

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

NALOŽBENE MOŽNOSTI POKOJNINSKIH SKLADOV NA
KAPITALSKIH TRGIH EVROPSKE UNIJE

Ljubljana, marec 2005

MAJA VALENTINČIČ

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne: _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD.....	1
2	POJAV POKOJNINSKIH SKLADOV.....	2
2.1	Razdelitev pokojninskih skladov.....	3
2.2	Pokojninski skladi v svetu.....	4
2.3	Pokojninski skladi v Sloveniji.....	5
2.3.1	Vzajemni pokojninski skladi.....	5
2.3.2	Pokojninske družbe.....	6
2.4	Premoženje pokojninskega sklada.....	7
2.4.1	Delnice.....	8
2.4.2	Obveznice.....	9
2.4.3	Denarna sredstva.....	9
2.4.4	Nepremičnine.....	10
2.5	Upravljanje premoženja pokojninskega sklada.....	10
2.5.1	Iskanje najustrežnejšega premoženja.....	11
3	NALOŽBE SLOVENSКИH POKOJNINSKIH SKLADOV.....	12
3.1	Zakonske omejitve.....	12
3.2	Struktura naložb slovenskih pokojninskih skladov.....	13
4	EVROPSKA UNIJA.....	16
4.1	Razviti kapitalski trgi in kapitalski trgi v razvoju.....	16
4.2	Pravni vidik.....	16
4.3	Kapitalski trg EU.....	18
4.3.1	Lastniški kapitalski trg.....	19
4.3.2	Dolžniški kapitalski trg.....	24
4.3.2.1	Državne obveznice.....	25
5	VLAGANJE NA MEDNARODNIH TRGIH S Poudarkom NA KAPITALSKIH TRGIH EVROPSKE UNIJE.....	27
5.1	Sodobna premoženjska teorija.....	27
5.2	Mednarodna razpršitev.....	28
5.2.1	Velikost in likvidnost domačega kapitalskega trga proti tujemu.....	28
5.2.2	Valutno tveganje.....	29
5.2.3	Tveganje in donosnost posameznega finančnega instrumenta.....	30
5.2.3.1	Delniški trgi.....	31
5.2.3.2	Obvezniški trg.....	33
5.2.4	Korelacijski koeficienti med donosnostjo posameznih finančnih instrumentov.....	34
5.2.4.1	Delniški trg.....	35
5.2.4.2	Obvezniški trg.....	37
5.2.5	Deželno tveganje.....	37
5.2.6	Davki.....	39
5.3	Geografska razpršitev in pristop razpršitve po dejavnostih.....	39
6	SKLEP.....	40
	LITERATURA.....	43
	VIRI.....	45
	PRILOGE.....	1
	SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV.....	3

1 UVOD

Slovenija je 1. maja 2004 postala polnopravna članica Evropske unije (v nadaljevanju EU) 27. junija istega leta pa je začela svojo pot k prevzemu evra z vstopom v sistem deviznih tečajev 2 (v nadaljevanju ERM 2). Vstop v EU je slovenskemu kapitalskemu trgu prinesel mnogo novosti, med katerimi velja izpostaviti prost pretok kapitala med kapitalskimi trgi držav članic EU. Slovenski vlagatelji lahko tako po novem vlagajo na borzah držav članic neposredno prek slovenskih borznoposredniških družb ali borznoposredniških družb držav članic, kar bistveno zmanjšuje transakcijske stroške vlaganja v tujino. Pri vlaganju na omenjene kapitalske trge so tako slovenski vlagatelji dobili nov manevrski prostor, vprašanje pa je, koliko ga bodo pri razpršitvi premoženja izkoriščali.

Dosedanje raziskave, ki so bile opravljene na tem področju, temeljijo predvsem na raziskovanju naložbenega vedenja vlagateljev držav Evropske monetarne unije (v nadaljevanju EMU). Galati in Tsatsaronis (2001) sta pod drobnogled vzela mednarodne premoženjske tokove, ki so izhajali iz Nemčije pred uvedbo evra in po njej. Ugotovila sta, da so leta 1998 z uvedbo evra nemški vlagatelji začeli pospešeno nakupovati vrednostne papirje evroobmočja, kar se je v letih 1999 in 2000 le še stopnjevalo. Isti vir poroča o agregatnih premoženjskih podatkih za vzajemne sklade, ki prikazujejo zmanjšano razporejanje premoženja italijanskih vlagateljev v italijanske delnice in obveznice ter povišano razporejanje premoženja v vrednostne papirje držav evroobmočja (Danthine, Isakov, Adjaoute, 2003, str. 8-9).

Slovenija je leta 2000 uvedla pokojninsko reformo, ki je omogočila nastanek pokojninskih skladov. Pokojninski skladi so v slovenskem kapitalskem prostoru nove finančne institucije, za katere pa je značilno hitro naraščanje sredstev. Če hitro naraščanje sredstev povežemo z majhnostjo slovenskega kapitalskega trga, bi bilo mogoče pričakovati, da bodo slovenski pokojninski skladi prisiljeni naložbe iskati zunaj slovenske države. Obenem pa lahko s samim vstopom Slovenije v EU le-ti pričakujejo večjo konkurenco institucionalnih vlagateljev držav članic. Kot omenja Kleindienst, jim bodo slovenski institucionalni vlagatelji lahko konkurirali le v primeru, če bodo slovenskim malim vlagateljem tudi sami ponudili mednarodno razpršitev premoženja. Ne samo zato, ker se s tem naložbene možnosti močno povečajo, ampak tudi zato, ker jim tako lahko ponudijo finančne proizvode, katerih razmerje pričakovana donosnost proti tveganju bo konkurenčno profilu tujih finančnih proizvodov (Kleindienst, 2001a, str. 35).

Cilj diplomskega dela je predstaviti naložbene možnosti, ki jih slovenskim pokojninskim skladom ponuja kapitalski trg EU. Diplomsko delo je groba predstavitev mednarodne razpršitve premoženja. Kot alternativa se pojavlja pristop razpršitve po dejavnostih, kjer bi celotno območje EU razdelili na posamezne gospodarske dejavnosti ter v skladu s tem opravili razpršitev premoženja.

V diplomskem delu so naložbene možnosti pokojninskih skladov predstavljene z vidika šestih dejavnikov, ki vplivajo na vlagateljovo odločitev o izbiri kapitalskih trgov, na katere bo razporejal svoje premoženje. V prvi vrsti je to sama velikost domačega kapitalskega trga, sledi valutno tveganje ter tveganje in donosnost naložb, korelacijski koeficienti med donosnostjo naložb na slovenskem kapitalnem trgu in donosnostjo na posameznih kapitalskih trgih EU, deželno tveganje in davki. Analiza omenjenih dejavnikov je narejena na podlagi podatkov iz preteklosti, zato velja poudariti, da ni nujno, da se bodo razmerja, prikazana v analizi, ohranila tudi v prihodnosti. Predvsem tveganje in donosnost naložb ter posledično korelacijski koeficienti so dejavniki, ki so močno odvisni od gospodarskega cikla, v katerem se posamezne države nahajajo in se v času spreminjajo.

Diplomsko delo je razdeljeno v pet poglavij. Uvodu sledi drugo poglavje, ki je namenjeno predstavitvi pokojninskih skladov. Splošni delitvi pokojninskih skladov sledi predstavitev slovenskih pokojninskih skladov, ki so predmet te analize. Tretje poglavje je namenjeno analizi naložb slovenskih pokojninskih skladov, kjer je v grobem predstavljena njihova naložbena politika. Četrto poglavje predstavlja lastniške in dolžniške kapitalne trge EU. V petem poglavju so predstavljeni že omenjeni dejavniki, ki vplivajo na vlagateljovo odločitev o izbiri kapitalskih trgov. Pri omenjenih dejavnikih se, na podlagi zgodovinskih podatkov, grobo prikazujejo kapitalni trg EU in možnosti, ki jih le-ta lahko prinese slovenskim pokojninskim skladom. V zaključku je podana sinteza glavnih ugotovitev.

2 POJAV POKOJNINSKIH SKLADOV

V Evropi se tako kot v nekaterih drugih državah po svetu že dalj časa pojavlja problem staranja prebivalstva, ki je posledica nižje rodnosti in daljše življenjske dobe posameznikov. Ta pojav med drugim vpliva na pokojninsko blagajno držav, v katerih se uporablja tako imenovani sistem sprotnega prispevnega kritja (*ang. pay as you go*). Gre za sistem medgeneracijske solidarnosti, v katerem trenutni zaposleni plačujejo prispevke državi, ta pa iz zbranih prispevkov izplačuje pokojnine upokojencem. Med glavne prednosti takega sistema uvrščamo predvsem dejstvo, da sistem krije skoraj celotno populacijo in posledično zagotavlja socialno varnost v starosti. Hkrati pa zavarovanec ni izpostavljen tveganju inflacije in naložbenemu tveganju. Po drugi strani pa lahko država zaradi, na primer demografskih sprememb spremeni višino pokojnine, ki jo bo posameznik prejel ob upokojitvi, ali pogoje za njeno prejemanje. Ta negotovost pa je glavna slabost sistema s sprotnim prispevnim kritjem (Lavrenčič, 2002, str. 5).

Statistike prikazujejo, da naj bi bilo v Sloveniji že leta 2025 število oseb, ki plačujejo obvezno pokojninsko zavarovanje, približno enako tistemu, ki pokojnine prejemajo (Prva pokojninska družba, 2004). Zaradi staranja slovenskega prebivalstva se število zaposlenih glede na število upokojencev zmanjšuje. Če se tako po eni strani vrednost vplačanih prispevkov obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja zmanjšujejo, se po drugi strani obveznosti iz naslova pokojnin povečujejo. Negativna razlika med vplačanimi prispevki in izplačanimi pokojninami, ki povečuje breme na javne finance in s tem na zaposlene, je pripeljala do pokojninske reforme.

Do leta 2000 izpeljane pokojninske reforme se je v Sloveniji sistem sprotne prispevnega kritja uporabljal kot osnovna oblika pokojninskega zavarovanja. Pokojninska reforma je prinesla zmanjšanje pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja, poleg tega pa je posamezniku naložila, da v določeni meri sam poskrbi za svojo pokojnino z dodatnim pokojninskim varčevanjem. V pokojninski sistem so bili uvedeni trije stebri pokojninskega zavarovanja. Sistem obveznega pokojninskega in invalidskega zavarovanja, ki je bil v Sloveniji v uporabi do reforme, se je ohranil pod prvim stebrom, z drugim in tretjim stebrom pa se je uvedlo dodatno pokojninsko zavarovanje. V sklopu drugega in tretjega stebra so se predvideli pokojninski skladi kot dodatna možnost varčevanja za starost.

2.1 Razdelitev pokojninskih skladov

Ekonomska teorija v splošnem deli pokojninske sklade po pokojninskih načrtih. Pokojninski načrt je pisni dokument, ki določa pogoje za pridobitev pokojninskih pravic, vrsto in obseg teh pravic ter postopek za uveljavitev teh pravic (Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, 1999, člen 295, v nadaljevanju ZPIZ-1).

Pokojninski načrti so prepuščeni v izvajanje pokojninskim skladom, ki se lahko oblikujejo kot vzajemni pokojninski skladi ali kot pokojninske družbe. Poznamo pokojninske načrte z vnaprej določenimi pravicami, pokojninske načrte z vnaprej določenimi prispevki, novost pa so pokojninski načrti, ki združujejo značilnosti omenjenih dveh in jih po navadi imenujemo hibridni pokojninski načrti.

Pokojninski načrt z vnaprej določenimi pravicami (*ang. defined benefit plan*) je običajno organiziran s strani podjetja za svoje zaposlene. Podjetje je tako sponzor pokojninskega načrta in tudi jamči za izplačilo prihodnje pokojnine. Tak pokojninski načrt zagotavlja članu ob upokojitvi vnaprej določeno pokojnino. Ker podjetje jamči za določeno višino prihodnje pokojnine, je tudi dolžno poskrbeti za pokritje bodočih obveznosti, ki nastanejo kot posledica takega pokojninskega načrta. Sponzorsko podjetje v celoti prevzema naložbeno tveganje, zato tudi samo ali s pomočjo upravljavca vodi naložbeno politiko. V primeru nižje donosnosti od pričakovane sponzor poviša višino prispevkov, v primeru višje donosnosti prispevno stopnjo zniža, lahko pa si celo privoščiči prispevne počitnice (*ang. contribution holiday*) (Cencelj, 2002, str. 7). V času prispevnih počitnic podjetje premij v pokojninski sklad ne vplačuje. Gre za mehanizem, ki ga lahko podjetje uporabi v primeru, ko je njegov sklad prepoln.

Pokojninski sklad, ki izvaja pokojninski načrt z določenimi pravicami, je lahko podkapitaliziran (*ang. underfunded*) ali prepoln (*ang. overfunded*). V primeru podkapitaliziranosti so sredstva sklada manjša od sedanje vrednosti obveznosti, ko pa je sklad prepoln, je sedanja vrednost obveznosti manjša od sredstev. Podkapitalizirani sklad lahko postane poln, če zmanjšamo pokojnine, zmanjšamo stroške poslovanja sklada, zvišamo prispevke, povečamo naložbene prihodke ali sprejmemo kombinacijo zgoraj naštetih ukrepov (Bešter, 1996, str. 33).

Pravica do pokojnine nastopi po določenem času članstva v skladu. Če zaposleni pred tem časom zapusti podjetje, izgubi pravico do pokojnine. Prenos pokojninskih pravic je možen, če sta tako stari kot novi delodajalec del istega pokojninskega načrta (Cencelj, 2002, str. 7).

Pri **pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi prispevki** (*ang. defined contribution plans*) pa se podjetje zaveže, da bo v sklad vplačevalo točno določene prispevke. Višina pokojnine je tako odvisna od količine prispevkov, ki se zberejo na osebni račun posameznega člana, in od uspešnosti upravljanja naložb pokojninskega sklada. Edina naloga sponzorja je torej ta, da vplačuje premije v pokojninski načrt. Pokojnina, ki jo bo posameznik prejemal, pa je izključno odvisna od donosnosti sredstev, ki jo izvajalec pokojninskega načrta doseže. Finančno tveganje, kateremu je izpostavljen sponzor pokojninskega sklada, je torej minimalno (Davis, 2001, str. 14). Tak pokojninski načrt v celoti razbremeni podjetje obveznosti do zagotavljanja pokojnin svojim zaposlenim. Naložbeno tveganje prevzamejo člani pokojninskega načrta.

Pokojninski načrti z vnaprej določenimi prispevki so vedno polni. Prednost teh načrtov je tudi pridobitev pravice do pokojnine takoj ob vključitvi v plan in prosta prenosljivost sredstev na osebni račun zavarovanca ob spremembi zaposlitve (Cencelj, 2002, str. 7).

V **hibridnem pokojninskem načrtu** delodajalec zaposlenemu zagotavlja minimalno pokojnino, ki je odvisna od trajanja zaposlitve in njegove plače. Če sredstva pokojninskega sklada ne dosegajo sedanje vrednosti obveznosti, mora razliko doplačati zaposleni (Herič, 2002, str. 6). Delodajalec za zaposlenega vplačuje vnaprej določeno premijo, ki je določena tako, da bo zaposlenemu zagotovila minimalno pokojnino. Sredstva so prepuščena v upravljanje pokojninskemu skladu. Če pokojninski sklad posluje neuspešno in akumulirana sredstva ne dosegajo sedanje vrednosti obveznosti, ki je vnaprej določena, vplačajo razliko skladu zaposleni. V Sloveniji je v ZPIZ-1 določeno, da zaposleni oziroma zavarovanec prevzema naložbeno tveganje. Če bi upoštevali samo to določbo, bi lahko sklepali, da imamo v Sloveniji pokojninske načrte z vnaprej določenimi prispevki. Po drugi strani pa mora upravljavec pokojninskega sklada zavarovancem zagotoviti zajamčeno donosnost, ki ne sme biti nižja od 40 % povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. To pomeni, da je določena minimalna pokojnina zavarovancem zagotovljena, ni pa natančno opredeljena. Tako bi lahko rekli, da je slovenska zakonodaja za svoje razmere predvidela hibriden pokojninski načrt, kjer v primeru, da se zajamčen donos ne doseže, razliko plača pokojninski sklad in ne zaposleni.

2.2 Pokojninski skladi v svetu

Obdobje po letu 2000 je za pokojninske sklade z vnaprej določenimi pravicami, tako v Evropi kot v ZDA, neugodno. Omenjeni skladi se od omenjenega leta srečujejo z velikimi izgubami, ki so posledica njihove podkapitaliziranosti. Zlasti zreli pokojninski skladi, kjer prevladujejo upokojenci in zavarovanci, ki so blizu upokojitve, so v položaju, v katerem bodo obveznosti sklada dospele prej, kot bodo morda v prihodnosti odpravljene posledice sedanje krize finančnih trgov (Bešter, 2004, str. 38).

V **Evropi** so večletna negativna gibanja na borzah in zgodovinsko nizke obrestne mere pri vrednostnih papirjih s fiksnim donosom pridelala krepke primanjkljaje v pokojninskih načrtih evropskih podjetij. Analitske hiše ocenjujejo, da je 300 največjih evropskih družb, ki kotirajo na borzah, dolžno svojim pokojninskim načrtom več kot 220 milijard dolarjev (Bešter, 2004, str. 38). V Veliki Britaniji (v nadaljevanju VB) ki sodi med najbolj razvite evropske države z dodatnim pokojninskim zavarovanjem, podjetja zapirajo pokojninske načrte z vnaprej določenimi pravicami za nove zaposlene in odpirajo pokojninske načrte z vnaprej določenimi prispevki.

V **ZDA** so v zadnjih dveh letih in pol pokojninski načrti podjetij, ki delujejo kot pokojninski načrti z vnaprej določenimi pravicami in jih je v Ameriki okrog 32.500, izgubili več kot 500 milijard dolarjev sredstev, zaradi česar je nastal primanjkljaj v višini 300 milijard dolarjev (Bešter, 2004, str. 39).

2.3 Pokojninski skladi v Sloveniji

V Sloveniji pokojninske sklade urejata ZPIZ-1 in Zakon o zavarovalništvu (2000, v nadaljevanju Zzavar). ZPIZ-1, ki je stopil v veljavo 1. 1. 2000, v svojem 306. členu določa, da lahko prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje izvajajo pokojninski skladi in zavarovalnice, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov življenjskega zavarovanja po Zzavar. Pokojninski skladi pa se lahko oblikujejo kot vzajemni pokojninski skladi ali pa se ustanovi pokojninska družba. Pri tem velja poudariti, da vzajemni pokojninski sklad ni gospodarska družba, ampak le premoženje v lasti zavarovancev, pokojninska družba pa je gospodarska družba, ki mora biti vpisana v sodni register.

2.3.1 Vzajemni pokojninski skladi

Vzajemne pokojninske sklade skoraj v celoti ureja ZPIZ-1. V Zzavar najdemo le določbe, ki se nanašajo na naložbeno politiko upravljavcev vzajemnih skladov. ZPIZ-1 definira vzajemni pokojninski sklad kot premoženje, ki je financirano s sredstvi, zbranimi z vplačilom premij prostovoljnega dodatnega zavarovanja oziroma ustvarjenimi z upravljanjem s temi sredstvi, in je namenjeno kritju obveznosti do zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja (ZPIZ-1, 1999, člen 307, odstavek 1). Lastniki sklada so zavarovanci, ki bodisi sami bodisi preko delodajalca vplačujejo premije dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Vzajemni pokojninski sklad ne more obstajati sam po sebi, ampak morajo ustanovitelji določiti upravljavca takega sklada. Upravljajo ga lahko bodisi banke, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja bančništvo, zavarovalnice, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po Zzavar, ter pokojninske družbe, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja poslov pokojninskih skladov po Zzavar (ZPIZ-1, 1999, člen 315, odstavek 1). Premoženje sklada je po ZPIZ-1 ločeno od upravljavčevega premoženja. Upravljavec je tako dolžan za vzajemni pokojninski sklad pripraviti ločene računovodske izkaze.

ZPIZ-1 opredeljuje dvoje vrst vzajemnih pokojninskih skladov, in sicer so ti lahko zaprtega ali odprtega tipa. V zaprti vzajemni pokojninski sklad se lahko včlani vsakdo, ki je v delovnem razmerju pri delodajalcu, ki je sklad ustanovil. Pri odprtih vzajemnih pokojninskih skladih pa članstvo v skladu ni pogojeno z delovnim razmerjem pri določenem delodajalcu.

Zaprti vzajemni pokojninski sklad lahko ustanovi gospodarska družba, ki se po zakonu o gospodarskih družbah šteje za veliko gospodarsko družbo¹, več gospodarskih družb, ki skupno izpolnjujejo pogoje za razvrstitev v veliko družbo, Republika Slovenija ali javni zavodi, ki imajo več kot 1000 članov. Leta 2003 je namreč stopila v veljavo določba, s katero mora imeti vzajemni pokojninski sklad najmanj 1000 članov. Odprti vzajemni pokojninski sklad pa lahko ustanovita banka ali zavarovalnica, ki imata bodisi dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja bančništvo, bodisi dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po Zzavar.

Posli upravljanja vzajemnega pokojninskega sklada obsegajo zbiranje premij prostovoljnega dodatnega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev, upravljanje s premoženjem vzajemnega pokojninskega sklada ter unovčevanje oziroma izplačevanje odkupnih vrednosti (ZPIZ-1, 1999, člen 316). Ustanovitev vzajemnega pokojninskega sklada je pogojena s predhodno odobritvijo Agencije za zavarovalni nadzor.

2.3.2 Pokojninske družbe

Pokojninske družbe so v ZPIZ-1 le bežno omenjene. Poslovanje teh družb večinoma ureja Zzavar, saj je sama pokojninska družba oblikovana kot neke oblike zavarovalnica, ki je specializirana za dodatna pokojninska zavarovanja. Pokojninska družba je pravna oseba s sedežem v RS, ki ima dovoljenje za opravljanje dejavnosti prostovoljnega dodatnega zavarovanja po ZPIZ-1 in mora imeti najmanj 15.000 zavarovancev prostovoljnega dodatnega zavarovanja.

Zakon izrecno ne predvideva, kdo lahko ustanovi pokojninsko družbo, vendar, če si za zgled vzamemo pokojninske sklade, kot jih poznajo v anglosaškem pravnem sistemu, potem je ta oblika izvajanja dejavnosti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja namenjena delodajalcem ali sindikatom, ki lahko na takšen način ceneje zagotavljajo socialno varnost za svoje ostarele delavce oziroma svoje člane, kot pa če bi to storitev za njih opravljala banka ali zavarovalnica. Pomembno je, da so stroški administracije pokojninskega sklada in upravljanje s premoženjem bolj transparentni pri samostojni pokojninski družbi kot pa pri zavarovalnici oziroma banki, ki opravlja še vrsto drugih zavarovalnih oziroma bančnih poslov (Bogataj, 2001, str. 47).

¹ Po zakonu o gospodarskih družbah (1993, v nadaljevanju ZGD) so v vsakem primeru velike družbe banke in zavarovalnice. Kot velike družbe pa omenjeni zakon šteje še družbe, ki izpolnjujejo dva od treh kriterijev, in sicer, da je imela družba v zadnjem poslovnem letu povprečno število zaposlenih večje od 250, da so bili čisti prihodki od prodaje večji od 4 milijarde tolarjev, vrednost aktive pa je ob koncu leta presejala 2 milijardi tolarjev.

Če želi pokojninska družba opravljati posle dodatnega pokojninskega zavarovanja, mora pridobiti dovoljenje Agencije za zavarovalni nadzor. Organizirana je lahko le kot delniška družba, ki lahko opravlja izključno posle prostovoljnega pokojninskega zavarovanja.

Pokojninska družba lahko opravlja dejavnosti zbiranja premij prostovoljnega pokojninskega zavarovanja in vodenje osebnih računov zavarovancev, upravljanje s premoženjem pokojninske družbe, izplačevanje pokojninske rente ter upravljanje z zaprtimi in odprtimi vzajemnimi pokojninskimi skladi (ZPIZ-1, 1999, člen 339).

2.4 Premoženje pokojninskega sklada

Pokojninski skladi so pogodbene finančne institucije, ki, po navadi mesečno, prejemajo vplačila premij s strani svojih zavarovancev. Po drugi strani pa so izplačila povezana z zrelostjo (*ang. maturity*) pokojninskega sklada. Zrelost sklada nam pove razmerje med zavarovanci, ki plačujejo prispevke, in zavarovanci, ki prejemajo pokojninsko rento. Če bo to razmerje visoko, bodo pokojninski skladi imeli malo izplačil, nizko razmerje pa kaže na to, da ima pokojninski sklad veliko izplačil v obliki pokojninske rente. Zrelost sklada posledično tudi vpliva na strateško razporeditev naložb. Tako je ob danem trajanju obveznosti racionalno za »nezrele« pokojninske sklade vlagati v delnice, zreli skladi naj bi se odločili za obveznice in delnice, skladi, kjer je razmerje med plačniki premij in prejemniki pokojninske rente neugodno, pa naj bi vlagali v obveznice (Davis, 2001, str 13). To lahko pojasnimo z naložbenim horizontom pokojninskih skladov. »Nezreli« pokojninski skladi imajo veliko mladih zavarovancev, posledično je lahko njihov naložbeni horizont dolg, saj bodo obveznosti iz zavarovalnih polic nastopile »daleč« v prihodnosti. Za take pokojninske sklade so primerna finančna naložba delnice. Delnice so na kratek rok sicer tvegana finančna naložba, na dolgi rok pa zagotavljajo stabilno donosnost, ki presega donosnost obveznic. Starejši kot je sklad, več ima dospelih obveznosti iz zavarovalnih polic, zato mora v svoje premoženje vključiti finančne naložbe, ki mu bodo zagotovile gotov denarni tok, da bo te obveznosti lahko pokril. Finančne naložbe, ki temu ustrezajo, so obveznice.

Sodobna premoženjska teorija pojasnjuje, da moramo pri oblikovanju učinkovitega premoženja poleg pričakovane donosnosti upoštevati tudi tveganje. Učinkovito premoženje bomo ustvarili takrat, ko pri danem tveganju ne bomo mogli povečati pričakovane donosnosti, ne da bi pri tem tudi povečali samo tveganje. Slovenski pokojninski skladi pa se poleg z donosnostjo in tveganjem ukvarjajo še z naložbenimi omejitvami, ki jim jih postavlja država. V prvi vrsti se morajo tako osrediniti na to, da zadovoljijo zahteve države, optimalno razmerje med tveganjem in donosnostjo pa zaseda znotraj teh omejitev drugo mesto.

Obsežne študije, ki so jih izvedli v tujini, so pokazale, da strateška razporeditev premoženja določa kar med 90 in 95 odstotki celotne dolgoročne donosnosti in tveganja finančnega premoženja. Izbira posameznih vrednostnih papirjev bo z drugimi odločitvami, ki jih sprejmemo kot vlagatelji, vplivala le na približno 10 % celotne donosnosti premoženja (Kleindienst, 2001a, str. 34).

Pri strateški razporeditvi premoženja se odločamo za dolgoročno razporeditev premoženja na osnovne vrste finančnih naložb. Njen namen je doseči tako strukturo naložb, ki bo vlagatelju prinesla primerno donosnost ob določeni stopnji tveganja. Izbira naložbenih vrst temelji na ciljih in omejitvah vlagatelja. Vrste naložb, ki so primerne za večino vlagateljev, so predvsem instrumenti denarnega trga, obveznice in delnice (Kleindienst, 1996, str. 10). Kot navaja avtor, so z vlaganjem v druge vrste naložb povezana dodatna tveganja, poleg tega pa zahtevajo od vlagatelja dodatna znanja.

Pokojninski skladi lahko v splošnem vlagajo v naslednje vrste naložb: delnice, obveznice, denarna sredstva, kot so gotovina in depoziti, nepremičnine domačega in tujega finančnega trga. V splošnem velja, da so denarna sredstva najmanj tvegana, obenem pa tudi najmanj donosna. Nekoliko bolj donosne so obveznice, vendar so posledično tudi bolj tvegane. Sledijo jim nepremičnine in delnice, ki so najbolj tvegane in zato dosegajo tudi najvišje stopnje donosa. V nadaljevanju bodo predstavljene značilnosti zgoraj omenjenih finančnih oblik.

2.4.1 Delnice

Delnico podjetja lahko opredelimo kot lastniško naložbo, saj kupcu prinese lastništvo sorazmernega deleža podjetja, katerega delnice je kupil. Z nakupom delnice postane kupec solastnik podjetja. Če podjetje posluje uspešno, bo tako kot lastnik prejemal dividende, po drugi strani pa bo v skladu s samim povečanjem cene delnice deležen kapitalskega dobička. Če pa podjetje posluje slabo oziroma gre v stečaj, bo lastnik delnice v postopku likvidacije poplačan šele potem, ko bodo poplačani lastniki obveznic.

Delnice v splošnem veljajo za najbolj donosne finančne naložbe, ki so hkrati tudi najbolj tvegane. Nekateri avtorji navajajo, da na dolgi rok cene delnic ne morejo prerasti rasti bruto domačega proizvoda države, v kateri so izdane. Cene delnic naj ne bi mogle rasti hitreje kot dividende, ki jim dajejo vrednost, niti naj ne bi mogle dividende rasti hitreje kot dobički podjetij, od katerih so odvisne. Dobički lahko sicer rastejo hitreje kot gospodarstvo, vendar bi to pomenilo, da bi delničarji takega podjetja konstantno zmagovali na račun drugih. Naložbe v države, kjer imajo visoko gospodarsko rast, tako pomenijo višje donose kot v države, kjer je rast nižja, dokler trg ni zelo učinkovit pri arbitraži teh razlik (Valdes-Prieto et al., 1997, str. 234).

Za vlaganje v navadne delnice obstajata dva pomembna razloga: pričakovani kapitalski dobički iz naložb v delnice so na splošno visoki, zato bo dolgoročna izpostavljenost naložbam v navadne delnice vodila k rasti vrednosti premoženja pokojninskega sklada in premija za tveganje je bila, zgodovinsko gledano, pri navadnih delnicah navadno dovolj visoka, da je imetnike delnic zaščitila pred spremembami splošne ravni cen. Delnice nikakor niso dobra zaščita pred spremembo splošne ravni cen na kratek rok, vendar pa je bilo ugotovljeno, da donosi delnic nadomestijo izgubo zaradi povišanja splošne ravni cen, čeprav z nekajletno zamudo (Herič, 2002, str. 16). Do podobnih ugotovitev, torej da delnice ne predstavljajo stoddotne zaščite pred inflacijo, je prišel tudi Bodie, ki pravi, da delnice ne predstavljajo dobrega zavarovanja pred inflacijo, vsaj na kratek oziroma srednji rok ne. Če želimo, da so delnice primerno zavarovanje

za primer inflacije, mora nominalni donos delnic visoko pozitivno korelirati s stopnjo inflacije (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 907).

Pretekla donosnost delnic ni nujno dober napovedovalec njihove prihodnje donosnosti. Utemeljeno pa se lahko pričakuje, da bodo v naslednjih treh desetletjih, če ne pride do izrednih dogodkov, kot so naravna katastrofa svetovnih razsežnosti, svetovna vojna ali globoka, dlje trajajoča svetovna finančna kriza, podobno donosen finančni instrument, kot so bile v preteklih treh desetletjih (Kleindienst, 2001a, str. 21). Omenjeni avtor tudi navaja, da so na dolgi rok cene delnic predvidljivejše, saj pridejo takrat do izraza dejavniki, kot je uspešnost poslovanja podjetij in gospodarstva.

Tuje študije kažejo, da lahko vlagatelj, ki premoženje razporedi v delnice povprečnega podjetja na katerem od razvitih trgov kapitala, na dolgi rok pričakuje, da bo v povprečju ustvaril od 4 do 7 odstotkov višjo letno donosnost prihrankov, kot če bi prihranke razporedil v dolgoročne državne obveznice nekaterih najrazvitejših držav (Kleindienst, 2001a, str. 21).

2.4.2 Obveznice

Obveznico lahko opredelimo kot pogodbo, s katero se izdajatelj zaveže imetniku plačati obresti in vrniti glavnico ob vnaprej določenih datumih zapadlosti (Berk, Lončarski, Zajc, 2002 str. 34).

Njihova prednost v primerjavi z delnicami je manjša variabilnost donosov, kar pomeni da so obveznice manj tvegane kot delnice. Nižje tveganje je predvsem posledica dejstva, da je v primeru te naložbe denarni tok gotov. Posledično lahko obveznice privarčujejo večjo izgubo pokojninskemu skladu med nepričakovanim večjim upadom v ekonomski aktivnosti, po drugi strani pa lahko resno ogrozijo realno vrednost sredstev pokojninskega sklada in njegovih dohodkov med dolgim obdobjem visoke inflacije. Zgodovinski podatki namreč kažejo, da so bile delnice v obdobju visoke inflacije od 1977 do 1981 uspešnejše od obveznic, in sicer so dosegale negativno realno letno donosnost -2 odstotka, kar je bil veliko boljši rezultat od obveznic, in sicer -11 odstotkov realne letne donosnosti (Fabozzi, Arnott, 1992, str. 105).

V obveznice je smiselno vlagati v obdobju padajočih obrestnih mer, saj v omenjenem obdobju njihova cena narašča. Vlagatelj tako poleg izplačanih kuponov doseže še kapitalski dobiček, ko se tržna cena obveznice poveča.

V nasprotju s priporočili, ki veljajo pri vlaganju v delnice, vlagatelju v primeru, da posega po obveznicah visokokakovostnih izdajateljev, v premoženje ni potrebno vključiti obveznic večjega števila izdajateljev (Kleindienst, 2001a, str. 191).

2.4.3 Denarna sredstva

Pokojninski sklad potrebuje denarna sredstva za izplačilo vrednosti pokojninske police zavarovancem, ki so izpolnili pogoje za pridobitev pokojnine iz naslova dodatnega pokojninskega zavarovanja.

Zgodovinsko gledano ima gotovina med vsemi razredi naložb najnižjo donosnost, zato znižuje donosnost pokojninskega sklada. Naložba v gotovino je lahko opravičljiva le, če obstaja nujna potreba po likvidnosti, ki ne bo mogla biti zagotovljena s prihodki od naložb in tekočimi vplačili vlagateljev (Herič, 2002, str. 19).

2.4.4 Nepremičnine

Nepremičnine se, kljub majhni likvidnosti, vključujejo v premoženje naložb pokojninskega sklada. Empirične raziskave namreč kažejo, da je korelacija med donosnostjo naložb v nepremičnine in donosnostjo naložb v druge razrede naložb nizka ali celo negativna. V obdobju od 1947 do 1984 so znašali korelacijski koeficienti med donosnostjo naložbe v nepremičnine in donosnostmi v delnice, obveznice in gotovino med $-0,006$ in $+0,006$ (Herič, 2002, str. 39). Problemi, ki se pojavljajo z nepremičninami, so predvsem visoki transakcijski stroški, težko je pa tudi meriti oziroma oceniti vrednost nepremičnine. S tega vidika so za pokojninske sklade bolj zanimive naložbe v nepremičninske sklade.

2.5 Upravljanje premoženja pokojninskega sklada

Pri upravljanju premoženja vrednostnih papirjev je vredno upoštevati hipotezo o učinkovitem trgu kapitala (*ang. efficient market hypothesis*), ki jo podpirajo tudi empirične raziskave. Temeljna predpostavka te hipoteze je, da tržne cene vrednostnih papirjev in posameznih naložbenih skupin v vsakem trenutku odražajo razpoložljive informacije. Nove informacije prihajajo naključno, zato jih ne moremo predvideti. Velja tudi, da se ob nastopu novih informacij cene v trenutku prilagodijo, tako da ni priložnosti za dodatne zaslužke (Cencelj, 2002, str. 14). Upravljanje premoženja pokojninskega sklada lahko poteka na dva načina, in sicer bodisi aktivno bodisi pasivno.

Aktivno upravljanje opredeljuje finančne trge kot neučinkovite. Bistvo takega načina upravljanja je, da lahko podrobna analiza odkrije vrednostne papirje, katerih dejanska vrednost ni enaka tržni. Aktivno upravljanje loči dva pristopa pri vlaganju, in sicer tempiranje trga (*ang. market timing*) in aktivno vlaganje na osnovi izbire posameznih naložb (*ang. security selection*). Tempiranje trga v najpreprostejši obliki pomeni odločanje o tem, kolikšen delež premoženja bo vlagatelj imel v delnicah in kolikšen delež v netvegani naložbi, kot so bančne vloge in državne obveznice. Če na primer vlagatelj pričakuje, da bo splošna rast tečajev delnic, merjena z borznim indeksom, v določenem obdobju večja od donosnosti bančnih vlog, bo večino premoženja v tem obdobju obdržal v delnicah. Če pričakuje padec tečajev delnic, bo vanje vložil manjši delež premoženja, večji del pa v obveznice oziroma bančne vloge (Kleindienst, 2001a, str. 83). Pri aktivnem vlaganju na osnovi izbire posameznih naložb pa vlagatelj išče podcenjene vrednostne papirje, ki se kupujejo z namenom, da se potem z dobičkom prodajo.

Pasivno upravljanje opredeljuje finančne trge kot učinkovite. Posledično ne bi bilo smiselno iskati vrednostnih papirjev, ki jih trg ne vrednoti pravilno. Vlagatelj se zato raje odloči za neko izhodiščno premoženje, ki ga potem načeloma ne spreminja. Pasivno upravljanje se v najbolj čisti obliki izvaja z metodo indeksiranja. Po tej metodi pokojninski sklad razporedi določen del

premoženja v delnice ali obveznice v povsem enaki ali vsaj podobni sestavi, kot jo ima določen borzni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo. Cilj takega nalaganja je doseči enako donosnost, kot jo bo dosegel borzni indeks (Cencelj, 2002, str. 14–15). Upravljanje pokojninskega sklada lahko z metodo indeksiranja izvajajo bodisi skladi sami bodisi zaupajo premoženje indeksnim investicijskim skladom.

Aktivne strategije zelo malo pripomorejo k uspešnosti upravljanja proti pasivnim strategijam. V ZDA je bilo na primer v zadnjih dveh desetletjih kar dve tretjini, po nekaterih raziskavah pa tri četrtine aktivno upravljanih investicijskih skladov manj uspešnih od pasivno upravljanih indeksnih skladov (Kleindienst, 2001a, str. 88). S tega vidika bi morali upravljavci slovenskih pokojninskih skladov bodisi izoblikovati neko strateško premoženje in ga po potrebi spreminjati ali pa uporabiti metodo indeksacije.

2.5.1 Iskanje najustrežnejšega premoženja

Večina institucionalnih vlagateljev pri sestavljanju najustrežnejšega premoženja uporablja postopek od zgoraj navzdol (*ang. top down approach*), ki vsebuje naslednje korake (Kleindienst, 1996, str. 12): razporejanje premoženja na tvegane in netvegane naložbe, razporejanje tvegane premoženja in izbiro posameznih naložb.

Prvi korak obsega **razporejanje premoženja na tvegane in netvegane vrednostne papirje**. V tem koraku predpostavljamo, da je vlagatelj že določil najustrežnejšo strukturo tvegane dela premoženja. Razrešiti moramo samo še vprašanje, kolikšen delež premoženja vložiti v tvegano naložbo in kolikšen delež v netvegano naložbo (Kleindienst, 1996, str. 12).

Pričakovana donosnost celotnega premoženja se lahko izračuna kot:

$$E(r_c) = y * E(r_p) + (1 - y) * r_f \quad 1.1$$

$E(r_c)$ predstavlja pričakovano donosnost celotnega premoženja, y je delež tvegane naložbe v celotnem premoženju, $(1 - y)$ je posledično delež netvegane naložbe v celotnem premoženju, $E(r_p)$ je pričakovana donosnost tvegane naložbe, r_f pa netvegana obrestna mera. Standardni odklon celotnega premoženja σ_c se lahko zapiše kot zmnožek deleža tvegane naložbe v celotnem premoženju y in standardnega odklona tvegane naložbe σ_p , saj je standardni odklon netvegane naložbe po definiciji enak 0 (Kleindienst, 1996, str. 12):

$$\sigma_c = y * \sigma_p \quad 1.2$$

Možne kombinacije med tvegano in netvegano naložbo se lahko predstavijo s premico razporejanja kapitala (*ang. capital allocation line*). Ta nam prikazuje, kolikšno donosnost in tveganje lahko vlagatelj doseže pri izbiri posameznih kombinacij med tvegano in netvegano

naložbo. Premico razporejanja kapitala pa nam opiše naslednja enačba, ki je izpeljana iz enačb 1.1 in 1.2 (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 188):

$$E(r_c) = \frac{\sigma_c}{\sigma_p} * (E(r_p) - r_f) + r_f \quad 1.3$$

Naklon premice, S , predstavlja ceno tveganja, saj kaže zahtevano povečanje premije za tveganje tvegane naložbe pri povečanju standardnega odklona donosnosti od pričakovane donosnosti za 1 % (Kleindienst, 1996, str. 13):

$$S = \frac{E(r_p) - r_f}{\sigma_p} \quad 1.4$$

Razporejanje tveganega premoženja predstavlja odločanje o razporeditvi tveganega dela premoženja med posamezne tvegane vrste naložb, kot so na primer delnice in obveznice (Kleindienst, 1996 str. 14). Vlagatelj skuša tako najti takšne kombinacije deležev posameznih tveganih vrst naložb, ki imajo najvišjo pričakovano stopnjo donosa pri določeni stopnji tveganja oziroma najmanjše tveganje pri določeni stopnji donosa. Takšne kombinacije so racionalne (*ang. efficient portfolios*). Prikaže pa se jih lahko s krivuljo racionalnih kombinacij deležev posameznih tveganih naložb (*ang. efficient frontier*) (Kleindienst, 1996, str. 14).

Glede na strukturo tveganega premoženja se lahko sestavi več premic razporejanja kapitala. Premica razporejanja kapitala, ki je tangenta na krivuljo racionalnih kombinacij deležev posameznih tveganih naložb, je premica z največjim naklonom. Tvegano premoženje, ki se nahaja v stičišču premice in krivulje, vlagatelju prinaša najvišjo možno pričakovano premijo za tveganje na enoto tveganja. Takšno premoženje je optimalno tvegano premoženje. Upravitelj premoženja ponudi isto tvegano premoženje vsem strankam ne glede na njihov odnos do tveganja. Drugačno tvegano premoženje bo ponudil le vlagateljem, ki postavljajo dodatne omejitve, vendar pa vsaka naknadna omejitev na splošno vodi k manj ugodnim rezultatom, kot v primeru, da omejitev ni (Kleindienst, 1996 str. 15). **Izbira posameznih naložb** obsega izbiro posameznih vrednostnih papirjev znotraj tveganega dela premoženja.

3 NALOŽBE SLOVENSКИH POKOJNINSКИH SKLADOV

3.1 Zakonske omejitve

Za naložbe tako vzajemnega pokojninskega sklada kot pokojninskih družb se uporabljajo določbe Zzavar, o naložbah kritnega sklada (ZPIZ-1, 1999, člen 321). Upravitelji vzajemnega pokojninskega sklada in pokojninske družbe so tako pri nalaganju premoženja omejeni na

delnice, obveznice ter investicijske kupone in delnice investicijskih družb, s katerimi se trguje na trgih Republike Slovenije, države članice EU oziroma države članice Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju OECD). Dodatno lahko vlagajo še v ustrezno zavarovana posojila, nepremičnine, depozite, gotovino v blagajni in v vrednostne papirje, katerih izdajatelji so Republika Slovenija, Banka Slovenije, država članica EU, država članica OECD oziroma mednarodna finančna organizacija (Zzavar, 2000, člen 121).

V 122. členu Zzavar so opredeljene količinske omejitve za vlaganje v posamezne vrste naložb. Naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranih trgih Republike Slovenije, države članice EU ali na trgu OECD oziroma s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih, če imajo izdajatelji sedež v omenjenih državah, in v investicijske kupone vzajemnih skladov, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje z namenom razpršitve in omejitve tveganj ter morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki ne dajejo zajamčenega donosa, skupaj lahko obsegajo največ 30 odstotkov premoženja. Naložbe v tiste investicijske kupone vzajemnih skladov oziroma delnice investicijskih družb, ki svoje premoženje nalagajo izključno v vrednostne papirje z namenom razpršitve in omejitve tveganj, ki morajo po pravilih sklada imeti več kot polovico naložb v vrednostnih papirjih, ki dajejo zajamčen donos, pa skupaj lahko obsegajo največ 40 odstotkov premoženja.

Delnice, s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih, ne smejo presežati 5 odstotkov premoženja. Posojila lahko predstavljajo največ 5 odstotkov premoženja, nepremičnine največ 30 odstotkov premoženja, prav tako največ 30 odstotkov premoženja pa tudi naložbe v depozite. Naložbe v obliki gotovine v blagajni in na vpoglednih računih skupno ne smejo presežati 3 odstotkov premoženja. Pri tem je zanimivo, da zakon ne postavlja zgornje meje za vlaganje v obveznice.

Ko govorimo o delnicah, obveznicah in investicijskih kuponih, lahko v istega izdajatelja pokojninski sklad naloži največ 5 odstotkov sredstev, v skupino podjetij pa največ 10 odstotkov. Zakon ne postavlja omejitev za vlaganje v vrednostne papirje Republike Slovenije, države članice EU ali države članice OECD oziroma mednarodne finančne organizacije.

3.2 *Struktura naložb slovenskih pokojninskih skladov*

Slovenski pokojninski skladi so se na finančnem trgu pojavili razmeroma pozno, in sicer leta 2000, ko je prišlo do spremembe pokojninske zakonodaje. Kljub temu pa se varčevalci, tudi zaradi tega, ker se vse bolj zmanjšujejo pravice iz obveznega pokojninskega zavarovanja, vse bolj odločajo za tako obliko varčevanja za starost. Če je tako konec leta 2001 v pokojninskih družbah in vzajemnih pokojninskih skladih varčevalo 61.306 zavarovancev, se je konec prvega polletja leta 2003 to število povečalo na 154.265. V treh letih in pol se je tako število zavarovancev povečalo za približno 150 odstotkov.

V spodnjih tabelah je prikazana naložbena politika vzajemnih pokojninskih skladov in pokojninskih družb v Sloveniji od njihovega nastanka.

TABELA 1: Struktura naložb pokojninskih družb

	31. 12. 2001		31. 12. 2002		30. 6. 2003	
	v milijon SIT	strukturni indeks	v milijon SIT	strukturni indeks	v milijon SIT	strukturni indeks
državni vrednostni papirji	2191	68,38	6924	52,86	9634	50,12
bančni depoziti	868	27,09	3408	26,02	5029	26,17
drugi vrednostni papirji	117	3,65	2719	20,76	4542	23,63
ostalo	28	0,87	47	0,36	15	0,08
SKUPAJ	3204	100,00	13098	100,00	19220	100,00

Vir: Finančni trgi, 2003.

Tabela 1 prikazuje strukturo naložb pokojninskih družb. Iz tabele lahko razberemo, da se je vrednost naložb v dveh letih in pol povečala približno za 500 odstotkov. Pokojninske družbe imajo večji delež svojega premoženja naloženega v državne vrednostne papirje, kljub temu pa lahko opazimo, da se ta delež skozi čas zmanjšuje. Skozi čas stagnira delež bančnih depozitov, povečuje pa se delež drugih vrednostnih papirjev, kamor sodijo delnice in obveznice privatnih izdaj.

TABELA 2: Struktura naložb vzajemnih pokojninskih skladov.

	31. 12. 2001		31. 12. 2002		30. 6. 2003	
	v milijon SIT	strukturni indeks	v milijon SIT	strukturni indeks	v milijon SIT	strukturni indeks
državni vrednostni papirji	654	56,38	2782	47,35	4040	46,41
bančni depoziti	312	26,90	1574	26,79	2097	24,09
drugi vrednostni papirji	164	14,14	1428	24,31	2485	28,55
ostalo	30	2,59	91	1,55	83	0,95
SKUPAJ	1160	100,00	5875	100,00	8705	100,00

Vir: Finančni trgi, 2003.

Tabela 2 prikazuje strukturo naložb vzajemnih pokojninskih skladov. Kot lahko opazimo, je naložbena politika vzajemnih pokojninskih skladov podobna naložbeni politiki pokojninskih družb. Od leta 2001 do prve polovice leta 2003 se je obseg naložb povečal za približno 650 %. Največji delež premoženja predstavljajo državni vrednostni papirji, vendar se ta delež zmanjšuje. Vzajemni pokojninski skladi relativno manj vlagajo v državne vrednostne papirje kot pokojninske družbe. Tako kot pokojninske družbe tudi vzajemni skladi povečujejo vlaganja v druge vrednostne papirje. Iz zgornjih tabel lahko razberemo, da so pokojninski skladi nenaklonjeni tveganju, zato se bodisi odločajo za popolnoma varne naložbe, kot so državni vrednostni papirji, bodisi za bančne depozite, ki so nizko obrestovani, vendar je denarni tok v obeh primerih razmeroma gotov.

Zakaj držijo pokojninski skladi tako velik delež sredstev v državnih vrednostnih papirjih, lahko deloma pojasnimo s konceptom zajamčene minimalne donosnosti. Po ZPIZ-1 morajo namreč pokojninski skladi svojim zavarovancem zagotavljati letno stopnjo donosnosti, ki ne sme biti nižja od 40 odstotkov povprečne letne obrestne mere na državne vrednostne papirje z dospelostjo nad enim letom. Do 15. v mesecu je ministrstvo za finance dolžno objaviti zajamčeno minimalno donosnost za pretekli mesec. Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada mora na koncu vsakega meseca izračunati realizirano donosnost v zadnjih 12 mesecih. Gre za dejansko donosnost, ki se nato primerja z zajamčenim. Če je dejanska donosnost nižja od donosnosti, ki jo objavi ministrstvo, mora upravljavec iz lastnih sredstev na ločeni denarni račun vzajemnega pokojninskega sklada vplačati razliko. Pokojninske družbe obračun opravljajo na letni osnovi. Če upravljavec tako meni, da ne bo mogel doseči zajamčenega minimalnega donosa, se bo raje odločil za premoženje, ki je sestavljeno podobno kot struktura papirjev, ki se uporablja za izračun zajamčene minimalne donosnosti. Dodatno ostane upravljavec pokojninskega sklada, če ne izpolni zajamčene minimalne donosnosti, tudi brez upravljavske provizije. Tako je razumljivo, da se bo upravljavec pokojninskega sklada raje odločil za državne vrednostne papirje kot delnice, ki so dolgoročno gledano sicer bolj donosne, na kratek rok pa bolj tvegane.

Premoženje slovenskih pokojninskih skladov bi v ZDA predpisali starejši osebi, ki je blizu upokojitvi. Ameriški finančni svetovalci namreč pri sestavi premoženja za pokojninsko varčevanje upoštevajo tudi starost osebe, ki pokojninsko varčuje. Grobo pravilo, ki ga v ZDA uporabljajo pri določanju sestave premoženja posameznika, je, da naj bi delež delnic v posameznikovem premoženju bil približno 100 minus starost posameznika. Oseba, stara 30 let, naj bi tako v svojem premoženju imela približno 70 odstotkov delnic, 25 odstotkov obveznic in 5 odstotkov depozitov (Kleindienst, 2001a, str. 24).

Ena od značilnosti naložbene politike slovenskih pokojninskih skladov je tudi omejeno vlaganje na tujih trgih, to znaša v povprečju 10 odstotkov, čeprav ne obstajajo konkretne omejitve, ki bi jim to preprečevale. Sicer pa izkušnje iz tujine, predvsem izkušnje britanskih in novozelandskih pokojninskih skladov, kažejo, da ko imajo pokojninski skladi proste roke pri vlaganju v tujino, znaša odstotek naloženih sredstev na tujih trgih med 20 in 30 odstotki (Valdes-Prieto et al., 1997, str. 240). Kot najpomembnejše vzroke za omejeno vlaganje v tujino se navajajo transakcijski stroški, previdnostna pravila vlaganja v tuje naložbe, ki jih postavlja država, negotovost glede pričakovanih donosov ter višjo zaznavo tveganja na tujih trgih kot posledico nepoznavanja trgov in institucij. Poleg tega se pokojninski skladi v tujini srečujejo še z valutnim tveganjem. Zato je potrebna uskladitev sredstev in obveznosti po valutah, ki včasih zahteva držanje presežnih rezerv, ko sredstva in obveznosti po valutah niso usklajena. Take zahteve delajo tuje naložbe manj zanimive (Valdes-Prieto et al., 1997, str. 236).

4 EVROPSKA UNIJA

Na podlagi hipoteze o učinkovitih kapitalnih trgih lahko kapitalne trge delimo na učinkovite in neučinkovite. Ob upoštevanju zgoraj omenjene delitve lahko v splošnem kapitalne trge, na katerih lahko pokojninski skladi vlagajo, delimo na razvite in trge v razvoju (*ang. emerging markets*). Medtem ko lahko razvite uvrstimo v skupino učinkovitih, sodijo trgi v razvoju v skupino neučinkovitih.

Bistvena značilnost EU je, da njen kapitalni trg sestoji iz 25 manjših, kjer lahko ene razvrstimo v razvite, druge pa med trge v razvoju. Pokojninski skladi morajo tako pri vlaganju na kapitalne trge EU upoštevati razvitost posameznega kapitalnega trga, saj omenjeni element vpliva na način, kako trg vrednoti posamezni vrednostni papir ter posledično na način upravljanja premoženja na takih kapitalnih trgih.

4.1 *Razviti kapitalni trgi in kapitalni trgi v razvoju*

Za razvite trge kapitala je značilno veliko prodajalcev in kupcev vrednostnih papirjev. Razpoložljivost informacij je zelo dobra, na visokem nivoju pa sta urejeni tudi tehnološka infrastruktura, ki podpira trgovanje, in zakonodaja, ki ureja trgovanje z vrednostnimi papirji. Lahko rečemo, da na takih trgih velja hipoteza o učinkovitem trgu kapitala, kar pomeni, da naj ne bi bilo precenjenih ali podcenjenih vrednostnih papirjev. Kapitalni trgi v razvoju so po drugi strani razmeroma neučinkoviti. To pomeni, da lahko vlagatelj s podrobno analizo odkrije vrednostne papirje, katerih tržne vrednosti ne ustrezajo dejanski (notranji) vrednosti. Razpoložljivost informacij je na nizkem nivoju, prav tako je zakonodaja na takih trgih še v povojih. Za kapitalne trge v razvoju je značilna tudi nizka likvidnost (Kleindienst, 2001a, str. 409). Čeprav vlaganje na kapitalnih trgih v razvoju po navadi pomeni za pokojninske sklade večje tveganje, pa nekateri avtorji menijo, da je kljub temu lahko vlaganje na takih trgih koristno dopolnilo vrednostnim papirjem, ki jih ponujajo razviti trgi. Vlagatelji lahko namreč z vlaganjem na take trge premoženje dodatno razpršijo predvsem zato, ker se gospodarstva dežel, katerih trgi kapitala se uvrščajo v skupino kapitalnih trgov v razvoju, namreč pogosto gibljejo v močno drugačnih poslovnih ciklih kot razvita tržna gospodarstva. Dolgoročno in v normalnih razmerah ti trgi vlagateljem ponujajo nadpovprečno donosnost, kar je predvsem posledica dejstva, da so dolgoročne stopnje rasti teh ekonomij bistveno višje kot v razvitih ekonomijah (Kleindienst, 2001a, str. 411-412).

4.2 *Pravni vidik*

EU se je zavzela za izboljšanje eksistenčne varnosti zavarovancev, članov skladov in prejemnikov dodatnih pokojnin s povečevanjem deleža zaposlenih z dodatnim pokojninskim zavarovanjem iz 22 % leta 1993 na 60 % leta 2020 (Cencelj, 2002, str. 4). Tako je od leta 1993 Evropska komisija objavila devet pomembnejših listin², ki se nanašajo na pokojnine. Med

² Poleg Direktive o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno in pokojninsko zavarovanje so ostale listine: The Draft Directive on Supplementary Pensions (1993), The Communication on Supplementary Pensions (1994), The Report on the Free Movement of Pensions (1997),

najpomembnejšimi je Direktiva o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje (ang. Directive 2003/41/EC on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision). V njej EU ureja področje pokojninskih skladov na enotnem trgu. Države članice morajo svojo zakonodajo uskladiti z direktivo pred 23. septembrom 2005, razen v določenih izjemah. V primeru, da do uskladitve v določeni državi ne bi prišlo, pokojninski skladi take države ne bodo mogli tržiti svojih pokojninskih načrtov v drugih državah članicah.

V splošnem direktiva pravi, da lahko pokojninski sklad države članice trži svoj pokojninski načrt v drugi državi članici, in sicer pod pogojem, da pridobi soglasje pristojnega organa te države. V EU lahko sponzorji prosto sponzorirajo pokojninske načrt v kateri koli državi članici, obenem pa država članica ne sme postavljati omejitev, če se za upravljavca pokojninskega sklada določi upravljavec druge države članice, ki za to pridobi primerna dovoljenja v skladu z direktivami EU.

Za naložbeno politiko pokojninskih skladov je pomemben predvsem 18. člen omenjene direktive, ki pravi, da mora država članica zahtevati od pokojninskih skladov, ki delujejo na njenem ozemlju, da vlagajo po načelu preudarnosti in predvsem, da sledijo določenim pravilom. Sredstva morajo biti naložena v interesu članov pokojninskega sklada. Če obstaja zaradi kakršnih koli vzrokov konflikt interesov, mora pokojninski sklad ali upravljavec zagotoviti, da bo naložba narejena v korist članov pokojninskega sklada. Pri vlaganju sredstev mora upravljavec upoštevati varnost, kakovost, likvidnost in dobičkonosnost premoženja kot celote. Sredstva naj bi bila v večji meri naložena na reguliranih trgih. Pri vlaganju na nereguliranih trgih je potrebno upoštevati načelo preudarnosti.

Pokojninskim skladom se mora omogočiti vlaganje v izvedene finančne instrumente, saj lahko z njimi dosežemo zmanjšanje naložbenega tveganja in učinkovito upravljanje s premoženjem. Posledično naj bi bili izvedeni finančni instrumenti vključeni v oceno celotnih sredstev pokojninskega sklada.

Pokojninski sklad se mora izogibati preveliki izpostavljenosti posamezni osebi ali operaciji z izvedenimi finančnimi instrumenti, saj ne sme biti preveč odvisen od uspeha bodisi določene naložbe, izdajatelja vrednostnega papirja ali skupine podjetij. Naložbe v istega izdajatelja oziroma v izdajatelj, ki pripadajo isti skupini, ne smejo izpostavljati pokojninskega sklada preveliki koncentraciji tveganja. Naložba v podjetje, ki sponzorira pokojninski načrt (sponzor), ne sme znašati več kot 5 odstotkov celotnega premoženja. Če sponzor pripada skupini, naložba v skupino ne sme znašati več kot 10 odstotkov celotnega premoženja.

The Communication on Social Protection (1997), The Green Paper on Supplementary Pensions in the Single Market (1997), The Communication Towards a Single Market for Supplementary Pensions (1999), The Draft Directive on pan-European Pension Institutions (2000), The Commission's paper on the Elimination of Tax Obstacles to the Crossborder Provision of Occupational Pensions (2001).

Država članica mora pokojninskim skladom prepovedati posojilojemanje ali njihovo delovanje v funkciji poroka za ostale. Posojilojemanje je lahko dovoljeno le zaradi premostitve kratkoročnih likvidnostnih težav. Dodatno direktiva določa, da posamezna država članica ne sme omejevati pokojninskih skladov pri vlaganju v določene kategorije naložb. Prav tako ne sme zahtevati od pokojninskih skladov, da podredijo svoje naložbene odločitve prihodnji odobritvi s strani države. Država članica lahko za pokojninske sklade, locirane na njenem ozemlju, predpiše podrobnejša pravila, vključujoč količinska pravila, vendar le, če so ta upravičena z vidika preudarnih razlogov.

Kljub temu države članice ne smejo preprečiti pokojninskim skladom: vložiti do 70 odstotkov njenih sredstev, ki pokrivajo tehnične rezervacije, ali celotnega premoženja za načrte, v katerih člani nosijo naložbeno tveganje, v delnice, trgovane vrednostne papirje, ki se štejejo kot delnice, in podjetniške obveznice, s katerimi se trguje na reguliranih trgih, ter odločati o relativni teži teh vrednostnih papirjev v njihovem naložbenem premoženju in vložiti do 30 odstotkov sredstev, ki pokrivajo tehnične rezervacije, v sredstva, ki niso denominirana v enaki valuti kot obveznosti pokojninskega sklada.

Pravila, ki se nanašajo na načelo preudarnosti, pa so: pokojninski sklad naj ne naloži več kot 30 odstotkov sredstev v delnice, druge vrednostne papirje, ki se obravnavajo kot delnice, in dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se ne trguje na reguliranih trgih, ali pa pokojninski sklad naj naloži vsaj 70 odstotkov teh sredstev v delnice, druge vrednostne papirje, ki se obravnavajo kot delnice, in dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se trguje na reguliranih trgih.

Pokojninski skladi naj ne naložijo več kot 5 odstotkov sredstev v vrednostne papirje istega izdajatelja oziroma 10 odstotkov v skupino, obenem pokojninski skladi ne bi smeli naložiti več kot 30 odstotkov sredstev v naložbe, ki so denominirane v drugačni valuti, kot so njene obveznosti.

Če primerjamo omenjeno direktivo in slovenski Zzavar, slednji ni usklajen z direktivo predvsem v točki, kjer naj bi država ne omejevala pokojninskih skladov pri naložbeni politiki s količinskimi omejitvami. Slovenski pokojninski skladi imajo v Zzavar še vedno postavljene omejitve, ki jih morajo upoštevati pri oblikovanju naložbene politike. Zakon se prvenstveno osredinja na naložbe, katerih prihodnji denarni tok ni gotov, kot so delnice in investicijski kuponi, nobene omejitve, razen geografske, pa ni zaslediti za obveznice.

4.3 *Kapitalski trg EU*

V zadnjem času smo priča vidnemu pospeševanju procesa razvoja in integracije kapitalskih trgov EU. Trije medsebojno povezani dejavniki spodbujajo to pospeševanje, in sicer: globalizacija, ki jo povzroča liberalizacija mednarodnih kapitalskih tokov, finančna deregulacija in finančni napredek, napredek pri vzpostavljanju skupnega zakonodajnega okvira v vsej EU ter prehod na evro (Doumnot, 2003, str. 16). Kljub temu obstajajo še vedno določene ovire, ki jih bo potrebno odpraviti, da se bo lahko govorilo o popolni integraciji kapitalskih trgov EU. Menkveld tako

navaja, da čeprav so bile nekatere zakonske ovire pri čezmejnem vlaganju v sklopu EU odpravljene, obstajajo še vedno ovire, ki se kažejo predvsem v pomanjkljivi integraciji sistemov poravnave, drugačnih davčnih režimih ter drugačnem zakonodajnem okolju (Menkveld, Cheung, De Jong, 2004, str. 8).

Kapitalski trg lahko v splošnem opredelimo kot trg, na katerem se trguje s finančnimi naložbami, katerih dospelost je daljša od enega leta. V nadaljevanju se kapitalski trg deli na trg lastniških vrednostnih papirjev, kamor sodijo predvsem delnice in lastniški deleži, slednji za pokojninske sklade zaradi slabe likvidnosti niso relevantni, in pa trg dolžniških vrednostnih papirjev, na katerega lahko uvrstimo obveznice. Zaradi posebnih okoliščin, ki so povezane predvsem z nastankom kapitalskih trgov držav pridruženih članic, v nadaljevanju kapitalske trge držav članic delim v dve skupini, v t. i. stare članice in pa države, ki so s 1. majem 2004 postale članice Evropske unije, v nadaljevanju nove članice.

4.3.1 Lastniški kapitalski trg

Delniški trgi EU so v nadaljevanju opredeljeni skozi tri dejavnike, in sicer velikost delniških trgov, likvidnost delniških trgov ter prisotnost »blue chip« indeksov. Velikost delniških trgov je dejavnik, ki nam pove, kakšen pomen imajo ti trgi v nacionalnih ekonomijah. Večji kot je trg, večji je izbor naložb, med katerimi lahko pokojninski sklad izbira pri razporejanju svojega premoženja. Likvidnost trga je dejavnik, ki nam pojasni, kako hitro lahko pokojninski sklad določen vrednostni papir proda, ne da bi pri tem povzročil večje nihanje v sami ceni vrednostnega papirja. V »blue chip« indekse pa so zajete najbolj kakovostne in varne delnice na posameznih borzah in so s tega vidika primerna naložba za pokojninske sklade, ki svojega premoženja ne smejo izpostavljati prevelikemu tveganju.

Izračun kapitalizacije delniških trgov, merjene z deležem v BDP, se največkrat uporablja kot osnovno merilo za **velikost trgov** (Ribnikar, Košak, 2003, str. 129). Omenjeni kazalec nam pokaže, koliko so za posamezno državo pomembni delniški trgi. Nizek odstotek nam med drugim lahko pove, da podjetja ne verjamejo v delniški trg kot sredstvo za pridobivanje novih virov financiranja in posledično je tak trg slabše razvit.

Tabela 3 nam prikazuje velikost domačih delniških trgov starih držav članic EU leta 2001. V kapitalizacijo so zajete samo delnice domačih podjetij. Če upoštevamo zgornji kazalec kot sredstvo za ocenjevanje velikosti domačih delniških trgov, vidimo, da imajo delniški trgi velik pomen za pridobivanje kapitala na Finskem, v Veliki Britaniji in Luksemburgu. Tržna kapitalizacija domačih delnic je bila leta 2001 za 52,2 odstotka večja od BDP države v Veliki Britaniji, v Luksemburgu je bila tržna kapitalizacija domačih delnic večja od BDP za 25,4 odstotke, na Finskem pa je bila tržna kapitalizacija domačih delnic večja od BDP države za 57,6 odstotkov. Med države z nižjim kazalcem sodi Avstrija, kjer je kapitalizacija domačih delniških trgov kar za 86,6 odstotkov manjša od BDP države.

TABELA 3: Odstotek kapitalizacije domačih delnic v BDP države leta 2001 v starih članicah EU

država	odstotek kapitalizacije domačih delnic v BDP domače države
Avstrija	13,4
Belgija	NP
Danska	52,8
Finska	157,6
Francija	NP
Grčija	69,5
Irska	72,9
Italija	48,5
Luksemburg	125,4
Nemčija	58,1
Nizozemska	NP
Portugalska	NP
Španija	NP
Švedska	112,7
Velika Britanija	152,2

Vir: *Stock Markets` Importance in National Economy, 2004.*

Za razliko od tabele 3 so v tabeli 4 v kapitalizacijo zajete tako domače kot tudi tuje delnice, ki kotirajo na borzah pripadajočih držav, tako da je dejansko prikazana pomembnost celotnih delniških trgov.

TABELA 4: Odstotek kapitalizacije delniških trgov v BDP države leta 2001 v novih članicah EU

država	odstotek kapitalizacije delnic v BDP države
Estonija	27
Madžarska	18,7
Češka	15,4
Slovenija	15,3
Poljska	14
Litva	10
Latvija	9,2
Slovaška	3,3
Ciper	NP
Malta	NP

Vir: *Ribnikar, Košak, 2003, str. 130.*

Tudi če pri novih članicah v kapitalizacijo zajamemo tako domače kot tuje delnice, po velikosti kapitalski trgi leta 2001 niso dosegali razvitih delniških trgov, z izjemo Avstrije. Analiza zgornje tabele nam pokaže, da se podjetja v novih članicah v manjši meri odločajo za pridobivanje novih virov financiranja na delniških trgih.

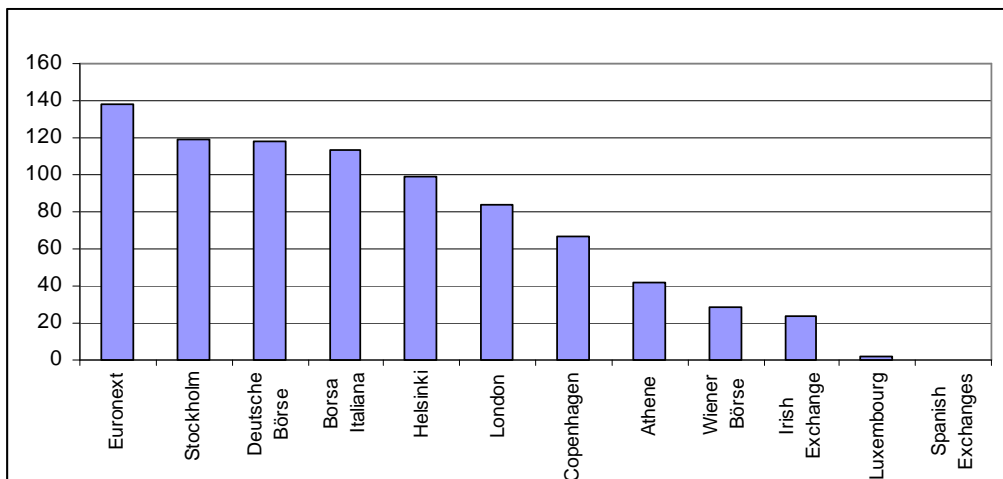
Najpomembnejše razloge za veliko manjši pomen delniških trgov v novih članicah EU lahko strnemo v nekaj točk. Prvič, delniški trgi v novih članicah imajo kratko zgodovino svojega razvoja in v tem kratek obdobju je bilo potrebno tako rekoč iz nič vzpostaviti celotno infrastrukturo za delovanje teh trgov, za kar so danes razvite države imele neprimerno več časa, saj je evolucija njihovih trgov potekala daljše obdobje. Drugič, neposredne tuje naložbe so bile pomemben element pri razvoju gospodarstev držav novih članic in so kot take predstavljale pomembno alternativo domačim finančnim virom pri financiranju gospodarstva. Tretjič, mnoga gospodarstva novih članic so v devetdesetih letih doživela ponovno recesijo, ki je tudi upočasnila razvoj kapitalskih trgov. Četrto, uradni trgi in delno regulirani trgi imajo v večini gospodarstev držav novih članic relativno stroge zahteve za uvrstitev vrednostnih papirjev v kotacijo, kar pomeni, da na teh trgih kotira razmeroma majhno število podjetij ter da se večina podjetij odloča za kotacijo na nereguliranem trgu. To zadnje pa bistveno poslabšuje zanimanje domačih in tujih institucionalnih vlagateljev za naložbe, saj jim zbiranje informacij o podjetjih, v katera bi želeli vlagati, povzroča preveč stroškov. Petič, premajhno število velikih podjetij, ki so potem, ko jih prevzamejo tuji lastniki, pogosto preoblikovana v podružnice matičnih podjetij ter tudi umaknjena iz borznih kotacij domačih borz vrednostnih papirjev (Ribnikar, Košak, 2003, str. 130).

V tej točki velja opozoriti še na možnost povezovanja borz novih članic z drugimi, večjimi evropskimi borzami. Vse države pristopnice, vključno s Češko, so glede na velikost finančnega trga dokaj nepomembne. Tako obstajata na trgu kapitala za praško borzo dve možnosti: ustanovitev srednjeevropske borze ali pridružitve eni od večjih evropskih borz, kot je Euronext (Syrovatka, 2003, str. 39). Borze novih članic so v evropskem merilu zelo majhne, tako lahko upravičeno pričakujemo, da obstaja realna možnost medsebojnega povezovanja omenjenih borz, alternativa je prevzem s strani večjih borz v regiji.

Pomemben dejavnik, ki opredeljuje učinkovitost kapitalskega trga, je njegova *likvidnost*. Likvidnost lahko opredelimo kot možnost takojšnje prodaje vrednostnih papirjev ob ceni, ki se približuje njegovi vrednosti (Renault et al., 2001, str. 2). Likvidnost kapitalskega trga je faktor, ki nam pojasni, ali bo lahko pokojninski sklad vrednostni papir prodal oziroma kupil, ne da bi povzročil večjo spremembo cene samega papirja. Eden od kazalcev, s katerim lahko merimo likvidnost kapitalskega trga, je kazalec letnega obrata tržne kapitalizacije (*ang. turnover ratio*) in nam prikazuje razmerje med vrednostjo prometa, ki se je v določenem obdobju z delnicami opravil na določeni borzi, in tržno kapitalizacijo delnic.

Slika 1 prikazuje količnik letnega obrata tržne kapitalizacije domačih delnic na reprezentativnih nacionalnih borzah v starih članicah EU v odstotkih. Kazalec letnega obrata tržne kapitalizacije je izračunan po naslednjem postopku: Najprej se za vsak mesec izračuna razmerje med prometom domačih delnic in tržno kapitalizacijo, razmerje se nato pomnoži z 12 ter se tako prilagodi letni osnovi. Iz na letno osnovo prilagojenih izračunov nato izračunamo drseče povprečje (Turnover Velocity of Domestic Shares, 2004).

SLIKA 1: Kazalci letnega obrata tržne kapitalizacije domačih delnic v odstotkih leta 2001 – stare članice EU

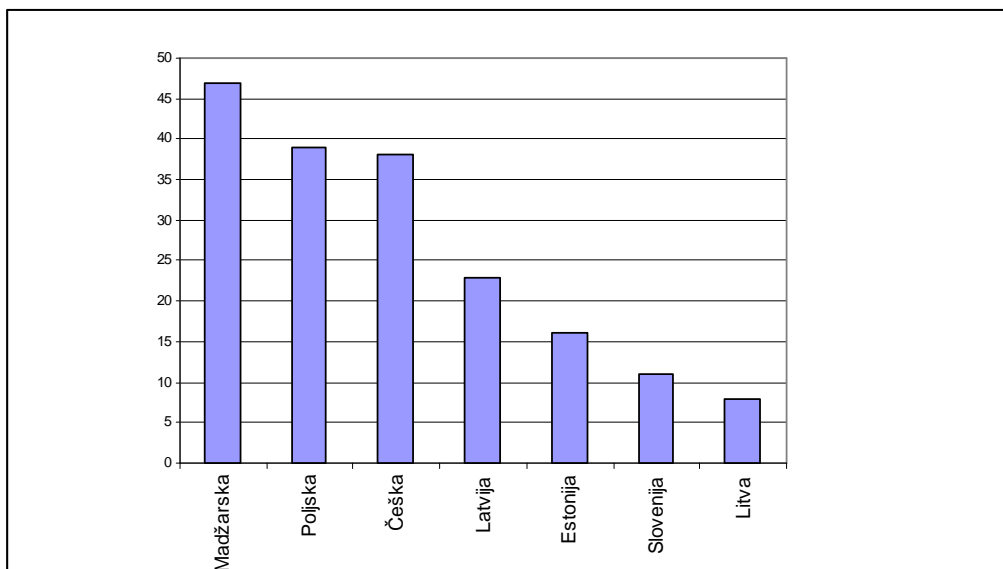


Opomba: Euronext je borza, ki je nastala 22. septembra 2000 z združitvijo pariške, amsterdamske in bruseljske borze. Leta 2002 je Euronext prevzel London International Financial Futures and Options Exchange, poleg tega so se združili še z lizbonsko borzo.

Vir: Statistics, 2004.

Analiza slike 1 nam pokaže, da so bile leta 2001 v EMU na pripadajočih nacionalnih trgih najbolj likvidne delnice Euronexta, najmanj pa luksemburške. Od borz držav, ki niso članice EMU, se najbolje uvršča štokholmska borza, najslabše pa kopenhagenska s 66,6 odstotki. Spodnja slika prikazuje likvidnost delniških trgov novih članic leta 2001. V kazalec letnega obrata tržne kapitalizacije so v spodnjem primeru zajete tako domače kot tuje delnice.

SLIKA 2: Kazalci letnega obrata tržne kapitalizacije celotnega delniškega trga v odstotkih leta 2001 – nove članice EU



Opombe: za Malto in Ciper ni podatka.

Vir: Pajuste, 2002, str. 6.

Leta 2001 so bile med novimi članicami najbolj likvidne varšavska, budimpeška in praška borza. Razlog je v zgodnji liberalizaciji trgov za tuje naložbe, pa tudi v stabilnem makroekonomskem okolju in močni gospodarski rasti v državah omenjenih borz (Deutsche Bank Research, 2001, str. 14). Litva in Slovenija sodita v skupini med najmanj likvidne.

»Blue chip« podjetja so za pokojninske sklade pomembna, ker predstavljajo v delniškem svetu relativno varno naložbo. Omenjena podjetja so sposobna plačevati dividende tudi v času recesije, na dolgi rok pa poleg tega prinašajo višjo donosnost kot obveznice. Obstaja več definicij »blue chip« podjetij. Mednarodna zveza borz (*ang. International Federation of Stock Exchanges*) opredeljuje »blue chip« delnice kot tiste, ki so največje po tržni kapitalizaciji in s katerimi se najbolj trguje. Enako definicijo uporablja ljubljanska borza, ki definira »blue chip« delnice kot največje in najlikvidnejše delnice borzne kotacije. Veselinovič (1995, str. 310) definira »blue chip« delnice kot navadne delnice podjetja, ki jih poznamo po kakovosti in velikem povpraševanju po njihovem proizvodu oziroma storitvi ter sposobnosti ustvarjanja denarnih prilivov in izplačila dividend.

TABELA 5: Glavni »blue chip« indeksi starih članic EU in njihova donosnost v letu 2003 v nacionalnih valutah

naziv borze	»blue chip« indeks	% sprememba konec 2003 glede na konec 2002
Deutsche Börse	DAX 30	37,1
Athens Exchange	FTSE/ASE 20	35,4
Wiener Börse	ATX	34,4
Luksemburg Stock Exchange	LuxX Price Index	29,9
Stockholmbörsen	OMX	29,9
Spanish Exchanges	IBEX 35	28,2
Copenhagen Stock Exchange	KFX	22,5
Helsinki Exchanges	HEX 25	18,4
Euronext Paris	CAC 40	16,1
Euronext Lisbona	PSI 20	15,8
London Stock Exchange	FTSE 100	13,6
Borsa Italiana	MIB 30	11,8
Euronext Brussels	BEL 20 Index	10,8
Euronext Amsterdam	AEX	4,6
Irish Stock Exchange	nima blue chip indeksa	/

Vir: Blue Chip Indexes, 2004.

Zgornja tabela nam prikazuje »blue chip« indekse starih držav članic. Pokojninski sklad, ki bi premoženje naložil enakomerno glede na posamezno sestavo »blue chip« indeksa na začetku leta 2003, bi najbolj zaslužil z nemškimi »blue chipi«, najmanj pa z amsterdamskimi. Poleg kapitalskega dobička bi slovenski pokojninski sklad v omenjenem letu prejel še dodaten dobiček iz naslova apreciacije evra glede na tolar.

Majhnost borz novih članic vpliva na to, da jih ima le polovica tako imenovan »blue chip« indeks. Razlog je v tem, da se na teh borzah trguje z manjšim številom delnic, tako da se je večina borz odločila za indekse, ki vključujejo kar vse delnice, s katerimi se na posameznih borzah trguje. Izračuni v tabeli 6 kažejo, da je v preučevanem obdobju najvišji donos v nacionalni valuti dosegel češki »blue chip« indeks, ciprski pa bi predstavljal slabo naložbo, saj je bila njegova donosnost negativna. Tako kot pri likvidnosti tudi pri donosnosti »blue chip« indeksov izstopajo madžarski, češki in poljski delniški trg.

TABELA 6: »Blue chip« indeksi novih članic in njihova donosnost v letu 2003 v nacionalnih valutah

država	»blue chip« indeks	odstotek 30. 12. 03/30. 12. 02
Ciper	FTSE/CYSE	-12,06
Češka	PX 50	43,06
Estonija	ga nima	/
Latvija	ga nima	/
Litva	ga nima	/
Madžarska	BUX	22,61
Malta	ga nima	/
Poljska	WIG 20	33,9
Slovaška	ga nima	/
Slovenija	SBI 20	17,71

Opombe: Indeks SBI 20 je 1. 4. 2003 spremenil svoj obseg, število delnic se je iz 20 zmanjšalo na 15. Gre za lastne izračune na podlagi formule: $\% \text{ sprememba indeksa} = \frac{\text{stanje indeksa } 30.12.03 - \text{stanje indeksa } 30.12.02}{\text{stanje indeksa } 30.12.02} * 100$.

Vir: Archive of Monthly Statistics, European Market Indices, 2004 ter Indices, 2004.

4.3.2 Dolžniški kapitalski trg

V segmentu dolžniškega kapitalskega trga so za pokojninske sklade pomembne predvsem obveznice. Obveznice lahko delimo v več skupin, z vidika slovenskih pokojninskih skladov pa sta pomembni predvsem delitvi glede na izdajatelja in glede na valuto. Glede na izdajatelja lahko delimo obveznice na državne, agencijske, komunalne in podjetniške. V sklopu delitve glede na valuto pa ločimo domače, tuje in evroobveznice. Omenjena delitev je pomembna predvsem iz dveh razlogov. Prvič, slovenski pokojninski skladi imajo večji delež premoženja naložen v državne vrednostne papirje. Omejitev glede na valuto naložbe pa je pomembna zaradi Direktive o dejavnosti in nadzoru institucij za poklicno in pokojninsko zavarovanje, ki omejuje pokojninske sklade pri vlaganju v naložbe, denominirane v tuji valuti. Pokojninski skladi naj namreč ne bi naložili več kot 30 % svojih sredstev v naložbe, ki so denominirane v drugačni valuti, kot so njene obveznosti. Sedaj so obveznosti pokojninskih skladov denominirane še v tolarjih, potrebno pa je upoštevati, da naj bi Slovenija okoli leta 2007 prevzela evro. Obveznosti pokojninskih skladov se bodo preoblikovale v evre, zgornja omejitev pa za kapitalski trg EU ne bo več predstavljala ovire. Zaradi obsežnosti obvezniškega trga EU bo v nadaljevanju analiza skoncentrirana predvsem na dolžniški trg državnih obveznic.

4.3.2.1 Državne obveznice

Država financira svojo potrošnjo preko obdavčevanja potrošnikov oziroma preko izposojanja z zadolževanjem. Obseg zadolževanja, to je obseg ponudbe obveznic, je odvisen od državnih potreb po zunanjem financiranju, torej od razlike med njenimi izdatki in dohodki iz naslova davkov (Graham, Cote, 2004, str. 7). Če torej država z davki ne pobere zadosti denarja, s katerim bo financirala svoje delovanje, se je prisiljena zadolževati. Eden od načinov zadolževanja je izdaja obveznic. Državne obveznice izdaja vlada oziroma finančno ministrstvo. Gre za obveznice najvišje kakovosti, katerih cilj je financiranje proračunskih primanjkljajev in državnih naložb (Jazbec, 2003). Glavna prednost državnih obveznic pred drugimi naložbami je nizko tveganje, da naložen znesek ne bo povrnjen. Država lahko namreč po potrebi davke zviša ter tako poskrbi, da se nastala obveznost povrne. Zaradi nizkega tveganja neizpolnitve obveznosti so tudi donosnosti državnih obveznic nižje. Poleg državnih so pomembne tudi komunalne obveznice, saj država pri njih nastopa v funkciji poroka. Komunalne obveznice so obveznice federalnih enot, občin, mest in drugih, ki imajo komunalni značaj, npr. bolnišnica in univerza, ki na ta način zberejo potrebna sredstva za svoje delovanje (Jazbec, 2003).

Privatni agenti, kot so na primer pokojninski skladi, kupujejo državne obveznice, ker jih vlagatelji obravnavajo kot netvegane naložbe, kot posledica tega pa se državne obveznice uporabljajo tudi kot kriterij za primerjavo (*ang. benchmark*) za vrednotenje podjetniških obveznic s fiksnim donosom in za zavarovanje pred tveganjem spremembe obrestne mere (Menkveld, Cheung, De Jong, 2004, str. 7).

Z evropskimi državnimi obveznicami se pospešeno trguje na tako imenovanem elektronskem trgovanem sistemu, ki izvira iz Italije, imenovanem Mercato dei Titoli di Stato (MTS). Leta 1999 je bil na MTS uveden vseevropski program, na katerem se trguje z državnimi obveznicami in z visokokakovostnimi nedežavnimi obveznicami. Posledica uvedbe novega programa je bilo zmanjšanje stroškov čezmejnega trgovanja in povečanje transparentnosti (Menkveld, Cheung, De Jong, 2004, str. 9).

Obveznice slovenske države predstavljajo pomemben delež skupne aktive slovenskih pokojninskih skladov. Sicer ne moremo posplošiti, da bodo slovenski pokojninski skladi avtomatično vlagali v državne vrednostne papirje držav članic, ker imajo v svojem premoženju velik delež državnih vrednostnih papirjev slovenske države, saj je tako velik delež večinoma posledica zahtev po zajamčeni donosnosti. So pa državni vrednostni papirji varna naložba, ki prinaša relativno majhno tveganje, zato lahko predpostavljamo, da je taka naložba zanj z vidika varnosti zanimiva. Pomembno je tudi poudariti, da lahko z vstopom Slovenije v EMU pričakujemo postopno približevanje donosnosti slovenskih državnih vrednostnih papirjev tistim ostalih držav članic EMU. Razlog najdemo v tako imenovanem »zakonu ene cene«. V pogojih popolne konkurence, za katero so značilni številni popolnoma informirani kupci in prodajalci, morajo biti cene identičnega blaga, seveda prilagojene z ustreznim deviznim tečajem, in enako tvegane finančne premoženja enake po vsem svetu (Mrak, 2002, str. 160). Državne obveznice niso izjema. Sedaj je glavna ovira pri izenačevanju donosnosti valutno tveganje ter posledično višji transakcijski stroški. Vstop v EMU bo situacijo spremenil.

Na kapitalskih trgih EMU je konvergenca donosnosti državnih obveznic že izrazita, na kar je v večji meri vplivala harmonizacija monetarne in fiskalne politike na poti nastanka omenjene integracije (Graham, Cote, 2004, str. 2). Posledično je uvedba evra povečala stopnjo nadomeščanja državnih obveznic evroobmočja. Na to območje se vse bolj gleda kot na enoten trg, ki je primerljiv v velikosti z japonskim in ameriškim. Posebnost evrotrga, glede na omenjena dva, pa je v raznolikosti izdajateljev in v raznolikosti njihovih kreditnih ocen (Menkveld, Cheung, De Jong, 2004, str. 8).

Kot poudarjajo Adam in sodelavci (2002), so razlike v obrestnih merah najbolj pogosto merilo za ugotavljanje integracije kreditnih trgov. Na območjih z enotno valuto ni tveganja deprecijacije, kar pomeni, da bodo, v odsotnosti transakcijskih stroškov ali drugačne oblike segmentacije trga, donosnosti po davkih za finančne naložbe z enako dospelostjo in enakim kreditnim tveganjem enake (Adam et al., 2002, str. 6). Spodnji tabeli prikazujeta pomen države na obvezniških trgih EU.

TABELA 7: Vrednost obveznic, ki so na seznamih posameznih borz starih članic, v milijonih EUR leta 2002

	skupaj	domači privatni sektor	domači javni sektor	tuji sektor	% države v skupaj
Athens Exchange	113.801,4	469,3	113.332,0	0,0	99,59
Borsa Italiana	1.131.413,6	49.063,2	1.061.726,6	20.623,7	93,84
Copenhagen Stock Exchange	323.669,9	223.768,7	98.465,3	1.435,9	30,42
Deutsche Börse	NA	NA	NA	NA	NA
Euronext	NA	NA	NA	NA	NA
Helsinki Exchanges	NA	NA	NA	NA	NA
Irish Stock Exchange	NA	NA	22.189,2	NA	NA
London Stock Exchange	1.526.685,9	590.317,2	402.392,6	533.976,2	26,36
Luxembourg Stock Exchange	4.657.841,9	94.951,8	621,0	4.562.269,1	0,01
Spanish Exchanges	NA	NA	NA	NA	NA
Stockholmbörsen	146.953,4	70.164,0	75.262,7	1.526,7	51,22
Wiener Börsen	149.387,4	43.081,1	103.155,5	3.150,8	69,05

Opombe: Podatki predstavljajo število obveznic, s katerimi se je trgovalo na posameznih borzah, pomnoženo z njihovo ceno na koncu leta. Originalni podatki so v USD. Vrednosti so se zaradi primerljivosti preračunale iz USD v evre na podlagi tečaja USD/EUR, ki je 31. 12. 2002 znašal 1,0487 USD/EUR. NA: podatek ni na voljo.

Vir: Value of Bond Listed, 2004.

Tabela 7 (na strani 29) prikazuje obseg državnega zadolževanja v starih članicah EU: Na podlagi razpoložljivih podatkov lahko opazimo, da ima država v južnoevropskih državah večji pomen v trgovanju z obveznicami kot v severnoevropskih državah. Absolutno gledano ima največji trg državnih obveznic Italija. Italijanski obvezniški trg je eden največjih na svetu in zaradi velikega primanjkljaja v proračunu največji v Evropi (Rindi, Cheung, De Jong, 2003, str. 6).

Tabela 8 nam prikazuje obvezniški trg novih članic EU. Relativno gledano imajo državne obveznice velik pomen v vseh novih članicah, najmanjši odstotek državnega zadolževanja pa imajo na Češkem. Absolutno gledano imajo največji državni obvezniški trg na Češkem, Madžarskem in Poljskem. Estonski obvezniški trg je za evropski prostor zanemarljivo majhen.

TABELA 8: Dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo nad 1 letom leta 2002 – nove članice EU

država	skupaj dolgoročne obveznice	centralna in ostala splošna vlada	% centralne in splošne vlade v skupaj
Ciper	4717,3	3919,9	83,10
Češka	13002,6	8320	63,99
Estonija	165,3	116,5	70,48
Latvija	937	841	89,75
Litva	2170	2066,7	95,24
Madžarska	29903,7	23712	79,29
Malta	2313,1	1943,9	84,04
Poljska	51274,4	43569,9	84,97
Slovaška	6922,9	6754,1	97,56
Slovenija	6634,4	6103,31	91,99

Opombe: Iz definicij ECB lahko razberemo, da sodi pod centralno vlado in ostalo splošno vlado (ang. central government and other general government) država s svojimi agencijami ter javnimi podjetji. V omenjeno kategorijo ne sodijo centralne banke posameznih držav. Več informacij je v poročilu ECB Bond Markets and Long Term Interest Rates in EU Accession Countries, 2003.

Vir: Evropska centralna banka, 2003.

5 VLAGANJE NA MEDNARODNIH TRGIH S Poudarkom NA KAPITALSKIH TRGIH EVROPSKE UNIJE

5.1 Sodobna premoženjska teorija

Pri oblikovanju premoženja pokojninskega sklada po navadi izhajamo iz tveganja. Tveganje premoženja pokojninskega sklada lahko v grobem delimo na sistematično in nesistematično tveganje. Sistematično tveganje je odvisno od gospodarskih razmer, ki vladajo v posamezni državi, nesistematično tveganje pa izhaja iz dejavnikov, ki vplivajo na podjetje, katerega vrednostne papirje ima pokojninski sklad v svojem premoženju. Sodobna premoženjska teorija pravi, da lahko z razpršitvijo premoženja na domačem finančnem trgu odpravimo nesistematično tveganje, medtem ko sistematičnega tveganja, ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev v določenem gospodarstvu, na ta način ne moremo odpraviti. Sistematično tveganje lahko delno zmanjšamo samo z nalaganjem premoženja v vrednostne papirje na različnih trgih kapitala (Kleindienst, 2001a, str. 399). Sistematično tveganje je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev v državi. Ti se od države do države razlikujejo. Torej je razumljivo, da bomo z mednarodno razpršitvijo premoženja zmanjšali tudi sistematično tveganje.

Sodobna premoženjska teorija opredeljuje svetovno premoženje kot optimalno tvegano premoženje v polnoučinkovitem in povezanem mednarodnem kapitalskem trgu. Mednarodna razpršitev lahko zmanjša tveganje brez žrtvovanja pričakovanega donosa. Globalna razpršitev bo dvignila pričakovan donos ob danem tveganju. Koristi razpršitve so sestavljene iz zmanjšanja tveganja, saj vlagamo na trgih, ki relativno ne korelirajo ali negativno korelirajo z vlagateljevim domačim trgom. Mednarodna razpršitev zmanjša tveganje hitreje kot domača razpršitev, saj je gibanje donosa domačih vrednostnih papirjev močnejše povezano zaradi specifičnih državnih šokov, katerim so podvrženi Taka razpršitev naj bi pokrivala tako delnice kot obveznice. Premoženja, ki so sestavljena samo iz delnic, prikazujejo znatno višje tveganje za enak nivo donosa kot premoženja, sestavljena tako iz delnic kot obveznic (Valdes-Prieto et al., 1997, str. 233).

5.2 Mednarodna razpršitev

Ko se odločamo za mednarodno premoženje, moramo upoštevati vse naložbene odločitve, ki se nanašajo na domači kapitalski trg, poleg tega pa moramo upoštevati še valutno tveganje in nameniti poseben poudarek izbiri države, na kapitalskem trgu katere želimo vlagati (Elton, 2003, str. 282).

Možni dejavniki, ki lahko tako vplivajo na odločitev pokojninskega sklada o izbiri tujih kapitalskih trgov, na katere bo razporejal svoje premoženje, so: velikost in likvidnost domačega kapitalskega trga proti tujemu kapitalskemu trgu, valutno tveganje, donosnost in tveganje vrednostnega papirja tako na domačem kot tujem kapitalskem trgu ter korelacijski koeficienti, ki nam pokažejo, kako sta se gibal donosnosti dveh naložb. Pomembni pa so tudi deželno tveganje in davki.

5.2.1 Velikost in likvidnost domačega kapitalskega trga proti tujemu

Velikost domačega trga kapitala in delež premoženja skladov, ki je naložen doma, naj bi bila po mnenju nekaterih strokovnjakov obratno povezana. Manjše kot je gospodarstvo in manjši kot je trg kapitala, večji naj bi bil delež premoženja, ki naj bi ga skladi s tega območja vložili na tuje trge. To še posebej velja za pokojninske sklade, ki so preveliki glede na velikost domačega trga kapitala (Cencelj, 2002, str. 24). V državah, kjer je finančni trg velik in dobro razvit, je več možnosti najti naložbe, katerih donosi med seboj nizko ali negativno korelirajo, zato je potreba po vlaganju v tujino manjša. Na manjših trgih pa so take možnosti manjše, zato je vlaganje na tuje trge skoraj nuja.

Slovenski kapitalski trg je glede na trge ostalih držav članic zelo majhen. Z naraščanjem upravljanih sredstev bodo pokojninski skladi prisiljeni premoženje razpršiti tudi na druge države EU, saj bo na domačem trgu zmanjkalo njim primernih naložb.

5.2.2 Valutno tveganje

Slovenski pokojninski skladi se bodo z vlaganjem na mednarodnih kapitalskih trgih srečevali tudi z valutnim tveganjem oziroma tveganjem spremembe deviznih tečajev. Sprememba deviznih tečajev lahko povzroči, da se vrednost tuje naložbe, izražene v domači valuti, zmanjša. Donos na tujo naložbo v domači valuti se lahko zelo razlikuje od donosa, ki jo ima ta ista naložba na lokalnem trgu. Pokojninski sklad mora tako pri računanju donosnosti upoštevati še valutno tveganje. Tako je z vidika slovenskega pokojninskega sklada donos v tujini, izražen v tolarjih, enak:

$$(I + R_{slo}) = (I + R_x) * (I + R_h) \quad 1.4$$

R_{slo} predstavlja donosnost vrednostnega papirja, izraženo v tolarjih, R_x je relativna sprememba tuje valute proti slovenskemu tolarju, R_h pa donosnost dotičnega vrednostnega papirja, izražena v lokalni valuti vrednostnega papirja (Elton, 2003, str. 264-265).

Kako pomembno je pri vlaganju na mednarodnih kapitalskih trgih upoštevati valutno tveganje, nam pokaže naslednji primer. Delnice na turškem trgu kapitala so leta 1994 vlagatelju v turški valuti prinesle zadovoljivo 31,5-odstotno donosnost, v dolarjih pa so delničarji izgubili kar polovico vrednosti svojih prihrankov. Ta razlika v donosnosti je bila posledica visoke inflacije v Turčiji in posledičnega zmanjšanja vrednosti domače valute (Kleindienst, 2001a, str. 405).

Valutno tveganje lahko zmanjšamo s premoženjem naložb, ki so normirane v različnih tujih valutah. Spremembe različnih deviznih tečajev niso v popolni korelaciji, zato lahko pričakujemo, da se bo kapitalska izguba premoženja zaradi znižanja vrednosti določene naložbe, ki je posledica padca vrednosti tečaja, pokrila s kapitalskim dobičkom, ki bo posledica višjega deviznega tečaja druge naložbe, normirane v drugi tuji valuti (Herič, 2002, str. 52). Drugi način, s katerim se lahko slovenski pokojninski skladi zavarujejo pred valutnim tveganjem, je terminska prodaja tujih valut. Pokojninski sklad se lahko odloči za terminsko prodajo posamezne tuje valute in se s tem izogne neugodnim spremembam deviznih tečajev. Gre za enostaven pristop zavarovanja premoženja pred valutnim tveganjem, ki bo postal aktualen, ko bo Slovenija v celoti prilagodila zakonodajo Direktivi o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje. Obstoječa zakonodaja uporabe terminskih pogodb še ne omogoča.

Slovenija je 27. junija 2004, poleg Litve in Estonije, vstopila v tako imenovani sistem deviznih tečajev ERM 2 (*ang. exchange rate mechanism*). V dogovoru z Evropsko centralno banko se je določil centralni tečaj tolarja proti evru, okoli katerega bo tečaj lahko nihal največ za 15 %. Pariteta znaša 239,640 tolarjev za 1 evro. Namen vključitve je zagotoviti stabilnost tečaja pred dokončnim sprejetjem evra kot uradne valute. Načeloma pa naj bi ta vstop zmanjšal tudi tveganje za evro. Že vključitev v ERM 2 naj bi za slovenske pokojninske sklade povzročila, da se bo valutno tveganje v razmerju do evra zmanjšalo. Zmanjšalo pa naj bi se tudi v razmerju do

nekaterih³ drugih evropskih valut, saj se morajo vse države, ki niso članice evroobmočja, vključiti v ERM 2. Tolar naj bi bil zaradi paritete, ki je določena v razmerju do evra, bolj stabilen, kar naj bi znižalo valutno tveganje za evro. Zmanjšalo pa naj bi se tudi za druge valute držav EU, saj bo večinoma tudi sama morala določiti pariteto do evra, kar naj bi vplivalo na manjše nihanje tečajev na območju EU.

Drugačno je stališče skeptikov o ERM 2. Ti gledajo na ta sistem kot na potencialen vir nestabilnosti. Predstavniki EU pravijo, da je ERM 2 stabilen ter fleksibilen dogovor o gibanju deviznih tečajev, ki naj bi državam pristopnicam koristil kot čakalnica, preden bodo pripravljene za prevzem evra. Obstaja pa tudi nasproten pogled, ki gleda na ERM 2 kot na potencialno nevaren mehanizem gibanja deviznih tečajev, ki naj bi namesto da bi pripravil države na prevzem evra brez večjih pretresov, pripeljal države pristopnice do finančnih kriz ter jih preusmeril od njihovega dogovora za evro, kar odloži njihov pristop v evroobmočje v nedorečeno prihodnost. Vredno je namreč opomniti, da je ERM 2 v osnovi prilagojen fiksen tip režima deviznih tečajev (*ang. adjustable peg type of the exchange rate regimes*). Kot tak pripada tako imenovanim vmesnim režimom deviznih tečajev (*ang. intermediate exchange rate regimes*), ki so se izkazali kot potencialno nestabilni, ranljivi in nevarni. Če trgi želijo preizkusiti pripravljenost centralne banke, da bo zaščitila uraden devizni tečaj, za katerega špekulanti menijo, da ni primeren, so lahko izpostavljeni špekulaciji (Lavrač, 2003, str. 12).

Predvidoma naj bi evro postal tudi slovenska uradna valuta leta 2007, ko bo valutno tveganje za države EMU v celoti odpravljeno, ostalo pa bo za države, ki bodo ostale zunaj omenjene integracije. Danska, Estonija, Litva in Slovenija že sodelujejo v ERM2, ostale nove članice pa se bodo v omenjeni sistem vključile v prihodnosti. Tako lahko pričakujemo stabilizacijo deviznih tečajev proti evru, to pa vpliva na povečano razpršitev premoženja v sklopu EU. Sicer pa je uvedba evra najbolj vplivala na ponudbo storitev za razpršitev premoženj, saj je čezmejna razpršitev postala cenejša in manj tvegana, zanj pa tudi ne veljajo prejšnje valutne zakonske omejitve (Doumont, 2003, str. 16).

5.2.3 Tveganje in donosnost posameznega finančnega instrumenta

Upravljavec pokojninskega sklada mora poskušati predvideti prihodnji denarni tok določene finančne naložbe, toda ta je redkokdaj gotov. Gotovost denarnega toka posamezne finančne naložbe pomeni, da bo pričakovana donosnost enaka realizirani. Ker to pogosto ne drži, moramo za posamezne finančne naložbe ugotavljati njihovo tveganje. Tveganje posamezne finančne naložbe lahko merimo z varianco oziroma s standardnim odklonom. Standardni odklon izračunamo na podlagi preteklega gibanja donosnosti po naslednji formuli:⁴

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2} \quad 1.5$$

³ Za nove članice je vključitev v ERM 2 obvezna, stare članice pa so lahko leta 1999 za nedoločen čas odložile prehod v enotno skupno valuto. VB se ni odločila za evro, Danci in Švedi pa so evro zavrnili na referendumu. Kljub temu pa so se Danci odločili za sodelovanje v ERM 2.

⁴ Standardni odklon predstavlja kvadratni koren variance.

Pri čemer predstavljajo: r_i je stopnja donosa v podobdobju i , \bar{r} je povprečna stopnja donosa v preučevanem obdobju, n je število obdobjij. Standardni odklon donosnosti premoženja je zaradi nepopolne povezanosti stopenj donosa posameznih naložb v različnih obdobjih manjši od tehtane aritmetične sredine standardnih odklonov posameznih naložb (Kleindienst, 1996, str. 6). Kot je bilo že omenjeno, ločimo sistematično in nesistematično tveganje. Standardni odklon nam pokaže celotno tveganje finančne naložbe, kar vključuje obe obliki tveganja.

Poleg samega tveganja pa mora pokojninski sklad upoštevati tudi naklonjenost svojih zavarovancev do tveganja. Pokojninski sklad ima namreč med svojimi zavarovanci različne skupine vlagateljev. Ti so lahko tveganju naklonjeni, nenaklonjeni ali do tveganja nevtralni. Tveganju naklonjenemu vlagatelju tvegane naložbe prinašajo večjo koristnost od tistih manj tveganih, nenaklonjeni vlagatelji vidijo v naložbah z manjšim tveganjem večjo koristnost in posledično za višje tveganje zahtevajo višjo donosnost. Nevtralni vlagatelji pa so do tveganja indiferentni. Na splošno pa pokojninski skladi pri oblikovanju svojega premoženja upoštevajo, da so vlagatelji tveganju nenaklonjeni.

Kot lahko razberemo iz enačbe 1.5, je tveganje kategorija, ki se izračuna iz pretekle donosnosti določene finančne naložbe. Donos nam označuje število denarnih enot, ki jih prejme vlagatelj v določenem obdobju iz naslova obresti oziroma dividend in iz naslova kapitalskega dobička oziroma izgube. Donosnost pa je donos, izražen relativno glede na vloženi znesek (Berk, Lončarski, Zajc, 2002, str. 54). Donosnost nam torej pove znesek, ki ga pokojninski sklad zasluži v preučevanem obdobju, glede na znesek, ki ga je vložil. Donosnosti posameznih finančnih naložb se razlikujejo med seboj, prav tako pa se razlikujejo donosnosti, ki jih posamezni vlagatelji dosežejo na različnih trgih kapitala.

Donosnost naložb na različnih trgih kapitala se na dolgi rok pomembno razlikujejo, ker so gospodarstva v različnih fazah poslovnega cikla in ker na gospodarstva ali večja gospodarska območja v različnih obdobjih vplivajo različni dejavniki (Cencelj, 2002, str. 24). Čeprav pretekla donosnost in tveganje ne obljubljata, da se bosta enako gibala tudi v prihodnosti, pa se vlagatelji o prihodnjem vlaganju odločajo prav na podlagi zgodovinskih podatkov o gibanju omenjenih kategorij. V nadaljevanju sta donosnost in tveganje prikazana na evropskih delniških in obvezniških trgih skozi empirične podatke.

5.2.3.1 Delniški trgi

Tabela 9 nam prikazuje letno donosnost delniških indeksov in varianco nekaterih starih držav članic EU v obdobju od januarja 1990 do decembra 2000. Donosnost je zaradi primerjave izražena v USD.

V preučevanem obdobju je najvišjo donosnost ob določeni stopnji tveganja v ameriških dolarjih dosegel delniški trg Nizozemske, najmanj donosen pa je bil avstrijski. Na evropskih delniških trgih v preučevanem obdobju obstajajo velike razlike v letnih donosnostih, te so se gibale v razponu med 8,22 odstotki in 15,83 odstotki, če izključimo ekstrema.

TABELA 9: Tveganje in donosnost Morgan Stanley Capital International indeksov v obdobju 1990–2000 v USD – stare članice EU

država	letna donosnost v USD (v %)	varianca v USD (v %)
Avstrija	0,82	24,5
Belgija	10,46	15,86
Danska	NP	NP
Finska	NP	NP
Francija	13,37	17,76
Grčija	NP	NP
Nemčija	12,32	20,13
Irska	NP	NP
Italija	8,22	25,29
Luksemburg	NP	NP
Nizozemska	15,83	15,5
Portugalska	NP	NP
Španija	11,96	23,27
Švedska	17,81	24,21
VB	12,28	15,59

Vir: Elton, 2003, str. 274.

Tveganje in donosnost nekaterih novih članic EU pa prikazuje tabela 10. Stare članice EU so zajete v indeksu MSCI Evropa (*ang. Morgan Stanley Capital International Europe*). Med pridruženimi članicami je edino madžarski delniški trg dosegel donose v ameriških dolarjih, ki so bili približno enaki evropskemu indeksu, vendar mu je take donose uspelo doseči ob bistveno višjem tveganju kot evropskim delniškim trgov.

TABELA 10: Tveganje in donosnost določenih delniških indeksov novih članic EU ter MSCI Evropa v obdobju junij 1994–junij 2001 v USD

država	mesečna donosnost (v %)	standardni odklon (v %)
Češka	-1,07	8,51
Estonija	0,0	13,54
Madžarska	0,52	10,78
Poljska	-0,50	12,38
Slovenija	-0,64	7,66
Latvija	-0,02	14,46
Litva	-0,14	11,88
Malta	NP	NP
Slovaška	-1,79	7,30
Ciper	NP	NP
Evropa	0,74	4,14

Opombe: V izračune so bili upoštevani naslednji delniški indeksi: Češka: PX50; Estonija: TALSE; Madžarska: BUX; Poljska: WIG; Slovenija: SBI20; Latvija: DJRSE; Litva: LITIN-G; Slovaška: SAX; Evropa: MSCI Europe.¹ MSCI Evropa obsega naslednje države: Avstrija, Belgija, Nizozemska, Nemčija, Italija, Irska, Norveška, Švica, VB, Portugalska, Španija, Francija, Danska, Grčija, Finska in Švedska.

Vir: Pajuuste, 2002, str. 10.

5.2.3.2 Obvezniški trg

Analizo celotnega obvezniškega trga EU je zaradi obsežnosti tega segmenta kapitalskega trga težko narediti, zato se je analiza omejila na državne obveznice, ki so v Evropi bistvene za doseganje Maastrichtskega kriterija o dolgoročnih obrestnih merah.⁵ Donosnosti so v nacionalni valuti posameznih držav, tako je potrebno ob primerjanju podatkov za države, ki niso članice EMU, upoštevati še spremembo deviznih tečajev. Gre za državne obveznice, katerih dospelost se približuje 10. letu. Na podlagi mesečnih podatkov o letnih donosnostih (glej prilogo) so v tabeli podani izračuni povprečne donosnosti in standardnega odklona za posamezne državne obveznice. Tu je smiselno države deliti v dve skupini: države EMU in ostale države EU. V sklopu EMU so namreč vse donosnosti izražene v evrih, tako valutnega tveganja pri medsebojni primerjavi ni potrebno upoštevati. V ostalih državah EU pa donosnosti ne moremo neposredno primerjati med seboj, saj bi morali upoštevati še medsebojno gibanje tečaja posameznih valut držav članic. Kot nam prikazuje tabela 11, v EMU obstajajo majhne razlike v povprečni donosnosti državnih obveznic. Na enoto tveganja pa so kljub temu v preučevanem obdobju najvišjo donosnost prinesle grške in italijanske državne obveznice.

TABELA 11: Povprečna letna donosnost in standardni odklon za EMU državne obveznice, katerih dospelost se približuje 10. letu, v nacionalnih valutah, v obdobju avgust 2003–avgust 2004

država	povprečje	stand odklon
Belgija	4,29	0,10
Nemčija	4,18	0,11
Grčija	4,38	0,10
Španija	4,24	0,11
Francija	4,23	0,12
Irska	4,22	0,12
Italija	4,38	0,10
Luksemburg	3,06	0,20
Nizozemska	4,23	0,13
Avstrija	4,30	0,10
Portugalska	4,30	0,13
Finska	4,23	0,14

Vir: ECB, 2004 in lastni izračuni.

Tabela 12 prikazuje donosnost in tveganje državnih obveznic držav članic EU, ki pa niso članice EMU. Z vstopom omenjenih držav v EMU pa lahko pričakujemo, da se bodo zaradi zakona ene cene donosnosti in tveganja približevale vrednostim v tabeli 11.

⁵ Dolgoročne obrestne mere ne smejo presežati povprečne obrestne mere v treh državah EU z najnižjo inflacijo za več kot 2 %.

TABELA 12: Povprečna letna donosnost in standardni odklon za državne obveznice nečlanic EMU, katerih dospelost se približuje 10. letu, v nacionalnih valutah, v obdobju avgust 2003–avgust 2004

država	povprečje	stand odklon
Češka	4,70	0,27
Ciper	5,16	0,66
Latvija	4,96	0,08
Litva	4,71	0,20
Estonija	/	/
Madžarska	8,05	0,56
Malta	4,69	0,04
Poljska	6,82	0,55
Slovenija	5,27	0,71
Slovaška	5,12	0,14
Danska	4,41	0,13
Švedska	4,68	0,13
VB	4,97	0,16

Opombe: Estonija ima omejeno državno zadolževanje in trenutno ni primerljivih dolgoročnih obveznic na kapitalnem trgu.

Vir: ECB, 2004 in lastni izračuni.

5.2.4 Korelacijski koeficienti med donosnostjo posameznih finančnih instrumentov

Korelacijske koeficiente ugotavljamo zato, ker lahko s premišljeno uporabo tega koeficienta zmanjšamo tveganje premoženja. Če v premoženje tako vključimo naložbe, katerih donosnost korelira negativno ali nizko pozitivno, zmanjšamo tveganje, če pa v premoženje vključimo naložbe, katerih korelacijski koeficienti se približujejo 1, z razpršitvijo premoženja tveganja ne bomo zmanjšali. Vrednost korelacijskega koeficienta se lahko giba med -1 in 1 .

Korelacijski koeficient izračunamo po naslednji formuli:

$$\rho_{1,2} = \frac{\sum_{i=1}^n (r_{1i} - \bar{r}_1) * (r_{2i} - \bar{r}_2)}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (r_{1i} - \bar{r}_1)^2 * \sum_{i=1}^n (r_{2i} - \bar{r}_2)^2}} \quad 1.6$$

Pri čemer je $\rho_{1,2}$ korelacijski koeficient med stopnjami donosa naložbe 1 in naložbe 2. r_{1i} in r_{2i} predstavljata stopnjo donosa naložbe 1 oziroma naložbe 2 v obdobju i . \bar{r}_1 in \bar{r}_2 sta povprečni stopnji donosa naložbe 1 in naložbe 2 v preučevanem obdobju, n je pa število obdobj. Standardni odklon donosnosti premoženja je manjši od tehtane aritmetične sredine standardnih odklonov donosnosti posameznih naložb, kadar je korelacijski koeficient stopenj donosa vsaj dveh naložb manjši od 1. Čim manjši so korelacijski koeficienti stopenj donosa med posameznimi naložbami, tem večja je možna pridobitev razpršitve premoženja. V primeru

popolne negativne povezanosti stopenj donosa dveh naložb je mogoče najti takšno kombinacijo naložb, ki popolnoma odpravi tveganje premoženja (Kleindienst, 1996, str. 7).

Korelacijski koeficienti med državami bodo tem večji, čim večja bo ekonomska povezava dveh držav oziroma čim večja bo geografska bližina posameznih trgov ter čim pomembnejši bo določen trg kapitala v svetovnem merilu. Proces globalizacije je sicer pripomogel k temu, da so gospodarska gibanja bolj usklajena kot v preteklosti in da se veliki narodnogospodarski ter finančni pretresi do neke mere odrazijo na vseh finančnih trgih po svetu, vendar prednosti mednarodne razpršitve premoženja ni mogel odpraviti. Različni trgi kapitala še zdaleč ne dosejajo popolne korelacije oziroma usklajenosti dolgoročnih donosnosti naložb. Stopnja povezave donosnosti trgov naj bi se gibala nekje med 0,16 in 0,86, z večino trgov v razponu od 0,4 do 0,7 (Cencelj, 2002, str. 24).

Ker korelacijske koeficiente izračunamo na podlagi pretekle donosnosti posameznih vrednostnih papirjev, lahko, zaradi izenačevanja donosnosti vrednostnih papirjev evroobmočja, posledično pričakujemo višje korelacijske koeficiente med državami evroobmočja ter nekoliko nižje, če ugotavljamo korelacijo med gibanjem donosnosti vrednostnih papirjev države članice in nečlanice evroobmočja.

Obstajajo različni razlogi, ki kažejo na to, da lahko pričakujemo povišano integracijo kapitalskih trgov EMU. Prvič, uvedba enotne valute je odpravila valutne fluktuacije med državami evroobmočja. Kot posledica so izginili stroški zavarovanja valutnega tveganja kot ovira za mednarodno vlaganje. Drugič, uvedba evra je neposredno odstranila številne ovire pri mednarodnem vlaganju. Usklajevalno pravilo EU, ki zahteva, da morajo biti obveznosti v tuji valuti usklajene s sredstvi v isti valuti, sedaj ni več ovira, tako da to več ne preprečuje finančnim institucijam z obveznostmi v evrih, da bi vlagale v katero koli državo v sklopu EMU. Tretjič, po odpravi valutnega tveganja je večja verjetnost, da se bodo vlagatelji osredinili na ostala tveganja, kot so kreditno, likvidnostno, poravnalno in pravno tveganje. Kot posledica so izdajatelji vrednostnih papirjev stimulirani, da zmanjšajo omenjena tveganja. Četrto, večja ekonomska integracija, povezovanje monetarne politike in pravila fiskalne politike, ki jih predpisuje pakt o rasti in stabilnosti, so povzročili konvergenco inflacijskih stopenj (Lieven, Vander, 2001, str. 2). V nadaljevanju so prikazani korelacijski koeficienti na evropskih delniških in obvezniških trgih.

5.2.4.1 Delniški trg

Tabela 13 prikazuje korelacijske koeficiente za Morgan Stanley Capital International indekse za delniške trge. Večina evropskih držav izkazuje visoke korelacijske koeficiente, kar lahko pojasnimo s povezovanjem držav v sklopu EU. Na podjetja, ki delujejo v evropskem prostoru, namreč delujejo enaki, za regijo značilni dejavniki. Tabela nam prikazuje korelacijske koeficiente delniških trgov, preden je večina držav EU prevzela evro kot svojo uradno valuto.

TABELA 13: Korelacijski koeficienti med delniškimi indeksi, merjeni v ameriških dolarjih, v obdobju od 1991 do 2000 za nekatere stare članice EU

država								
Avstrija								
Belgija	0,459							
Francija	0,505	0,68						
Nemčija	0,671	0,61	0,75					
Italija	0,358	0,4	0,49	0,495				
Nizozemska	0,578	0,74	0,76	0,74	0,429			
Španija	0,422	0,52	0,68	0,606	0,575	0,599		
Švedska	0,364	0,35	0,6	0,639	0,48	0,577	0,69	
VB	0,519	0,58	0,64	0,594	0,313	0,722	0,6	0,523

Vir: Elton., 2003, str. 267.

Pajuste (2002, str. 13) je pod drobnogled vzela osem držav, ki so s prvim majem postale polnopravne članice EU. V analizi je ugotavljala korelacijo med donosi najpomembnejšega delniškega indeksa v posamezni državi, za Evropo pa je kot reprezentativen indeks vzela MSCI Evropa. Vsi donosi so bili izraženi v USD.

TABELA 14: Korelacija delniških indeksov, merjenih v ameriških dolarjih, nekaterih novih članic EU v obdobju od junija 1994 do junija 2001

država								
Češka								
Estonija	0,142							
Madžarska	0,62	0,254						
Poljska	0,439	0,177	0,638					
Slovenija	0,059	0,241	0,137	-0,028				
Latvija	0,136	0,324	0,376	0,294	0,315			
Litva	0,133	0,368	0,263	0,148	0,07	0,48		
Slovaška	0,162	0,148	0,142	0,144	0,058	0,253	0,195	
Evropa	0,302	0,118	0,602	0,439	0,092	0,152	0,046	0,058

Vir: Pajuste, 2002, str. 13.

Najvišje korelacijske koeficiente z Evropo izkazujejo Madžarska, Češka in Poljska, ki izkazujejo visoke korelacijske koeficiente tudi med seboj. Ostale nove članice, vključno s Slovenijo, izkazujejo z Evropo relativno nizke korelacijske koeficiente.

Ko pokojninski sklad sestavlja svoje premoženje oziroma opravlja revizijo le-tega, mora upoštevati gospodarski cikel, v katerem se posamezna država nahaja. Zimmermann tako poroča o višji korelaciji delniških trgov med recesijo kot v obdobju ekspanzije (Zimmermann et al., 2002, str. 52). Ta ugotovitev nam pove, da se delniški trgi bolj enakomerno odzovejo na slabe kot na dobre novice.

5.2.4.2 Obvezniški trg

Tako kot pri tveganju in donosnosti obveznic so se tudi pri obveznicah korelacijski koeficienti izračunali na podlagi mesečnih podatkov o letni donosnosti državnih obveznic v nacionalnih valutah, katerih dospelost se približuje 10. letu (glej prilogo).

Kot je bilo že omenjeno, lahko slovenski pokojninski skladi zmanjšajo valutno tveganje s sestavo premoženja naložb, ki so normirane v različnih valutah. Izračuni v tabeli 15 (glej prilogo) nam pokažejo, kako so se gibale donosnosti posameznih državnih obveznic v nacionalnih valutah, posredno pa nam tudi pokažejo, kje bi lahko slovenski pokojninski skladi vlagali in tako izkoristili pozitiven vpliv mehanizma korelacije zaradi nasprotujočega gibanja deviznih tečajev posameznih držav članic.

Analiza tabele 15 pokaže, da slovenske državne obveznice visoko korelirajo le z madžarskimi, malteškimi in luksemburškimi obveznicami. Z ostalimi obveznicami pa izkazujejo nizke korelacijske koeficiente. Trenutno lahko slovenski pokojninski skladi razpršijo tveganje med večino državnih obveznic EU, saj z večino držav izkazujejo nizke korelacijske koeficiente. Z vstopom Slovenije v EMU pa se bodo donosnosti slovenskih državnih vrednostnih papirjev približale državnim vrednostnim papirjem drugih držav članic EMU. To pomeni, da razpršitev tveganja v sklopu integracije EMU ne bo več smotna. Izračuni namreč kažejo, da državne obveznice z dospelostjo, ki se približuje 10. letu v EMU, izkazujejo zelo visoke korelacijske koeficiente. Visoke korelacijske koeficiente izkazuje tudi Danska, ki je do sedaj edina sodelovala v ERM2.

5.2.5 Deželno tveganje

Pri mednarodni razpršitvi premoženja se bodo pokojninski skladi srečevali tudi z deželnim tveganjem. Gre za tveganje, da dolžniki zaradi ekonomskih ali političnih razmer v državi niso sposobni ali pripravljeni poravnati svojih dolgov. Pri tem dolžnik in upnik nista v isti državi. V sklopu deželnega tveganja ločimo še suvereno tveganje. O suverenem tveganju govorimo, kadar je dolžnik določena država, njene agencije in drugi subjekti, ki so deležni njene garancije. Suvereno tveganje je še posebej pomembno, ker so po mednarodnem pravu tuje države suverene in jih ni mogoče tožiti brez njihovega soglasja. V primeru suverenih posojilojemalcev mora posojilna pogodba vsebovati določilo, s katerim se dolžnik odpoveduje imuniteti suverena, da bi se upnik izognil suverenemu tveganju. V tem primeru ga je mogoče tožiti na sodiščih v drugih državah. Bistvo deželnega tveganja je v tem, da gre za sistematično tveganje. Nevarnost, da upniki ne bodo prišli do denarja, prizadene vse terjatve do dolžnikov v kaki državi (Ribnikar, 1998, str. 45).

V zvezi s tem velja poudariti, da v svetu obstaja veliko finančnoanalitičnih podjetij, ki se ukvarjajo z analizo suverenega tveganja posamezne države, zato je pri izbiri države, na katere kapitalske trge želimo vlagati, vredno pogledati, kakšno oceno ima posamezna država. Ena od najbolj uveljavljenih je Standard & Poor's. Tabela 17 nam prikazuje bonitetne ocene omenjene agencije za posamezne države EU junija 2001. Ocena AAA pomeni, da imajo omenjene države zelo »močno« sposobnost izpolniti svoje finančne obveznosti. Hkrati gre za najvišjo oceno, ki jo

omenjena agencija podeljuje. Ocena AA zagotavlja precejšnje »močno« sposobnost izpolnjevanja svojih finančnih obveznosti. V A-razred sodijo države, ki imajo »močno« sposobnost izpolniti svoje finančne obveznosti, vendar so hkrati bolj občutljive na neugodne ekonomske spremembe v državi. Ocena BBB pomeni, da ima država primerno sposobnost izpolniti svoje finančne obveznosti, vendar lahko kljub temu neugodne ekonomske spremembe to sposobnost ogrozijo. Ocena BB pomeni, da se država srečuje z večjimi nepredvidljivostmi in je izpostavljena neugodnim poslovnim, finančnim in ekonomskim pogojem, ki lahko vodijo v vlagateljevo zmanjšano možnost izpolnitve svojih obveznosti. Predznaka + oziroma – označujeta, ali posamezna država sodi v zgornji oziroma spodnji razred posamezne ocene (Standard & Poor`s, 2003). Obveznice s trojnim in dvojnimi A so izjemno varne. Enojni A in trojni B označujeta obveznice, ki so dovolj »močne«, da imajo še značilnosti prave naložbe (*ang. investment grade bonds*). So najnižje razvrščene obveznice, ki so lahko v skladu z ameriško zakonodajo sestavni del premoženja bank in institucionalnih vlagateljev. Dvojni B in slabše oznake predstavljajo obveznice, za katere obstaja velika verjetnost, da ne bodo odplačane. Večjemu delu finančnih institucij nakup tovrstnih obveznic ni dovoljen (Veselinovič, 1995, str. 254).

TABELA 15: Bonitetne ocene držav EU junija 2001 glede na agencijo Standard & Poor`s

država	S & P ocena
Avstrija	AAA
Danska	AAA
Francija	AAA
Luksemburg	AAA
Nemčija	AAA
Nizozemska	AAA
VB	AAA
Belgija	AA+
Finska	AA+
Irska	AA+
Španija	AA+
Švedska	AA+
Italija	AA
Portugalska	AA
Ciper	A
Grčija	A
Malta	A
Slovenija	A
Češka	A-
Madžarska	A-
Estonija	BBB+
Latvija	BBB
Poljska	BBB+
Litva	BBB-
Slovaška	BB+

Vir: Afonso, 2002, str. 5.

Junija 2001 je bila z dvojnimi B ocenjena Slovaška, vse ostale države so omenjenega leta sodile v investicijski razred. Pri tem velja poudariti, da se bonitetne ocene tako kot donosnost ter posledično tveganje in korelacijski koeficienti skozi čas spreminjajo. Nove članice so bile omenjenega leta uvrščene za starimi članicami. Že sam dogodek, kot je vstop v EU, pa lahko vpliva na spremembo bonitetnih ocen ter na spremembo prikazanih razmerij v tabeli.

5.2.6 Davki

Pri vlaganju na mednarodnih kapitalskih trgih je potrebno upoštevati tudi davke, ki vplivajo na donosnost posamezne finančne naložbe. Če znaša nominalna donosnost naložb R , potem se posledično donosnost po davkih zmanjša na $R(1-T)$.

Večina držav članic EU obdavčuje poklicno zavarovanje po sistemu EET (*ang. Exempt Exempt Taxed*), to pomeni, da so prispevki ter donosi pokojninskih institucij davkov oproščeni, obdavčene pa so koristi iz naslova pokojninskih zavarovanj, torej pokojnine. Drugi sistem, po katerem se obdavčuje poklicno zavarovanje, je ETT (*ang. Exempt Taxed Taxed*), kar pomeni, da so obdavčeni tudi kapitalski dobički, izvzeti so le prispevki. Sistem ETT je prisoten na Danskem, v Italiji in na Švedskem.

5.3 Geografska razpršitev in pristop razpršitve po dejavnostih

Kleindienst (2001, str. 37) navaja naslednje možne korake v oblikovanju mednarodnega razpršenega premoženja. Vlagatelj naj bi najprej poiskal takšno geografsko sestavo premoženja, ki je najmanj tvegana, poskušal naj bi odpraviti vse tveganje, ki ga je z mednarodno razpršitvijo premoženja mogoče odpraviti. Takšna sestava premoženja je normalna ali strateška sestava njegovega premoženja. V naslednjem koraku naj bi opredelil dovoljene razpone geografskih deležev, znotraj katerega lahko pokojninski sklad spreminja sestavo svojega premoženja. Priporoča se, da tako imenovani taktični deleži od normalnih deležev ne odstopajo za več kot 10 odstotnih točk navzgor ali navzdol. Nazadnje pa sledi ocenjevanje pričakovane donosnosti tujih vrednostnih papirjev. Pokojninski skladi naj povečajo delež vrednostnih papirjev tistih geografskih območij, za katere utemeljeno ocenjujejo, da bodo v naslednjem obdobju prinesli višjo donosnost, in sicer na račun deležev vrednostnih papirjev s tistih območij, za katere meni, da bodo prinesli nižjo donosnost. Če vlagatelj nima posebej utemeljenih pričakovanj, da bodo vrednostni papirji na posameznih območjih nad- ali podpovprečno donosni, naj bo dejanska sestava njegovega premoženja enaka strateški.

Kleindienst (2001, str. 37) navaja oblikovanje premoženja, za katerega lahko menimo, da gre za mednarodno razpršitev. Drugi možen način, ki bi ga lahko slovenski pokojninski sklad uporabil v mednarodnem merilu, je, da bi svet razdelili na gospodarske dejavnosti ter v skladu s tem razpršili premoženje. Zimmerman (2002, str. 203–204) je pokazal, da ko se odločamo bodisi za mednarodno bodisi panožno razpršitev premoženja, upoštevanje korelacije med dejavnostmi oziroma korelacije med državami ne bo zadostovalo. Upoštevati moramo tudi pričakovane donose premoženja in tveganje za države in dejavnosti. Dve državi lahko izkazujeta nižjo

korelacijo kot na primer dve dejavnosti, vendar lahko izkazujeta tudi slabše razmerje pričakovanega donosa proti tveganju.

Zimmerman (2002) je v svojo analizo vključil predvsem delnice in prišel do naslednjih zaključkov: države izkazujejo višje korelacijske koeficiente donosnosti med delnicami kot dejavnosti, pri čemer je leta 2002 korelacija med dejavnostmi padla pod korelacijo med državami. Standardni odklon donosnosti za dejavnosti je bil v preučevanem obdobju manjši od državnih oziroma regionalnih, kar se je še posebej kazalo v situaciji nemirnih trgov, kot je bila kriza delniških trgov oktobra 1987, nemirih na trgih zaradi dogajanja v Kuvajtu 1990. leta ter leta 1998 med krizo kapitalskih trgov v razvoju, ni se pa kazalo v krizi delniških trgov leta 2000, ki je bila posledica panožno specifične reevalvacije delnic nove ekonomije (Zimmerman et al., 2002, str. 227-228). Kot navaja Zimmermann, je na vprašanje, ali uporabiti geografski pristop razpršitve ali pristop razpršitve po dejavnosti, težko odgovoriti. Noben splošen nasvet o primernem pristopu ni možen brez specifikacije o pričakovanem donosu, iz korelacijskih koeficientov namreč ne moremo izpeljati nobene rešitve brez dodatnih informacij.

6 SKLEP

V Sloveniji vse od nastanka pokojninskih skladov obstaja trend naraščanja števila zavarovancev dodatnega pokojninskega zavarovanja in zaradi zmanjševanja pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja lahko pričakujemo, da se bo omenjeni trend nadaljeval tudi v prihodnosti. Z naraščanjem števila zavarovancev pa posledično tudi narašča število vplačanih premij, ki jih pokojninski skladi upravljajo. Problem, ki se pojavlja pri vlaganju omenjenih sredstev na slovenski kapitalski trg, je pomanjkanje zanje primernih naložb.

Sodobna premoženjska teorija pojasnjuje, da lahko pokojninski sklad z mednarodno razpršitvijo premoženja zmanjša tveganje premoženja, brez žrtvovanja pričakovane donosnosti. Z globalno razpršitvijo premoženja lahko namreč pokojninski sklad bistveno izboljša donosnost premoženja ob dani stopnji tveganja. Mednarodna razpršitev zmanjša tveganje hitreje kot domača razpršitev, saj se donosnosti domačih vrednostnih papirjev zaradi specifičnih državnih šokov, katerim so podvržene, gibljejo bolj usklajeno. Kljub vse večjemu povezovanju svetovnih kapitalskih trgov pa le-ti niso popolnoma povezani, zato lahko vlagatelj s preudarno razpršitvijo, do določene mere, poveča donosnost premoženja ob določeni stopnji tveganja.

Namen diplomskega dela je bil analizirati kapitalski trg EU, ki je z vstopom Slovenije v omenjeno integracijo postal nov »domač« trg za slovenske vlagatelje, ter tako ugotoviti priložnosti in omejitve, ki jih omenjeni trg prinaša. Med priložnosti, ki jih ponuja kapitalski trg EU, lahko tako uvrstimo naslednje dejavnike.

V skladu s pravilom prostega pretoka kapitala med državami članicami lahko slovenski vlagatelji vlagajo na borzah držav članic prek slovenskih borznoposredniških družb ali pa neposredno prek borznoposredniških družb držav članic, kar bistveno zmanjšuje transakcijske stroške vlaganja v tujino. Slovenski pokojninski skladi lahko tako, za potrebe razpršitve premoženja, na kapitalskih trgih EU iščejo naložbe, ki imajo lahko boljše razmerje med tveganjem in donosnostjo kot v Sloveniji, obenem pa lahko to počnejo ob bistveno nižjih transakcijskih stroških kot na drugih svetovnih kapitalskih trgih.

Poleg tega je sama naložbena politika slovenskih pokojninskih skladov taka, da se v manjši meri odločajo za mednarodno razpršitev premoženja. Večji delež svojega premoženja namreč razpršijo na slovenskem kapitalnem trgu, torej so močno izpostavljeni domačemu sistematičnemu tveganju in tako prevzemajo previsoko tveganje. Razpršitev premoženja na kapitalne trge EU jim omogoča zmanjšanje sistematičnega tveganja brez žrtvovanja pričakovanega donosa.

Kapitalni trgi nekaterih držav članic EU so neprimerno večji, kot je slovenski kapitalni trg. Na teh trgih v stik stopi večja količina kupcev in prodajalcev vrednostnih papirjev, kar zagotavlja večjo likvidnost omenjenih trgov. Kot je pokazala analiza kapitalnih trgov EU, je slovenski kapitalni trg med najmanj likvidnimi v regiji (Deutsche Bank Research, 2001). Slovenski pokojninski skladi lahko tako, kot nosilci velikega obsega sredstev, s svojim delovanjem na trgu bistveno vplivajo na ceno posameznih vrednostnih papirjev. Obenem je majhnost slovenskega kapitalnega trga povezana z večjo možnostjo špekulacij in večjo možnostjo škodljivih posledic, ki jih lahko te povzročijo. Večji kot je trg kapitala in večje kot je število pomoči enakovrednih in nepovezanih vlagateljev, manjša je možnost, da bodo dejavnosti špekulantov vplivale na kapitalni trg škodljivo (Kleindienst, 2001a, str. 30).

Večjo priložnost, ki se slovenskim pokojninskim skladom ponuja na kapitalnih trgih EU, predstavlja tudi prevzem evra kot uradnega plačilnega sredstva v Sloveniji. Tako se bo v celoti odpravilo valutno tveganje za države evroobmočja. Samo valutno tveganje se je za to območje v določeni meri zmanjšalo z vstopom v t. i. ERM 2, katerega glavni namen je stabilizacija deviznega tečaja evro/tolar.

Med omejitve, ki se pojavljajo pri vlaganju na kapitalnih trgih EU, pa lahko štejemo izenačevanje donosnosti posameznih vrednostnih papirjev z istimi lastnostmi držav evroobmočja. Tako različni raziskovalci že dalj časa opažajo izenačevanje donosnosti med državnimi vrednostnimi papirji evroobmočja z dospelostjo, ki se približuje 10. letu. Posledično izkazujejo omenjene obveznice visoke korelacijske koeficiente, kar pomeni, da se donosnosti omenjenih obveznic gibajo usklajeno. Korelacijski koeficienti naraščajo tudi na delniških trgih evroobmočja, kar vpliva na zmanjšano možnost razpršitve premoženja v okviru EMU. Kljub temu pa se je slovenskim pokojninskim skladom z vstopom Slovenije v EU odprl nov, večji in bolj likviden kapitalni trg, ki ponuja številne naložbene možnosti za doseganje ugodnejšega razmerja med donosnostjo ob zadovoljivi stopnji tveganja.

Dodatno omejitev za slovenske pokojninske sklade pri vlaganju na kapitalske trge EU trenutno predstavlja Direktiva o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje (2003), ki določa, da lahko pokojninski skladi vložijo do 30 odstotkov sredstev v naložbe, ki so denominirane v drugačni valuti, kot so njene obveznosti. Obveznosti slovenskih pokojninskih skladov so sedaj še vedno denominirane v tolarjih in jih tako zgornja direktiva omejuje ne samo pri vlaganju na kapitalske trge EU, ampak tudi na druge svetovne kapitalske trge.

Ne nazadnje pa zahteva vlaganje na kapitalskih trgih EU dodatna znanja, ki jih slovenski pokojninski skladi pri vlaganju na slovenskem kapitalskem trgu niso potrebovali, kar pa ni zastoj in terja nove naložbe v znanje. To bodisi pomeni zaposlitev novih finančnih analitikov bodisi pridobivanje novih informacij, potrebnih za uspešno vlaganje na kapitalskih trgih EU.

LITERATURA

1. Adam Klaus et al.: Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union. Salerno : University of Salerno-Centre for Studies in Economics and Finance. 60 str. [URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/update/economicreform/020128_cap_mark_int_en.pdf], 2002.
2. Afonso Antonio: Understanding the Determinants of Government Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies. Lizbona : Department of Economics and Research Centre on Portuguese Economy. 29 str. [URL: <http://www.econ.pucrio.br/Rwerneck/pdf/R-321.pdf>], 2002.
3. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 290 str.
4. Bešter Helena: Pokojninski sistemi v svetu in pri nas. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 144 str.
5. Bešter Helena: Pokojninski skladi na razpotju. Bančni vestnik. Ljubljana, 53(2004), 3, str. 38–41.
6. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan: Investments. Third Edition. Chicago : Irwin, 1996. 937 str.
7. Bogataj David: Pokojninski skladi in pokojninske družbe. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 118 str.
8. Cencelj Andreja: Naložbena politika pokojninskih skladov. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 45 str.
9. Danthine Jean-Pierre, Isakov Dušan, Adjaoute Kpate: Portfolio Diversification in Europe. B.k. : University of Lausanne. 33 str. [URL: <http://www.hec.unil.ch/danthine/working%20papers/Port+DivEu.pdf>], 2003.
10. Davis E. Philip: Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds. London : Brunel University. 54 str. [URL: <http://www.pension-institute.org/workingpapers/wp0101.pdf>], 2001.
11. Deutsche Bank Research: Securities markets: huge gap, difficult to close soon. B.k. : EU Enlargement Monitor. 6 str. [URL:http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000034085.pdf], 2001.

12. Doumont Michel: Evropski notranji trg finančnih storitev. Bančni vestnik. Ljubljana, 52(2003), 7/8, str. 13–22.
13. Elton Edwin: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 6th Edition. New York : John Wiley & Sons Inc, 2003. 705 str.
14. Fabozzi Frank, Arnott Robert: Active Asset Allocation: State of the Art Portfolio Policies, Strategies & Tactics. Chicago : Irwin, 1992. 425 str.
15. Graham Christopher, Cote Denise: Convergence of Government Bond Yields in the Euro Zone: The Role of Policy Harmonization. Working Paper. Ottawa : Bank of Canada. 67 str. [URL: <http://www.bankofcanada.ca/publications/working.papers/2004/wp04-23.pdf>], 2004.
17. Herič Boštjan: Upravljanje pokojninskih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 96 str.
18. Kleindienst Robert: Aktivna alokacija premoženja na razvitih kapitalskih trgih. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 58 str.
19. Kleindienst Robert: Delniško premoženje slovenskih investorjev in tuje delnice (1). Bančni vestnik. Ljubljana, 50(2001), 9, str. 35–40.
20. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana : GV založba, 2001a. 542 str.
21. Lavrač Vladimir: ERM 2 Strategy for Accession Countries. Ljubljana : Inštitut za ekonomska raziskovanja. 21 str. [URL: [http://www.ier.si/html/publikacije/ Working%20paper-22.pdf](http://www.ier.si/html/publikacije/Working%20paper-22.pdf)], 2003.
22. Lavrenčič Irena: Dodatno pokojninsko zavarovanje in pokojninski boni. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 47 str.
23. Lieven Baele, Vander Vennet Rudi: European Stock Market Integration and EMU. B.k. : Ghent University-Department of Financial Economics. 39 str. [URL: http://www.economia.uniroma2.it/ceis/conferenze_convegna/banking2001/papers/mercoledi/Baele%20-Vander%20Vennet-merc.pdf], 2001.
24. Menkveld Albert, Cheung Yiu, De Jong Frank: Euro Area Sovereign Yield Dynamics, the Role of Order Imbalance. Working paper series no 385. Frankfurt : Evropska centralna banka. 48 str. [URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp385.pdf>], 2004.
25. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : GV založba, 2002. 682 str.

26. Pajuste Anete: Corporate Governance and Stock Market Performance in Central and Eastern Europe, a study of nine countries, 1994–2001. Stockholm : Stockholm School of Economics. 35 str. [URL: http://www.hhs.se/NR/rdolyres/e5o5fmxl254whk3ljdgkxdebl26bujbdymjbnibheuey2712vt5ofqfnjwfh4z2nt3odmbfsrfef5c/Corporate+Governance+in+CEE_Pajuste_04_12.pdf], 2002.
27. Renault Olivier et al.: Liquidity and Credit Risk. B.k. : FAME-International Centre for Financial Asset Management and Engineering. 74 str. [URL: <http://www.fame.ch/library/EN/RP42.pdf>], 2001.
28. Ribnikar Ivan, Košak Marko: Finančni sektorji tranzicijskih držav-pregled. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7/8, str. 125–134.
29. Ribnikar Ivan: Deželno in suvereno tveganje. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 10, str. 44–46.
30. Rindi Barbara, Cheung Yiu, De Jong Frank: Trading European Sovereign Bonds: The Microstructure of the MTS trading platforms. B.k. : Bocconi University. 47 str. [URL: http://www.eu-financial-system.org/November2003_papers/Y:C:Cheung.pdf], 2003.
33. Veselinovič Draško: Borzni priročnik. Ljubljana : GV založba, 1995. 571 str.
34. Syrovatka Jan: Finančni trgi na Češkem. Bančni vestnik. Ljubljana, 52(2003), 7/8, str. 33–41.
35. Valdes-Prieto Salvador et al.: The Economics of Pensions. Cambridge : Cambridge University Press, 1997. 377 str.
36. Zimmermann Heinz et al.: Global Asset Allocation, New Methods and Applications. New York : John Wiley & Sons, 2002. 320 str.

VIRI

1. Archive of Monthly Statistics, European Market Indices: Federation of European Securities Exchanges. [URL:<http://www.fese.org/statistics/index.php>], september 2004.
2. Blue Chip Indexes: International Federation of Stock Exchanges. [URL:<http://www.fibv.com/publications/INDICATOR203.pdf>], 2004.
3. Bond Markets and Long-Term Interest Rates in EU Accession Countries: Frankfurt : Evropska centralna banka. [URL:<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bondmarketacc2002en.pdf>], 2003.
4. Directive 2003/41/EC on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision. Official Journal of the European Union. [URL:http://europa.eu.int/eurlex/pri/en/oj/dat/2003/l_235/l_23520030923en00100021.pdf], 23.9.2003.
5. Finančni trgi. Ljubljana: Banka Slovenije. [URL:http://www.bsi.si/html/publikacije/financni_trgi/index.html], december 2003.

6. Indicies: finance.yahoo.com. [URL:<http://finance.yahoo.com>], september 2004.
7. Jazbec Saša: Gradivo za vaje za mednarodne finance. [URL:http://ftp.ef.uni-lj.si/-dokumenti/predmeti/LITERATURA_VAJE_1.doc], 2003.
8. Long term interest rates statistic for EU Member States. Frankfurt : Evropska centralna banka. [URL:<http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>], september 2004.
9. Razlogi za reformo pokojninskega sistema: Prva pokojninska družba. [URL:http://www.prva.net/zakaj_pz.asp], 2004.
10. Ratings Definitions and Terminology: Standard & Poor`s. [URL:<http://www.2standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/FixedIncomeRatingsCriteriaPg&r=1&! =EN&b=2>], 18. 3. 2003.
11. Stock Markets` Importance in National Economy: International Federation of Stock Exchanges. [URL:<http://www.fibv.com/publications/TA3402.pdf>], 2004.
12. Statistics: International Federation of Stock Exchanges. [URL:<http://www.fibv.com/WFE/home.Asp?action=document&menu=27>], 2004.
13. Value of Bond Listed: International Federation of Stock Exchanges. [URL:<http://www.fibv.com/publications/BOND.pdf>], 2004.
14. Turnover Velocity of Domestic Shares: International Federation of Stock Exchanges. [URL:<http://www.fibv.com/publications/TA1602.pdf>], 2004.
15. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/1993).
16. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Uradni list RS, št. 106/1999).
17. Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/2000).

PRILOGE

TABELA 1: Harmonizirane dolgoročne obrestne mere, letni odstotek donosnosti na sekundarnem trgu, razen če ni drugače določeno, državnih obveznic z dospelostjo, ki se približuje 10. letu

	Avg 03	Sep 03	Okt 03	Nov 03	Dec 03	Jan 04	Feb 04	Mar 04	Apr 04	Maj 04	Jun 04	Jul 04	Avg 04
Belgija	4,22	4,25	4,31	4,43	4,38	4,26	4,26	4,07	4,26	4,4	4,46	4,34	4,18
Nemčija	4,13	4,17	4,22	4,35	4,29	4,17	4,11	3,91	4,1	4,25	4,31	4,24	4,08
Grčija	4,29	4,32	4,38	4,51	4,45	4,37	4,35	4,17	4,35	4,49	4,55	4,44	4,28
Španija	4,19	4,21	4,27	4,4	4,34	4,19	4,15	4,01	4,2	4,33	4,39	4,28	4,15
Francija	4,16	4,23	4,28	4,41	4,34	4,2	4,14	3,98	4,18	4,34	4,39	4,27	4,11
Irska	4,17	4,19	4,25	4,39	4,36	4,2	4,15	3,97	4,17	4,31	4,38	4,27	4,09
Italija	4,29	4,31	4,38	4,51	4,46	4,32	4,34	4,17	4,35	4,49	4,54	4,44	4,28
Luksemburg	3,18	3,22	3,2	3,38	3,29	3,01	2,94	2,69	2,77	3,05	3,12	3,04	2,86
Nizozemska	4,19	4,21	4,27	4,41	4,33	4,18	4,12	3,93	4,13	4,37	4,42	4,31	4,15
Avstrija	4,22	4,29	4,3	4,46	4,4	4,24	4,27	4,09	4,23	4,36	4,41	4,4	4,17
Portugalska	4,26	4,29	4,36	4,48	4,4	4,25	4,19	4	4,25	4,42	4,47	4,35	4,18
Finska	4,18	4,2	4,26	4,39	4,33	4,16	4,11	3,92	4,1	4,25	4,48	4,37	4,21

Opombe: Ker Luksemburg nima državnih obveznic, katerih preostala dospelost se približuje 10. letu, je indikator sestavljen iz košarice dolgoročnih obveznic. Ta košarica ima povprečno preostalo dospelost 10 let. Obveznice so izdane s strani privatne kreditne institucije, zato indikator ni popolnoma harmoniziran (ECB, 2004).

Vir: Evropska centralna banka, 2004.

TABELA 2: Harmonizirane dolgoročne obrestne mere, letni odstotek donosnosti na sekundarnem trgu, razen če ni drugače določeno, državnih obveznic z dospelostjo, ki se približuje 10. letu

	Avg 03	Sep 03	Okt 03	Nov 03	Dec 03	Jan 04	Feb 04	Mar 04	Apr 04	Maj 04	Jun 04	Jul 04	Avg 04
Češka	4,23	4,26	4,47	4,75	4,82	4,68	4,8	4,5	4,6	4,88	5,02	5,11	5,02
Danska	4,35	4,4	4,44	4,57	4,52	4,35	4,3	4,1	4,3	4,46	4,53	4,62	4,45
Ciper	4,59	4,59	4,64	4,75	4,75	4,75	4,79	5,17	5,17	5,17	5,49	6,58	6,58
Latvija	4,8	4,96	4,98	5,01	5,07	5,06	5,05	4,95	4,89	4,95	4,93	4,89	4,88
Litva	5,04	5,04	4,82	4,81	4,81	4,81	4,81	4,46	4,55	4,46	4,47	4,58	4,57
Madžarska	7,11	7,06	7,08	8,24	8,24	8,36	8,65	8,25	7,89	8,25	8,55	8,47	8,44
Malta	4,78	4,73	4,68	4,71	4,71	4,71	4,7	4,65	4,65	4,65	4,65	4,65	4,7
Poljska	5,61	5,93	6,36	6,76	6,76	6,67	6,82	7,32	7,02	7,32	7,72	7,44	7,36
Slovenija	6,65	6,65	6,16	5,27	5,27	5,14	5,01	4,77	4,83	4,77	4,69	4,65	4,66
Slovaška	4,92	5,02	5,08	5,42	5,42	5,16	5,11	5,13	5,06	5,13	5,09	5,03	5,02
Danska	4,35	4,4	4,44	4,57	4,52	4,35	4,3	4,1	4,3	4,46	4,53	4,62	4,45
Švedska	4,7	4,73	4,85	4,86	4,86	4,65	4,55	4,68	4,55	4,68	4,72	4,57	4,42
VB	4,64	4,76	4,96	4,94	4,94	4,84	4,88	5,15	4,99	5,15	5,24	5,14	5,03

Opombe: Za Ciper in Litvo so predstavljeni podatki iz primarnega trga. Enako velja za Slovenijo do oktobra 2003.

Vir: Evropska centralna banka, 2004.

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

<i>adjustable peg type of the exchange rate regimes</i>	prilagojen fiksni tip režima deviznega tečaja
<i>benchmark</i>	kriterijski indeks
<i>capital allocation line</i>	premija razporejanja kapitala
<i>contribution holiday</i>	prispevne počitnice
<i>defined benefit plan</i>	pokojninski načrt z vnaprej določenimi pravicami
<i>defined contribution plan</i>	pokojninski načrt z vnaprej določenimi prispevki
<i>Directive on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision</i>	Direktiva o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje
<i>efficient market hypothesis</i>	hipoteza o učinkovitem trgu kapitala
<i>emerging market</i>	trg v razvoju
<i>exchange rate mechanism 2</i>	sistem deviznih tečajev 2
<i>intermediate exchange rate regimes</i>	vmesni režim deviznega tečaja
<i>International Federation of Stock Exchanges</i>	Mednarodna zveza borz
<i>market timing</i>	tempiranje trga
<i>maturity</i>	zrelost
<i>overfunded</i>	prepoln
<i>pay as you go</i>	sistem sprotnega prispevnega kritja
<i>security selection</i>	aktivno vlaganje na osnovi izbire posameznih naložb
<i>top down approach</i>	postopek od zgoraj navzdol
<i>turnover ratio</i>	kazalec letnega obrata tržne kapitalizacije
<i>underfunded</i>	podkapitaliziran