za stopnjo tržne moči. Ta ima poseben pomen za poklicne pokojninske načrte, še posebej za obvezne poklicne načrte. Zato je pozornost zakonskih

predpisov glede obveznosti do članov pokojninskih načrtov še kako pomembna. Sponzorji, ki upravljajo pokojninski sklad v nereguliranem okolju, bodo na monopolni osnovi oblikovali pokojninske načrte, ki bodo poskrbeli za njihove lastne interese. Sponzorji si želijo svobodo pri financiranju premoženja pokojninskih načrtov, ne glede na tveganje stečaja.

Eksternalije se pri finančnih storitvah pojavljajo zelo redko, in sicer kadar imajo dejanja določenih podjetij ali posameznikov koristne ali škodljive posledice za druge in niso razvidne iz mehanizma tržnih cen. Najbolj očiten primer eksternalij je, ko se eden od ponudnikov bančnih, zavarovalniških oziroma pokojninskih storitev znajde v težavah zaradi kreditne sposobnosti. To lahko sproži nekakšno verižno reakcijo, ki vodi do zmanjšanja zaupanja v druge finančne institucije. Ta pojav strokovnjaki imenujejo »Contagion«, gre za simetrične informacije oziroma posploševanje. Problem lahko zamaja likvidnost celotne regije ali celo države. Zato so zakonski predpisi o zagotavljanju solventnosti institucij opravičeni. Z uporabo metode usklajevanja dolgoročnih obveznosti z dolgoročnimi sredstvi (ang. Asset-Liability Management, ALM) so eksternalije malo verjetne za življenjske zavarovalnice in še manj za pokojninske sklade. Poleg zgoraj omenjenih negativnih eksternalij obstajajo tudi pozitivne eksternalije finančnih institucij, zaradi katerih jih država vzpodbuja (davčne olajšave) z željo po cenejši socialni varnosti in razvoju kapitalskega trga.

Regulacija lahko temelji tudi na želji po ekonomski učinkovitosti. Nekatere države si prizadevajo sprejeti predpise za usmerjanje toka naložbenih sredstev v zeleni smeri (nakupi državnih vrednostnih papirjev in naložbe v domače gospodarstvo) ter investitorjem preprečiti izvajanje nadaljnjega vpliva vladanja podjetjem v nefinančnem sektorju (Davis, 2001, str. 21).

Kakor je moč razbrati, so glavni razlogi za zakonske predpise o dovoljenih vrstah in omejitvah naložb pokojninskih skladov **tržne pomanjkljivosti in potreba po zagotavljanju varnosti pokojnin**. Zakonski predpisi o naložbah vplivajo na ustrezno diverzifikacijo premoženja pokojninskih skladov.

Seveda ima tudi pretirana regulacija svojo ceno, kar se kaže v omejevanju kritja privatnih pokojnin, ko so te prostovoljne, ter zmanjševanju konkurenčnosti podjetij, če so privatni pokojninski načrti obvezni. Pri pokojninskih skladih gre za strogo ločeno regulacijo za pokojninske sklade z vnaprej določenimi pravicami in pokojninske sklade z vnaprej določenimi prispevki. Glavni razlog je v tem, da imajo prvi garancijske lastnosti sorodne življenjskim zavarovanjem, drugi pa ne in so podobni vzajemnim skladom.

5.2 Vrste omejitev

Za privatne pokojninske sklade sta ključnega pomena način investiranja sredstev sklada ter oblika nadzora nad temi investiranimi sredstvi. Usmerjanje in nadzor sredstev pokojninskih skladov ima dva glavna cilja, in sicer zagotavljanje varnosti teh sredstev ter zagotavljanje okolja, v katerem bo mogoče doseči najboljše dobičke ob sprejemljivi stopnji tveganja. Za

dosego teh ciljev lahko uporabljamo različna orodja. V svetu sta se oblikovala dva različna načina nadzora nad naložbeno politiko; kvantitativne omejitve naložb in načelo preudarnosti. V preteklosti so velikokrat tekle debate o tema dvema nasprotnima poloma nadzora. Vendar je v realnosti zelo težko najti državo, ki bi uporabljala le enega ali drugega. Generalno gledano je lahko opaziti, da anglosaksonske države uporabljajo načelo preudarnosti kot njihov osnovni način nadzora, medtem ko se druge države bolj nagibajo k kvantitativnim omejitvam naložb. Veliko držav kot glavni način nadzora uporablja načelo preudarnosti, kvantitativne omejitve pa samo do določene mere. Gre predvsem za količinske omejitve na samoinvesticije. To velja tudi za ZDA in Veliko Britanijo, ki sicer uporabljata načelo preudarnosti v njegovi skrajni obliki. Obstajajo države, ki niso ravno tipične anglosaksonske kot je Nizozemska, Japonska in Italija, njihov način nadzora pa vseeno temelji na načelu preudarnosti. Nenazadnje se države, ki uporabljajo kvantitativne omejitve, poslužujejo tudi načela preudarnosti kot oblike dodatnega nadzora z namenom maksimiranja varnosti in donosnosti (Galer Russell, 2002, str. 44).

5.2.1 Količinske omejitve

Nadzor s pomočjo (količinskih) omejitev v strukturi premoženja še vedno prevladuje v večini evropskih držav kot so Nemčija, Francija, Švica, Švedska, Finska in Danska. Države poskušajo doseči znižanje tveganja in primerno razpršitev premoženja s pomočjo določanja maksimalnih oziroma minimalnih deležev posameznih vrst naložb. Gre predvsem za naložbe z visoko cenovno nestanovitnostjo in/oziroma nizko likvidnostjo. Pri nalaganju sredstev morajo skladi predvsem paziti, da sestava premoženja ostaja v okvirih, ki jih določa država. Doseganje optimalnega razmerja med tveganjem in optimalno donosnostjo je sekundarnega pomena.

Količinske omejitve so predpisane tudi zaradi širših gospodarskih ciljev, kot je na primer zagotovitev nalaganja sredstev v domači državi ter razvoj njenega trga kapitala. Najnižje dovoljene deleže se določa predvsem za državne vrednostne papirje, vendar prevladuje stališče, da je to nesprejemljivo, saj ne pomeni le financiranja državnega primanjkljaja ampak tudi manj uspešno nalaganje sredstev pokojninskih skladov, kar ima za posledico višje stroške skladov ter nižje prihodnje pokojnine (Bešter, 2000, str. 49).

Najvišje dovoljene deleže se določa za nizko likvidne naložbe ter naložbe z visoko cenovno občutljivostjo (ang. price volatility) in kreditnim tveganjem. Primer prvih so nepremičnine in hipotekarna posojila, primer drugih pa delnice, ki ne kotirajo na borzi (ang. unquoted shares).

Naložbe v tujino se v glavnem obravnavajo ločeno od domačih naložb. Dovoljeni deleži naložb v ekvivalentne tuje naložbe so nižji zaradi tveganja spremembe deviznih tečajev ter zaradi večjega tveganja neizplačila. Nekatere države zahtevajo tudi valutno usklajenost naložb in obveznosti pokojninskih skladov.

Tudi v državah, ki uporabljajo načelo preudarnosti, se uporabljajo določene kvantitativne omejitve. Tukaj gre predvsem za omejitve vlaganja v posamezna sredstva, nepremičnine ali podjetje ter za omejitve samoinvestiranja. V ZDA je najvišji dovoljen delež v samoinvesticije 10 %, v Veliki Britaniji pa 5 % (Survey of Investment Regulation of Pension Funds, OECD, 2005, str. 20). S temi omejitvami skuša država zaščititi člane pokojninskih skladov pred nesolventnostjo sponzorskega podjetja in pojavom konfliktov interesov.

5.2.1.1 Slabosti količinskih omejitev

Količinske omejitve naložb imajo negativen vpliv na proces optimalne razporeditve premoženja in izbiro posameznega vrednostnega papirja. Posledica tega je izbira neoptimalnega razmerja med pričakovanim donosom in sprejemljivo stopnjo tveganja (Davis, 2001, str. 24). Količinske omejitve imajo negativen učinek na pokojninske sklade, naložbeno industrijo in na gospodarstvo kot celoto.

Negativni učinki na pokojninske sklade (Cencelj, 2002, str. 34–35).

- Količinske omejitve otežujejo usklajevanje naložbene politike z obveznostmi pokojninskih skladov. Zrel (ang. mature) pokojninski sklad bo imel več obveznosti s krajšim časovnim horizontom in bo bolj nenaklonjen tveganju kot sklad, ki še ni dosegel zrelosti.
- Količinske omejitve so nefleksibilne, zato ne morejo dovolj hitro slediti spremenjenim gospodarskim okoliščinam, gibanjem na trgu kapitala in nepremičnin ter spremembam v vrednosti valut. Iste značilnosti opazamo tudi pri naložbeni politiki.
- Količinske omejitve vzpodbujajo naložbeno strategijo, ki je v skladu z zakonskimi omejitvami, namesto da bi skušale doseči dober donos ob hkratnem obvladovanju tveganja, in druge cilje, ki prispevajo k uspešnosti sklada.
- Vlade s količinskimi omejitvami pogosto silijo pokojninske sklade v sofinanciranje proračunskih primanjkljajev.
- Količinske omejitve onemogočajo upoštevanje trajanja (ang. duration) oziroma povprečnega časa vezave obveznosti, ki se lahko močno razlikujejo med skladi in skozi čas, ter s tem povezanih sprememb v nenaklonjenosti tveganju.
- Omejitve otežujejo ali celo onemogočajo uporabo imunizacije in metod uravnavanja naložb z obveznostmi za usklajevanje dospelosti/zapadlosti (ang. maturity matching). To bi namreč zahtevalo precejšnje variiranje portfelja med delnicami in obveznicami ter uporabo izvedenih finančnih instrumentov.
- Zaradi zahtev po visokih deležih obveznic in nalaganju sredstev doma v veliki meri spodbujajo držanje portfelja pod mejo učinkovitosti (optimizacije tveganja in donosnosti).

- Povzročajo pretirano osredotočanje na tveganje in likvidnost posameznih naložb pri čemer se pozablja, da lahko na ravni portfelja kreditno tveganje in cenovno občutljivost (ang. price volatility) zmanjšamo z razpršitvijo, likvidnostno tveganje pa je odvisno od celotne likvidnostne pozicije investitorja in ne od posameznih instrumentov, ki jih ta drži v portfelju.
- Omejitev uporabe izvedenih finančnih instrumentov sili sklade v nalaganje v manj donosne naložbe ali v izpostavljanje nepotrebnim tveganjem.
- Nalaganje v tujino je še posebej pomembno za države s plitvim in nerazvitim trgom kapitala, pri čemer količinske omejitve zmanjšujejo koristi razpršitve v tuje naložbe. Omejevanje investitorjev na domače trge povečuje izpostavljenost makroekonomskim tveganjem, ki izhajajo iz asimetričnih šokov domačega gospodarstva.
- Vzpodbujanje naložb v tujino oziroma omejevanje nalaganja sredstev doma je smiselno v primeru majhnega domačega trga kapitala, da se zagotovi primerna razpršitev in likvidnost portfelja, tako s širjenjem in poglobljanjem kapitalskih trgov potrebe po omejitvah postajajo odveč.

Količinske omejitve naložb zavirajo konkurenco med upravljavci premoženja, kajti njihova naloga je oblikovanje take strukture premoženja, ki je v skladu z zakonsko predpisanimi omejitvami naložb. To pomeni, da tovrstni zakonski predpisi ne vzpodbujajo pokojninskih skladov k izbiri uspešnih upravljavcev naložb, ki so sposobni dosegati višje donose ob hkratnem obvladovanju tveganj z razpršitvijo premoženja v različne vrste domačih in tujih naložb. Škodljiv vpliv zakonskih predpisov na razvoj profesionalnega upravljanja premoženja se kaže tudi s prepovedjo vstopa tujih upravljavcev⁷ na trg pokojninskih skladov posameznih držav (Davis, 2001, str. 26).

Učinki količinskih omejitev naložb so škodljivi tudi za gospodarstvo kot celoto. Zakonske omejitve vzpodbujajo neučinkovito alokacijo kapitala in tako zavirajo gospodarsko rast in zaposlenost. Omejevanje naložb v tvegani kapital (ang. venture capital) in v delnice podjetij, ki ne kotirajo na borzi (ang. unquoted shares), ovira dinamiko razvoja sektorja majhnih podjetij, ki ustvarjajo večino novih delovnih mest. Količinske omejitve delodajalcem povečujejo stroške dela in zaradi tega je ustvarjenih manj novih delovnih mest. Delodajalci plačujejo višje prispevke, da bi zagotovili določeno raven pokojninskih prejemkov, saj njihove naložbe dosegajo nižje donosnosti (Davis, 2001, str. 26).

Zakonsko predpisane količinske omejitve so nefleksibilne, zato ne omogočajo hitrega prilagajanja spremenjenim gospodarskim okoliščinam, spremembam na trgih kapitala, valutnih trgih in nepremičninskih trgih (Penko, 2005, str. 38). Na osnovi zgoraj zapisanih

⁷ O pomanjkanju konkurence v japonski naložbeni industriji in ugodnih učinkih deregulacije vstopa glej Davis and Steil, 2001, str. 177–180.

učinkov ugotovimo, da količinske omejitve naložb ne znižujejo naložbenega tveganja, pač pa ga lahko celo povečujejo, zlasti še t. i. valutno in deželno tveganje⁸ (Bešter, 2000, str. 49).

5.2.1.2 Uporabnost količinskih omejitev

Količinske omejitve nimajo vselej negativnega učinka. Uporabne so predvsem za gospodarstva v razvoju, za katera so značilne naslednje okoliščine (Penko, 2005, str. 39–40).

- Količinske omejitve so zaželene oziroma nujne v okoliščinah, ko so upravljavci pokojninskih skladov ter njihovi nadzorni organi zelo neizkušeni, trg vrednostnih papirjev nestanovit in pod vplivom različnih manipulacij insajderjev. Omejitve zagotavljajo razpršenost sredstev pokojninskih skladov in omejujejo tveganje. Te omejitve se lahko sprostijo, ko upravljavci pridobijo ustrezno znanje in izkušnje.
- Kadar nadzorni organi dvomijo o učinkovitosti notranjih kontrol v pokojninskih skladih, prav tako o sposobnosti panoge po samoregulaciji in s tem povezanimi strukturami upravljanja. Ta argument v prid omejitev je začasen.
- Stroge količinske omejitve naložb pokojninskih skladov v posamezne vrste naložb, zlasti v delnice in tuje vrednostne papirje, so dopustne le v začetnih letih reforme pokojninskega sistema, če je sprejetje konzervativne politike naložb povezano z izvajanjem reforme in odobritvijo zasebnih pokojninskih načrtov.
- Omejitve naložb v domače premoženje so smiselne pri majhnem domačem trgu kapitala, da se zagotovi primerna razpršitev in likvidnost premoženja. S širjenjem in poglobljanjem kapitalskih trgov potrebe po omejitvah niso več potrebne.
- Države se skušajo z uporabo količinskih omejitev naložb izogniti kritju izgub, ki so posledica nepreudarnega investiranja.
- Količinske omejitve naložb so potrebne za razcvet domačega trga kapitala, ki se doseže z odprtostjo trga za tuje naložbe; mednarodne naložbe pokojninskih skladov zmanjšajo njihovo izpostavljenost tveganju.
- Količinske omejitve za samoinvestiranje so ustrezne v pomenu preprečevanja koncentracije tveganja.
- Upravljavci se ne zavedajo dovolj svojih odgovornosti in se odločijo za naložbene politike, ki niso v skladu z interesi pokojninskega sklada.

5.2.2 Načelo preudarnosti

Načelo preudarnosti je koncept pri katerem se sredstva investira na preudaren način. Cilj koncepta je zagotoviti primerno razpršenost naložb na način, ki bi zaščitil upravičence pred plačilno nesposobnostjo sponzorja in naložbenim tveganjem. Dolgoročni investitorji bodo

⁸ Valutno tveganje označuje tveganje spremembe deviznega tečaja. Pri deželnem tveganju dolžniki zaradi političnih ali ekonomskih razmer v določeni državi niso pripravljeni ali sposobni poravnati svojih dolgov (Ribnikar, 1999, str. 44). Pri tem dolžnik ni v isti državi kot upnik.

načelo uporabljali s primerjanjem vrednosti sredstev in vrednosti prevzetih obveznosti (Davis, 2001, str. 22–23).

Načelo preudarnosti je osredotočeno na obnašanje upravljavcev pokojninskih skladov. Pri tem je ključen test preudarnosti proces oblikovanja naložb. Gre za test obnašanja upravljavca, institucionalnega investitorja in proces odločanja o razporeditvi sredstev. Od institucij se pričakuje, da imajo jasno in eksplicitno oblikovano izjavo o naložbenih načelih.

Glavne značilnosti načela preudarnosti po zakonodaji ZDA in Velike Britanije (Galer Russell, 2002, str. 45–49).

- Načelo preudarnosti ima svoje korenine v **zakonu zaupanja**. Koncept zaupanja izhaja iz anglosaksonske zakonodaje in pomeni, da upravljavci upravljajo s sredstvi upravičencev na način, ki prinaša koristi slednjim. Načelo preudarnosti je standard v okviru katerega morajo delovati upravljavci sklada.
- Upravljavci **zakonsko ločijo sredstva** pokojninskega sklada od ostalih sredstev, ki jih upravljajo, z namenom, da jih zavarujejo.
- Zakonska obveznost, ki izhajajo iz načela in obvezujejo upravljavce, teži k minimiziranju potencialnih konfliktov interesov v razmerjih, kjer je ena stran izrazito bolj ranljiva (upravičenci). V primeru neizpolnjevanja obveznosti so upravljavci zakonsko kaznovani, kar je ključnega pomena za učinkovito uveljavljanje načela preudarnosti.
- Načelo temelji na anglosaksonskem **common law** pravnem sistemu, za katerega je značilno, da ni eksplicitno določenih zakonov, ki lahko rešijo vsak primer, ampak se sodnik odloča od primera do primera in pri tem uporablja pretekle izkušnje. Tako se lahko načelo v svojih podrobnostih razlikuje med državami, širše gledano pa je njegova uporaba podobna.
- **Poudarek je na ravnanju oziroma načinu odločanja oseb**, ki so vpletene v proces odločanja, namesto na dejanski uspešnosti nalaganja. Zaradi nepredvidljivosti prihodnjih gibanj na finančnih trgih lahko še tako pametna odločitve, podprta z dobrimi nasveti, prinese nizke donose, vendar to ne pomeni, da je bila odločitev nepreudarna.
- Upravljavci morajo ravnati s sredstvi preudarno kakor bi ravnali s svojimi sredstvi. Upravljavci morajo biti **strokovno usposobljeni** za izvajanje nalog za katere so zadolženi. Da bi zagotovili ustrezen nivo usposobljenosti, pokojninski skladi pogosto zaposlujejo eksperte (upravljavce), ki jim svetujejo in na katere prenesejo določen del odgovornosti. Preden jih zaposlijo morajo transparentno preveriti nivo njihove strokovnosti. Da bi eksperte seznanili s specifično naravo in potrebami pokojninskih skladov jim morajo zagotoviti celovite, ažurne in zadostne informacije, na podlagi katerih jim bodo lahko čim boljše svetovali. Pokojninski skladi morajo zagotoviti, da se interesi sklada in ekspertov ne

razlikujejo.

- S tem, ko pokojninski skladi prenesejo odgovornosti na eksperte, se pojavi potreba po njihovem **nadzoru (ang. monitoring)**. Pokojninski skladi jih morajo nadzirati in preverjati, če so njihove odločitve pravilne in preudarne in če se skladajo z naložbeno politiko.
- Pri načelu preudarnosti je zelo pomembna **poštenost (ang. loyalty)**. Od upravljavcev se zahteva, da upravljajo pokojninski sklad v dobrobit upravičencev.
- Še en princip, ki je povezan z načelom preudarnosti, je **razpršenost sredstev** pokojninskega sklada. Sredstva sklada morajo biti ustrezno razpršena. Sredstva morajo biti razpršena med posameznimi naložbenimi razredi in znotraj njih z namenom, da ne bi prišlo do prevelike koncentracije sredstev in s tem do prevelike koncentracije tveganja znotraj portfelja. Pri principu razpršenosti gre za jasno pravilo, vendar ne za specifične kvantitativne omejitve.

V skladu z zgornjimi opredelitvami lahko povzamem, da je v okviru načela preudarnosti izjemnega pomena obvezna pravna ločitev upravljavca od sponzorja pokojninskega načrta, dolžnost preudarnega ravnanja v procesu upravljanja, lojalnost in zahteva po razpršenosti sredstev.

6 POKOJNINSKI SKLADI V SLOVENIJI

6.1 Današnje stanje pokojninskih skladov

Pred reformo pokojninskega sistema iz leta 2001 je pokojnine v Sloveniji na podlagi medgeneracijskega sporazuma v celoti zagotavljala država. Reformo, ki je predstavila sistem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, so pogojevale spremembe demografskih značilnosti družbe. Omenjeni sistem v Sloveniji temelji na vnaprej določenih prispevkih in prostovoljnem članstvu. Zanj so značilni predpisi in količinske omejitve, v manjši meri tudi načelo preudarnosti. Posebnost obstoječega sistema je tudi obvezna minimalna zjamčena donosnost (ang. minimal rate of guarantee). Zaradi želje zakonodajne oblasti po uveljavitvi te oblike varčevanja, je slednja deležna davčnih vzpodbud.

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

davčne olajšave ter ostali nadzorni organi (pooblašчени aktuarji, zunanja in notranja revizija, nadzorni svet, itd.).

Slovenska pravna ureditev poslovanja pokojninskih skladov sodi med rigorozne režime. Med glavne slabosti zakonske ureditve poslovanja slovenskih pokojninskih skladov sodi razlikovanje pravil vrednotenja naložb pokojninskih družb in zavarovalnic na eni ter vzajemnih pokojninskih skladov na drugi strani ter negativen vpliv predpisane zajamčene donosnosti na donosnost pokojninskih skladov in na višino pokojninskih rent (Herič, 2002, str. 81).

Na dan 30. 09. 2007 je bilo v sistem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji vključenih skoraj pol milijona upravičencev (članov), in sicer 229.287 v vzajemne pokojninske sklade ter 251.857 v zavarovalnice in pokojninske družbe. Pri tem so vzajemni pokojninski skladi upravljali z 422.694.634, pokojninske družbe z 344.153.000, zavarovalnice pa z 202.127.000 € sredstev (Čeh, 2008, str. 6–8).

Problem v Sloveniji je, da po sedmih letih implementacije prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja kljub velikemu porastu sredstev, zbranih pri pokojninskih skladih, še ni prišlo do sprememb v korist članov sistema. Okolje ne vzpodbuja razvoja novih produktov, prilagojenih članom pokojninskega sistema, saj vse štiri poglavitne interesne skupine pokojninskega sistema; to so država, vplačniki premij, upravljavci pokojninskih skladov in člani sistema; vztrajajo pri svojih pasivnih vlogah.

6.1.1 Zakonske omejitve naložb slovenskih pokojninskih skladov

6.1.1.1 Minimalna zajamčena donosnost

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

Minimalna oziroma zajamčena stopnja donosa pokojninskega sklada ne sme biti nižja od 40 odstotkov povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom (Tabela 6 na str. 38, prikazuje izračunane minimalne zajamčene donosnosti na letni in mesečni ravni). Večina izvajalcev pa obljublja višji donos (50 ali 60 % prej omenjene obrestne mere). Skladi naj bi tako jamčili okoli 0,1–0,2 odstotno mesečno donosnost, dejansko pa dosegajo v povprečju kar okoli 0,4–0,6 odstotno mesečno donosnost. Če dejanska stopnja donosa sredstev ne doseže zajamčene, mora pokojninski sklad razliko pokriti iz že prej oblikovanih rezervacij oz. iz lastnega kapitala, če bi bile rezervacije prenizke. Celoten presežek nad minimalno zajamčeno stopnjo donosa pripada članom, nedoseganje te zakonsko določene meje donosnosti v celoti bremeni upravljavca sklada, ki je zato bolj naklonjen

konzervativni naložbeni politiki.

Tabela 6: Izračunana minimalna zajamčena donosnost za obdobje maj 2007–november 2007 na letni in mesečni ravni (v %)

Obdobje	Letna raven	Mesečna raven
maj 07	1,53	0,13
junij 07	1,53	0,13
julij 07	1,61	0,13
avgust 07	1,62	0,13
september 07	1,62	0,13
oktober 07	1,62	0,13
november 07	1,62	0,13

Vir: Podatki za izračun min. zajamčene donosnosti na vplačano čisto premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja, 2007.

6.1.1.2 Količinske omejitve

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

- naložbe v delnice in delniške investicijske sklade skupaj ne smejo presegati 30 % sredstev naložbenega sklada oz. zavarovalno-tehničnih rezervacij,
- naložbe v nepremičnine ne smejo presegati 30 % sredstev sklada,
- naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja ali posojila istemu posojilojemalcu skupaj ne smejo presegati 5 % sredstev (načelo razpršitve sredstev),
- naložbe v bančne depozite ne smejo presegati 30 % sredstev,
- naložbe v obvezniške investicijske sklade ne smejo presegati 40 %,
- naložbe v delnice in obveznice, ki ne kotirajo na borzi, ne smejo presegati 10 % sredstev sklada,
- delež gotovine lahko znaša do 3 %.

Od ponudnikov prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja se zahteva 80-odstotna valutna usklajenost naložb in obveznosti.

6.1.2 Primerjava struktur naložb slovenskih pokojninskih skladov

Slovenski pokojninski skladi so precej previdni pri vlaganju zbranih sredstev. Razlog je obvezna zajamčena donosnost, ki je vezana na donosnost državnih vrednostnih papirjev.

Upravljalci zato večino sredstev naložijo v državne vrednostne papirje RS in se tako izognejo razliki v donosnosti svojega premoženja in državnih vrednostnih papirjev, poleg tega pa še minimizirajo možnost izgub. To določilo torej preprečuje optimalno razporeditev sredstev, saj spodbuja menedžerje skladov k manj tveganim in posledično manj donosnim naložbam. Drugi razlog je nagrajevanje upravljavcev v odvisnosti od obsega sredstev, ki jih upravljajo, ne glede na doseženo investicijsko uspešnost. Nenazadnje je konzervativnost še posledica slabše likvidnosti slovenskega trga vrednostnih papirjev in nihanja cen lastniških instrumentov.

Slovenski pokojninski skladi so na področju naložbene politike podobni kontinentalnim evropskim skladom (npr. Avstrija, Francija, Nemčija, Norveška, Italija), ki morajo upoštevati količinske omejitve glede svojih naložb. V povprečju imajo manj delnic in tujih naložb kot skladi, ki poslujejo v skladu z načelom preudarnosti (ZDA, Kanada, Velika Britanija). Kljub vsemu so naložbe slovenskih skladov veliko manj tvegane in posledično manj donosne kot naložbe v ostalih skladih kontinentalne Evrope. Podrobnejši prikaz sestave premoženja vzajemnih pokojninskih skladov prikazuje Tabela 7.

Tabela 7: Sestava premoženja vzajemnih pokojninskih skladov

Naložbene oblike	31. 12. 2004	31. 12. 2005	31. 12. 2006
	Delež (v %)	Delež (v %)	Delež (v %)
Denarna sredstva	0,86	0,41	0,35
Kratkoročni VP	0,73	1,36	6,10
Obveznice	83,03	78,71	67,30
Delnice	2,89	1,57	2,78
Drugi vrednostni papirji	1,05	1,10	1,65
Investicijski kuponi in delnice IS	4,50	5,45	5,48
Bančni depoziti	6,84	11,29	16,08
Drugo (terjatve in AČR)	0,10	0,11	0,10

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006, str. 39.

Sestava naložb vzajemnih pokojninskih skladov iz leta v leto nekoliko variira, vendar delež bančnih depozitov in obveznic ostaja stabilen. V primerjavi s predhodnim letom se je povečal delež kratkoročnih vrednostnih papirjev in sicer iz 1,36 % v letu 2005 na 6,10 % v letu 2006. V to kategorijo sodijo predvsem zakladne menice. V letu 2006 se je nadaljeval pozitiven trend nalaganja premoženja vzajemnih pokojninskih skladov v investicijske kupone in delnice investicijskih skladov. Po dveh letih (leti 2004 in 2005) relativno nizkega deleža naložb v bančne depozite se je njihov delež v letu 2006 povečal na 16,08 % premoženja vzajemnih pokojninskih skladov. Sprememba sestave naložb vzajemnih pokojninskih skladov je posledica sprememb na trgih, porast deleža naložb v bančne depozite pa gre pripisati povečanju obrestnih mer. Zaradi zagotavljanja doseganja zajamčene donosnosti še vedno

prevladujejo naložbe v obveznice (67,3 %), čeprav se je njihov odstotek v primerjavi s predhodnim letom (78,7 %) zmanjšal.

6.1.3 Primerjava donosnosti slovenskih pokojninskih skladov

Struktura naložb je pomemben dejavnik poslovanja pokojninskih skladov, saj skupaj s splošnimi razmerami na finančnih trgih vpliva na njihovo donosnost. Posamezni upravljavci slovenskih skladov menijo, da naj bi dosegali med 5 in 10,71-odstotno realno letno donosnost, v povprečju pa pričakujejo 6,6-odstotno donosnost (Kodrič, 2004, str. 21). Povprečna oseba pričakuje 6,3-odstotno letno donosnost, kar je nekoliko preveč optimistično, saj bo to ob dani investicijski politiki, ki temelji skoraj izključno na visoko varnih dolžniških vrednostnih papirjih in ob razmeroma visokih upravljavskih provizijah ter vstopnih stroških, težko doseči (Kleindienst et al., 2001, str. 52–58).

Preden si pogledamo podatke o donosnosti slovenskih pokojninskih skladov moram poudariti, da so težko primerljivi. Glavna krivda za to leži v ureditvi dodatnega pokojninskega sistema. Zakonodajalec je predvidel dve osnovni obliki varčevanja za dodatne pokojnine, in sicer v obliki vzajemnih pokojninskih skladov na eni ter kritnih skladov pokojninskih družb in zavarovalnic na drugi strani. Zaradi zakonskih omejitev, ki zagotavljajo varnost, upravljavci obeh vrst pokojninskih skladov večino sredstev (prek 75 %) nalagajo v dolžniške vrednostne papirje. Zakon določa, da morajo vzajemni pokojninski skladi to vrsto naložb vrednotiti po poštenu vrednosti, medtem ko imajo zavarovalnice in pokojninske družbe možnost, da del dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih nameravajo imeti v posesti do dospelosti, vrednotijo po odplačni vrednosti. Vrednotenje po poštenu vrednosti pomeni, da je posamezna naložba v nekem trenutku v izkazih pokojninskega sklada vrednotena po ceni, po kateri bi lahko vrednostni papir prodali na trgu. Obveznice je mogoče vrednotiti tudi po odplačni vrednosti, ki je izračunana teoretično. Iz prikazanega sledi, da donosnost portfelja vzajemnih pokojninskih skladov niha bolj od donosnosti pokojninskih skladov, ki jih upravljajo zavarovalnice in pokojninske družbe (Mravinc, 2006).

Donosnosti posameznih vzajemnih pokojninskih skladov so torej med seboj primerljive, vendar tega ne moremo trditi za primerjavo donosnosti vzajemnih pokojninskih skladov s preostalimi pokojninskimi skladi. Zato bomo najprej primerjali donosnosti med vzajemnimi pokojninskimi skladi, nato pa še donosnosti ostalih dveh izvajalcev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Tabela 8: Dosežena donosnost ponudnikov prostovoljnega dodatnega pok. zavarovanja v Sloveniji za obdobje oktober 2006–oktober 2007

Ponudniki prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja	Mesečna donosnost v % (okt. 2007)	12-mesečna donosnost v % (okt. 06–okt. 07)	Skupno število članov
Pokojninska družba A	0,42	7,34	41.500
Adriatic Slovenica	0,35	20,70	1.940
Skupna pok. družba	0,15	6,12	70.000
Moja naložba	0,50	8,80	28.500
Kapitalska družba - KVPS*	0,29	3,75	33.492
-ZVPSJU**	0,68	4,50	179.640
-SODPZ***	0,22	3,38	36.907
Generali	-0,07	5,95	4.537
Abanka Vip	0,56	8,55	2.603
Probanka	0,04	4,88	3.632
Banka Koper	-0,09	10,00	5.387
Povprečje	0,45	5,40	408.138

*Kapitalski vzajemni pokojninski sklad

**Zaprti vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbenke

***Sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja

Vir: Modic Tomaž, 2007, str. 19.

Med vzajemne pokojninske sklade spadajo pokojninska sklada Kapitalske družbe (KVPS in ZVPSJU) ter pokojninski skladi upravljalcev Generali (Leon 2), Abanke Vipe (A III), Probanke (Delta) ter Banke Koper (OVPS). Iz Tabele 8 je razvidno, da je najvišjo mesečno donosnost dosegel sklad ZVPSJU in sicer 0,68 %. Slednji krepko vodi tudi po skupnem številu članov (upravičencev). Kakor lahko vidimo sta v oktobru sklada Generali in Banke Koper dosegla negativno mesečno donosnost. Prvi je zabeležil 0,07 %, drugi pa 0,09 % negativnega donosa. Od oktobra 2006 do oktobra 2007 se je vrednost enote premoženja najbolj povečala pri skladu Banke Koper (10,00 %), najmanj pa pri skladu KVPS (3,75 %).

Sedaj si pogledajmo še donosnosti pokojninskih skladov zavarovalnic in pokojninskih družb. Najvišjo mesečno donosnost je z 0,50 % dosegel sklad Moja naložba, najnižjo pa Skupna pokojninska družba (0,15 %). Pokojninski sklad Adriatic Slovenica krepko vodi po medletni donosnosti, vrednost enote premoženja sklada se je od lanskega do letošnjega oktobra povečala za kar 20,70 %. Več kot sedem-odstotno donosnost sta dosegla še sklada Pokojninska družba A in Moja naložba. Najnižjo medletno donosnost je dosegel sklad SODPZ, in sicer 3,38 %.

Kot vidimo se donosnost med slovenskimi pokojninskimi skladi ni bistveno razlikovala, do odstopanj je prišlo zlasti zaradi:

- različnih naložbenih struktur,
- razlik v uspešnosti aktivnega upravljanja naložb,
- razlik v uspešnosti posameznih naložb,
- ekonomije obsega posameznih upravljavcev, itd..

6.2 Predlog prihodnjega razvoja slovenski pokojninskih skladov

Na podlagi primerjave in preučitve naložbenih politik izbranih držav ter analize vrst nadzora nad izbiro naložb podajam predlog nadaljnjega razvoja slovenskih pokojninskih skladov. Začetni cilji glede prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja so v Sloveniji izpolnjeni. V sistem je vključenih že skoraj 500.000 članov, njihovo število hitro narašča, kakor tudi obseg sredstev. Danes se sprašujemo ali je ureditev z minimalno zajamčeno donosnostjo še vedno smiselna, saj je pri tovrstnih zavarovanjih pričakovana oportunitetna izguba članov mnogo večja kot npr. pri oblikovanju klasičnega zavarovanja portfelja, z uporabo izvedenih finančnih instrumentov⁹ ali z dinamičnim prilagajanjem sestave portfelja (Rubinstein, 1985), saj temeljito posega v strateško razporeditev naložb, ki večinoma prispeva k doseganju donosnosti posameznega portfelja.

6.2.1 Osredotočenje na lastnosti in cilje članov pokojninskega sistema

Neodvisno od vplačnikov sredstev v sistem dodatnih pokojninskih zavarovanj so člani končni upravičenci storitev prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Z namenom zagotovitve čim večje koristi upravičencev je treba poznati njihove lastnosti in potrebe ter v skladu z njimi oblikovati ustrezno naložbeno politiko. Pri slovenskih vzajemnih pokojninskih skladih slednje ne oblikujejo člani pokojninskega sistema ampak je pretežno določena z ZPIZ-1 in z zakonom o zavarovalništvu. Slovenski skladi imajo tako zelo podobno naložbeno politiko, ki ni kazalec strukture članov in njihove nagnjenosti k tveganju. Zaradi vpeljave instrumenta obvezne zajamčene donosnosti upravljavci pokojninskih skladov zasledujejo zelo konservativno in posledično nizkodonosno naložbeno politiko, ki ni po godu vse bolj finančno izobraženim upravičencem.

6.2.2 Oblikovanje ustrezne naložbene politike

Uspešnost poslovanja pokojninskega sklada je v največji meri določena z izborom naložbenih razredov (ang. policy asset mix; asset classes). V manjši meri na uspešnost vpliva aktivno upravljanje s sredstvi sklada, kot je npr. izbor posameznih naložb ter izbor trenutka vstopa oziroma izstopa iz trga (ang. marketing timing). Iz tega sledi, da bi največ svoje pozornosti morali skladi nameniti izboru naložbenih razredov. V Sloveniji vsak upravljavec ponuja

⁹ Npr. s prodajo futures pogodbe na delniški indeks ali dolgo pozicijo v prodajni opciji.

vlagateljem le en pokojninski načrt, kar ni dobra rešitev. V tem primeru bi morala sestava pokojninskega načrta izražati poenoteno želeno stopnjo tveganja, kar pa ni smiselno.

V naslednji fazi razvoja dodatnega pokojninskega sistema v Sloveniji je treba zagotoviti prave vzpodbude 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 njegovega celotnega premoženja. Namreč v primeru, da varčevanje za starost v pokojninskih načrtih predstavlja poglavitno obliko posameznikovega premoženja, namenjenega za starost, je smiselno, da sredstva pokojninskega načrta sestavlja manj tveganih naložb. V primeru oseb, ki bodo v sistem prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja vložili le del svojega premoženja, pa je bolj smiselno izbrati več tveganih naložb.

Na enostaven način bi bilo mogoče različne izpostavljenosti naložbenim razredom doseči že s pomočjo kombinacij dveh skladov, ki bi predstavljala najbolj osnovna naložbena razreda – sklad delnic in sklad obveznic. Z nadaljnjo rastjo sredstev pokojninskih skladov bi omogočali široko razpršitev med več delniškimi in obvezniškimi skladi ter s časom skladi alternativnih naložb (Skok, Berk, 2005, str. 24).

Pomembna posledica tovrstne ureditve bi bila odprava obvezne minimalne zajamčene donosnosti, saj je ta nepotrebna in zavarovancem povzroča oportunitetno izgubo, saj člani pokojninskega sistema s pomočjo strokovnjakov sami izberejo svojo sestavo naložb, upravljavci pa bi morali delovati v skladu z načelom preudarnosti. Potrebno je še dodati, da minimalna zajamčena donosnost najbolj negativno vpliva na vlagatelje, ki so najmanj nenaklonjeni tveganju.

SKLEP

Skladi v anglosaksonskih in nekaterih drugih državah, ki poslujejo po načelu preudarnosti, imajo v povprečju večji delež delnic in nižji delež obveznic in posojil kot evropski kontinentalni skladi, ki se pri nalaganju srečujejo z naložbenimi omejitvami. V anglosaksonskih državah je realna donosnost pokojninskih skladov v obdobju 1980–1995 višja za 200 bazičnih točk. Višja donosnost zagotavlja upravičencem ob upokojitvi višje pokojnine in s tem posledično višjo blaginjo. Poleg primerjanja absolutnih realnih donosnosti je zelo pomembno tudi primerjanje dejansko doseženih donosnosti z donosnostjo primerljivega premoženja (ang. benchmark). Tako lažje ocenimo, ali skladi optimalno nalagajo premoženje oziroma izkoriščajo priložnosti, ki se med državami razlikujejo. Odločilnega pomena je primerjanje donosnosti pokojninskih skladov s stopnjo realne rasti plač. Če primerjamo realno donosnost pokojninskih skladov s primerljivima premoženjema

(domačim in globalnim) lahko opazimo, da skladi razpoložljivih možnosti ne izkoriščajo popolnoma, saj bi lahko s povečanjem deleža delnic v strukturi premoženja na dolgi rok dosegli višje donosnosti.

Za člane pokojninskega sistema je najbolj pomembna višina pokojnine, ki jo bodo prejeli, le-ta pa je močno odvisna od donosnosti oziroma uspešnosti poslovanja pokojninskega sklada, za kar je potrebna dobro zasnovana in dosledno izvajana naložbena politika. Ta na eni strani izraža odnos upravljavcev sklada in sponzorjev do pomembnih upravljavskih vprašanj povezanih z poslanstvom sklada, vrednotenjem rezultatov, sprejemljivo stopnjo tveganja, itd., na drugi pa predstavlja obliko dolgoročnega strateškega načrtovanja z določanjem specifičnih ciljev in načinov njihovega doseganja. Zelo pomembna je predvsem strateška razporeditev premoženja, ki določa od 90 do 95 odstotkov celotne dolgoročne donosnosti in tveganja. Na naložbeno strukturo oziroma na strateško razporeditev premoženja ima precejšen vpliv tudi državna regulativa.

Kakor pri vsakem trgu moramo tudi na trgu finančnih storitev zagotoviti določeno stopnjo liberalizacije na eni strani ter ga nadzorovati zaradi njegovih pomanjkljivosti na drugi. Trg je potrebno regulirati, ko se pojavijo tržne nepopolnosti, ki onemogočajo cenam na trgu, da bi dosegle Paretoovo optimalno točko. Te tržne anomalije so: asimetrija informacij, tržna moč ter eksternalije oziroma negativni učinki. Za privatne pokojninske sklade sta ključnega pomena način kako so sredstva sklada investirana ter oblika nadzora nad temi investiranimi sredstvi. V svetu sta se oblikovala dva različna načina nadzora nad naloženo politiko in sicer gre za kvantitativne omejitve naložb in načelo preudarnosti. Načelo preudarnosti je veliko bolj priporočljivo za razvite države, po drugi strani pa so kvantitativne omejitve uporabne predvsem v razvijajočih se ekonomijah. Generalno gledano je lahko opaziti, da anglosaksonske države uporabljajo načelo preudarnosti kot njihov osnovni način nadzora, medtem ko se druge države bolj nagibajo k kvantitativnim omejitvam naložb. Primerjanje učinka, ki ga imajo na upravljanje naložb kvantitativne omejitve in načelo preudarnosti je težavna naloga. V preteklosti so si države OECD prizadevale identificirati razlike v strukturi naložb med državami z in državami brez kvantitativnih omejitev ter primerjati njihove donose naložb. Na osnovi poskusnih podatkov ugotovitve nakazujejo, da kvantitativne omejitve naložb (kot so omejitve v domače in tuje premoženje) omejujejo strukturo naložb povprečnega pokojninskega sklada, ter da so donosi v državah, ki uporabljajo načelo preudarnosti, višji.

Kljub temu, da države, ki uporabljajo načelo preudarnosti, dosegajo višje donose, se veliko držav vseeno odloča tudi za določene kvantitativne omejitve. Z zakonsko določenimi omejitvami naložb država v prvi vrsti stremi k večji varnosti premoženja pokojninskih skladov in ne toliko k optimizaciji razmerja med tveganjem in donosnostjo. Države se odločajo za količinske omejitve tudi zaradi širših gospodarskih ciljev, kot je na primer zagotovitev nalaganja sredstev v domači državi ter razvoj njenega trga kapitala.

Sistem dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji temelji na vnaprej določenih prispevkih in prostovoljnem članstvu. Zanj so značilni predpisi in količinske omejitve, v manjši meri pa tudi načelo preudarnosti. Posebnost obstoječega sistema je tudi obvezna minimalna zajamčena donosnost (ang. minimal rate of guarantee). Slovenski pokojninski skladi izvajajo konzervativno naložbeno politiko z zelo visokimi deleži obveznic. Povprečje slednjih v celotni naložbeni industriji znaša v letu 2005 kar okoli 76,7 odstotkov vsega premoženja, medtem ko naložbe v delnice znašajo le 4,5 odstotkov (Pension Markets in Focus, 2006, str. 7). Takšno strukturo naložb in posledično nizko donosnost slovenskih pokojninskih skladov pogojuje obvezna minimalna zajamčena donosnost. V Sloveniji vsak upravljavec članom ponuja le en pokojninski načrt, kar ni dobra rešitev. V tem primeru bi morala sestava pokojninskega načrta izražati poenoteno želeno stopnjo tveganja, kar pa ni smiselno.

Napočil je čas, da v Sloveniji preidemo na naslednjo fazo razvoja prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Posamezni upravljavci pokojninskih skladov bi morali ponujati vlagateljem več pokojninskih skladov. Sestavo svojega premoženja bi si zavarovanci tako na podlagi nasvetov strokovnjakov določili sami in s tem optimizirali svoje potrebe. Pomembna pridobitev razvoja bi bila odprava obvezne minimalne zajamčene donosnosti, ki je nepotrebna in članom dodatnega pokojninskega sistema povzroča oportunitetno izgubo. Člani pokojninskega sistema bi tako s pomočjo strokovnjakov sami izbrali svojo sestavo naložb, upravljavci pa bi morali delovati v skladu z načelom preudarnosti, s tem bi na dolgi rok dosegali višje donosnosti ob sprejemljivem in celo manjšem tveganju.

LITERATURA

1. Ambachtsheer Keith P., Ezra Don D.: Pension Fund Excellence. Creating Value for Stakeholders. New York : John Wiley & Sons, 1998. 238 str.
2. Bacouel-Jentjens et al.: Pension Fund Systems in the World. Frankfurt/Main : Dresdner Bank AG, 2000. 169 str.
3. Bešter Helena: Pokojninski sistemi v svetu in pri nas. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 144 str.
4. Bešter Helena: Usmeritve evropskih pokojninskih skladov za 21. stoletje. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), str. 47–51.
5. Blommestein Hans: Ageing, Pension Reform and Financial Market Implications in the OECD Area. Paris : Center for Research on Pensions and Welfare Policies, 2001. 24 str.
6. Brigham et al.: Intermediate Financial Management. Orlando : The Dryden Press, 1999. 1083 str.
7. Cencelj Andreja: Naložbena politika pokojninskih skladov. Diplomski delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 45 str.
8. Cicmil-Trtnik Dragana: Računovodska poročila pokojninskih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 157 str.
9. Čeh Silva: Slabosti zadnjih mesecev še ne napovedujejo slabih rent. Delo FT, Ljubljana, 04.02.2008, str. 6–8.
10. Davis Philip E.: Pension Funds. New York : Oxford University Press, 1995. 337 str.
11. Davis Philip E.: Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds. London : The Pensions Institute, 2001. 55 str.
12. Davis Philip E., Steil Benn: Institutional Investors. London : The MIT Press, 2001a. 524 str.
13. Diklič Patricija: Analiza slovenskih pokojninskih skladov kot institucionalnih investitorjev. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 47 str.
14. Fabozzi Frank J. et al.: Pension Fund Investment Management. 2. izdaja. London : McGraw-Hill Professional Publishing, 1997. 301 str.
15. Herič Boštjan: Upravljanje pokojninskih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 96 str.
16. Igličar Aleksander: Institucionalni investitorji v finančnih sistemih tržnega gospodarstva. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1992. 119 str.
17. Kleindienst Robert: Aktivna alokacija premoženja na razvitih trgih kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 58 str.
18. Kleindienst et al.: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: Varčevalne navade in mnenja slovenskih investitorjev-2001. Ljubljana : Central & Eastern European Privatization Network, 2001, str. 52–58.
19. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana : GV Založba, 2001. 542 str.
20. Kranjec Samo: Dejavnost še raste. Finance, Ljubljana, 2005, 6, str. 17.
21. Kodrič Sandi: Pregled trga vzajemnih skladov v letu 2003. Finance, Ljubljana, 2004, 7, str. 21.
22. Logue Dennis E., Rader Jack S.: Managing Pension Plans. A Comprehensive Guide to Improving Plan Performance. Boston : Harvard Business School Press, 1998. 408 str.
23. Mitchell S. Olivia, Dykes L. Erica: New Trends in U.S. Pensions. Pension Research Council. Philadelphia : Wharton School, 2000, 38 str.
24. Modic Tomaž: Pokojninski skladi oktobra v večini zeleni. Poslovni dnevnik, Ljubljana, 27.11.2007, str. 19.

25. Pavliha Marko: Zavarovalno pravo. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 373. str.
26. Penko Vesna: Vpliv zakonskih omejitev na strukturo naložb pokojninskih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 96 str.
27. Petrovič Vida: Skladi nimajo kam z denarjem. Delničar, Ljubljana, 2003, 77, str. 25.
28. Popielas Dirk: Held in Reserve. IPE Special Report: Germany-New Pension Landscape. London : IPE, 2002. str. 16.
29. Preda Stefano: Funds and Portfolio Management Institutions. An International Survey. Amsterdam : North-Holland, 1991. 449 str.
30. Ribnikar Ivan. Politika poslovnih bank in bančništvo in bančni management (študijsko gradivo). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999.
31. Rubinstein Mark: Alternative Paths to Portfolio Insurance. Financial Analyst Journal, 32(1985), 4, str. 42–52.
32. Skok Meta, Berk Aleš: Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanja v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005), 3, str. 17–24.
33. Theis Anja: Easier to Go Direct. IPE Special Report: Germany-New Pension Landscape. London : IPE, 2002. str. 18.
34. Wheelan Hugh: After the Revolution. IPE Special Report: Germany-New Pension Landscape, London : IPE, 2002, str. 4–6.
35. Wheelan Hugh: Pensionskasse's New Lease of Life. IPE Special Report: Germany-New Pension Landscape, London : IPE, 2002a, str. 14.

VIRI

1. Galer Russell: »Prudent Person Rule« Standard for the Investment of Pension Fund Assets, 2002. str 41–75.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/34/24/2488700.pdf>]
2. Institutional Investors Statistical Yearbook. Paris : OECD, 1998. 340 str.
3. Jean-Philippe Chetcuti: Liberalisation of Pension Investment. EU Pensions Regulation, 2002.
[URL: <http://www.cc-advocates.com/publications/articles/eu-pensions-investment.htm>]
4. Mravinc Andreja: Primerljivost donosnosti pokojninskih skladov. Novice, Ljubljana, 26. 06. 2006.
5. OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pensions Regulations, 2004. 13 str.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/14/46/33619987.pdf>]
6. Pension Markets in Focus: OECD, 2005. 16 str.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/44/18/35836532.pdf>]
7. Pension Markets in Focus. OECD, October 2006, str. 1–16.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/21/28/37528620.pdf>]
8. Podatki za izračun min. zjamčene donosnosti na vplačano čisto premijo prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja. Ministrstvo za finance.
[URL: http://www.mf.gov.si/slov/vredn_papirji/izracun_min_don.htm]
9. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2006. Agencija za trg vrednostnih papirjev, 44 str.
[URL: <http://www.a-tvp.si/content.asp?IDm=19>]
10. Rebuilding Pensions. Security, Efficiency, Affordability. Brussels : European Commision, 1999. 85 str.

11. Selected Principles for Regulation of Investments by Insurance Companies and Pension Funds. OECD.
12. Supplementary Pensions in the Single Market: A Green Paper. Brussels : European Commision, 1997. 33 str.
13. Survey of quantitative investment regulation of pension funds, OECD, 2005, str. 1–20.
[URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/41/63/35340316.pdf>]
14. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju - ZPIZ-1 (Uradni list RS, št.106/99).

PRILOGA

Priloga 1: Zakonske omejitve naložb premoženja pokojninskih skladov v domače vrste naložb po državah OECD v letu 2004

Izbr. Države	Delnice	Nepremičnine	Podjetniške obveznice	Investicijski kuponi	Posojila	Bančni depoziti
Avstralija	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Kanada	Ni omejitev	25%	Ni omejitev	Ni omejitev	Niso dovoljena	Ni omejitev
Finska	50% delnic, ki kotirajo na borzi; 10% delnic, ki ne kotirajo na borzi	40%	Ni omejitev	Ni omejitev, če sklad investira v obveznice; 50%, če sklad investira v delnice; 5% v hedge sklade	70% hipotekarna posojila, ki vključujejo nepremičnine in zgradbe; 10% podrejena posojila	Ni omejitev
Nemčija Pensionskassen	35%, ki kotirajo na borzi; 10%, ki ne kotirajo na borzi	25%	50%	35% (delnice) 5% (hedge skladi)	50% hipotekarna 50% druga	50%
Nemčija Pensionsfonds	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Francija	65%, ki kotirajo na borzi; 0,5%, ki ne kotirajo na borzi	Niso dovoljene	Ni omejitev		10%	
Italija	Ni omejitev	Direktne investicije niso dovoljene	Ni omejitev	20%	0%	20%
Japonska	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Nizozemska	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Velika Britanija	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Prepoved posojil delodajalcem	Ni omejitev
ZDA	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Prepoved posojil delodajalcem	Ni omejitev

Vir: Survey of quantitative investment regulation, 2005, str. 1–20.

Priloga 2: Druge zakonske kvantitativne omejitve naložb pokojninskih skladov po državah OECD v letu 2004

Izbrane države OECD	Načelo preudarnosti/ Načelo razpršenosti	Samoinvestiranje/ Konflikti interesov	Druge količinske omejitve	Omejitve koncentracije lastništva	Valutna usklajenost	Tuje premoženje
Avstralija	Načelo preudarnosti; Ni zahtev po razpršitvi sredstev	Omejeno na 10% in znižano na 5% in 2000/1; Posojila in finančna podpora članom niso dovoljena	Ni omejitev	Ni omejitev		
Kanada	Načelo preudarnosti; Max. 10% v delnice, obveznice in kratkoročne vrednostne papirje posameznega izdajatelja; Max. 5% v posamezno nepremičnino	Dovoljeno, vendar omejeno na 10% premoženja; Vrednostni papirji morajo biti pridobljeni na borzi	25% v nepremičnine	Max. 30% glasovalnih delnic posameznega podjetja	Ni omejitev	Max. 30% premoženja
Finska	Načelo preudarnosti; Načelo diverzifikacije; Omejitve: Max. 25% v posamezno delnico, ki kotira na borzi ali zajamčeno posojilo; Max. 5% v delnice istega podjetja; 25% v investicijske sklade	Dovoljene, vendar omejene na 25%; Max. 15% delnic posameznega podjetja	50% delnic, ki kotirajo na borzi; 10% delnic, ki ne kotirajo na borzi; 40% nepremičnine; 70% hipotekarna posojila, ki vključujejo nepremičnine in zgradbe; 10% podrejena posojila; 50% investicijski kuponi	Max. 5% delnic (ki kotirajo in tistih, ki ne kotirajo) posameznega izdajatelja	Min. 80% valutna usklajenost; Max. 20% premoženja in obveznosti v valuti, ki ni euro	Vse premoženje naloženo na območju držav Evropskega gospodarskega prostora(EGP); Max. 5% premoženja in obveznosti v državah OECD ali državah izven EGP območja
Nemčija Pensionskassen	Ni načela preudarnosti; Načelo razpršitve; Max. 5% naložb posameznega izdajatelja; Max. 30% naložb v posojila državi, bančne depozite in hipotekarne obveznice(pos.izd)	Dovoljene, vendar omejene na 5% premoženja	Glavne omejitve: 35% v delnice, ki kotirajo na borzi; 10% v delnice, ki ne kotirajo na borzi; 25% v nepremičnine; 50% v obveznice; 35% v investicijske kupone; 50% v hipotekarna posojila; 50% v bančne depozite	Ni omejitev	80% valutna usklajenost	35% v delnice izdajateljev v EU, 25% v nepremičnine v EU; 10% v delnice izdajateljev izven EU
Francija		33%	Max. 50% v obveznice držav EU			

Nadaljevanje Priloge 2

Izbrane države OECD	Načelo preudarnosti/ Načelo razpršenosti	Samoinvestiranje/ Konflikti interesov	Druge količinske omejitve	Omejitve koncentracije lastništva	Valutna usklajenost	Tuje premoženje
Italija	Načelo preudarnosti; Načelo diverzifikacije; 15 % premoženja v obveznicah in delnicah posameznega izdajatelja	Dovoljene, omejene na: 20 % v posamezno podjetje; 30 % če je več sponzorjev	20 % investicijski kuponi; 0 % posojila; 20 % bančni depoziti	5 % v delnice z glasovalno pravico (10 % v navadne delnice)	Min. 1/3 sredstev naložb v valuti, v kateri so denominirane obveznosti	Max. 50 % obveznic in delnic držav OECD, ki ne kotirajo; 5 % delnic in obveznic držav nečlanic OECD, ki kotirajo na borzi; Lastništvo delnic in obveznic držav nečlanic OECD, ki ne kotirajo je prepovedano
Japonska	Načelo preudarnosti; Ni omejitev, vendar naj bi se izogibali koncentraciji naložb v določene naložbene skupine	Dovoljene	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Nizozemska	Načelo preudarnosti; Razpršenost je zahtevana, vendar ni določena s kvantitativnimi pravili	Max. 5 %; V primeru presežnega premoženja, je max. 10 %	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
Velika Britanija	Načelo preudarnosti; Zahteva po razpršitvi sredstev in ustreznosti premoženja	Dovoljene; Max. 5 %	Ni količinskih omejitev naložb	Ni omejitev	Ni omejitev	Ni omejitev
ZDA	Načelo preudarnosti; zahteva po razpršitvi sredstev	Max. 10 % za pokojninske načrte določenih pravic	Sredstva morajo biti pod pristojnostjo sodne oblasti sodišč ZDA	Ni omejitev	Ni neposrednega predpisa	Ni omejitev

Vir: Survey of quantitative investment regulation, 2005, str. 1–20.

Priloga 3: Alokacija sredstev pokojninskih skladov po posameznih državah OECD in Sloveniji v letu 2005 (v %)

Izbr. države OECD	Denarna sredstva in depoziti	Računi in obveznice	Posojila	Delnice	Nepremičnine	Vzajemni skladi	Ostale investicije
Avstralija	2,3	-	7,0	21,7	1,2	65,9	1,9
Kanada	4,3	22,5	0,6	25,8	3,3	39,8	3,7
Finska	-	45,7	5,2	41,3	7,7	-	0,1
Nemčija	3,3	30,7	27,3	34,5	3,4	-	0,2
Italija	4,7	36,5	-	9,9	7,8	11,3	5,9
Nizozemska	2,5	38,3	3,4	49,8	3,7	-	2,3
Velika Britanija	2,2	20,2	0,5	40,1	3,8	18,0	6,6
ZDA	4,8	14,7	0,7	41,3	0,7	23,5	9,1
Slovenija	15,3	76,7	-	4,5	-	3,4	0,1

Vir: Pension Markets in Focus, 2006, str. 1–16.

Priloga 4: Primerjava predpisanih in dejanskih deležev naložb v izbranih državah OECD

	DELNICE		OBVEZNICE	
	Predpisana omejitev	Dejanski delež	Predpisana omejitev	Dejanski delež
Država	Delež %	Delež %	Delež %	Delež %
Avstralija	Načelo preudarnosti	21,7	Načelo preudarnosti	-
Kanada	Načelo preudarnosti	25,8	Načelo preudarnosti	22,5
Finska	Načelo preudarnosti; 50	41,3	Načelo preudarnosti	45,7
Italija	Načelo preudarnosti	9,9	Načelo preudarnosti	30,7
Nemčija	35	34,5	50	36,5
Nizozemska	Načelo preudarnosti	49,8	Načelo preudarnosti	38,3
Velika Britanija	Načelo preudarnosti	40,1	Načelo preudarnosti	20,2
ZDA	Načelo preudarnosti	41,3	Načelo preudarnosti	14,7

Vir: Survey of quantitative investment regulation, 2005, str. 1–20; Lastne primerjave.