

Aleš BERK SKOK

Matjaž MUSIL

Boštjan VOVK

Rešitve v dodatnem pokojninskem sistemu

Ljubljana, 2010

Doc. dr. Aleš Berk Skok, Matjaž Musil, Boštjan Vovk: Rešitve v dodatnem pokojninskem sistemu

Ekonomska fakulteta – znanstvena monografija	Šifra: BMVZM10110
Založila:	Ekonomska fakulteta v Ljubljani, Enota za založništvo
Za založnika:	prof. dr. Irena Ograjenšek
Natisnil:	Copis, Ljubljana, Dunajska 158
Naklada:	100 izvodov, 1. natis
Oblikovanje naslovnice:	Robert Ilovár
Recenzenta:	doc. dr. Silva Deželan doc. dr. Timotej Jagrič

CIP - Kataložni zapis o publikaciji
Narodna in univerzitetna knjižnica, Ljubljana

368.914

BERK Skok, Aleš

Rešitve v dodatnem pokojninskem sistemu / Aleš Berk Skok, Matjaž Musil,
Boštjan Vovk. - 1. natis. - Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2010

ISBN 978-961-240-204-4

1. Musil, Matjaž 2. Vovk, Boštjan, 1966-

253604352

Vse pravice pridržane. Noben del gradiva se ne sme reproducirati ali kopirati v kakršnikoli obliki: grafično, elektronsko ali mehanično, kar vključuje (ne da bi bilo omejeno na) fotokopiranje, snemanje, skeniranje, tipkanje ali katerekoli druge oblike reproduciranja vsebine brez pisnega dovoljenja avtorja ali druge pravne ali fizične osebe, na katero bi avtor prenesel materialne avtorske pravice.

KAZALO:

<u>1. UVODNA BESEDA</u>	<u>1</u>
<u>2. OPREDELITEV IN DELITEV POKOJNINSKIH SISTEMOV</u>	<u>5</u>
2.1. JAVNI POKOJNINSKI SISTEM	5
2.2. DODATNI (PRIVATNI) POKOJNINSKI SISTEM	6
2.2.1. PREGLED DODATNIH POKOJNINSKIH SISTEMOV PO DRŽAVAH	11
2.2.2. UMESTITEV SLOVENSKE UREDITVE DODATNEGA POKOJNINSKEGA SISTEMA IN NJENE PROBLEMATIKE	17
<u>3. GLOBALNI TRENDI POKOJNINSKIH REFORM</u>	<u>22</u>
<u>4. TVEGANJA, POVEZANA S POKOJNINSKIM SISTEMOM</u>	<u>29</u>
4.1. MAKROEKONOMSKA TVEGANJA	29
4.2. MIKROEKONOMSKA TVEGANJA	30
4.2.1. FINANČNA TVEGANJA	31
4.2.2. ZAVAROVALNA TVEGANJA	35
4.2.3. PRENOS TVEGANJ PRI OBSTOJEČIH POKOJNINSKIH NAČRTIH	37
<u>5. PRIMERJAVA POSAMEZNIH LASTNOSTI TRENUTNIH POKOJNINSKIH PRODUKTOV IN UČINKOV ORGANIZACIJSKIH OBLIK</u>	<u>39</u>
5.1. PRIMERJAVA LASTNOSTI POKOJNINSKIH NAČRTOV ZAVAROVALNIC, POKOJNINSKIH DRUŽB IN POKOJNINSKIH NAČRTOV, ORGANIZIRANIH V OBLIKI VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV	39
5.1.1. STANJE NA OSEBNIH RAČUNIH	40
5.1.2. RAZPOREJANJE VPLAČIL OZ. SREDSTEV NA OSEBNE RAČUNE ČLANOV	41
5.1.3. UDELEŽBA NA DOBIČKU	42
5.1.4. OBJAVLJANJE VREDNOSTI ENOTE PREMOŽENJA	43
5.1.5. VREDNOTENJE PREMOŽENJA	43

5.1.6.	IZJAVA O NALOŽBENI POLITIKI	44
5.1.7.	POROČANJE NADZORNEMU ORGANU	44
5.1.8.	KAPITALSKA USTREZNOST	46
5.2.	SKLEP O IZENAČENOSTI PRAVIC IN SMISELNI PRIHODNJI UREDITVI POKOJNISNKIH PRODUKTOV	46

<u>6. PREDLOGI ZA OBLIKOVANJE UČINKOVITE UREDITVE POKOJNINSKEGA VARČEVANJA IN ZAVAROVANJA V SLOVENIJI</u>	48
--	-----------

6.1.	PREIMENOVANJE ZAKONA	49
6.2.	UKINITEV ZAJAMČENE DONOSNOSTI	50
6.3.	LOČITEV NA KOLEKTIVNE IN INDIVIDUALNE POKOJNINSKE NAČRTE SCHEME	53
6.4.	RAZŠIRITEV PRAVICE DO VARČEVANJA V SISTEMU DODATNEGA POKOJNINSKEGA VARČEVANJA	54
6.5.	PRAVNE OBLIKE IZVAJALCEV IN FINANČNIH PRODUKTOV IN NADZOR	56
6.6.	NALOŽBENA POLITIKA	61
6.7.	INSTITUT SKRBNIKA	62
6.8.	MOŽNOSTI PRENOSA (DELA) AKTIVNOSTI – OUTSOURCING	62
6.9.	VIŠINA DAVČNIH OLAJŠAV	62
6.10.	UREJENOST PODROČJA STROŠKOV	82
6.11.	UREJENOST STROŠKOV PRENOSA MED POKOJNINSKIMI NAČRTI	82
6.12.	RAZKRIVANJE BRUTO IN NETO DONOSNOSTI	83
6.13.	OBLIKE RENT, KI SO DAVČNO PRIZNANE ZA PRENOS PRIVARČEVANIH SREDSTEV OZ. OBLIKE, KI NISO DOVOLJENE	83
6.14.	INFORMIRANOST OB SPREJEMU	84
6.15.	VZPOSTAVITEV ENOTNEGA MODELA UPORABE PREDPOSTAVK	84
6.16.	VZPOSTAVITEV REGISTRA POKOJNINSKIH NAČRTOV, ZAVAROVANCEV, VPLAČEVALCEV	86
6.17.	ODPRAVA NEZMOŽNOSTI VKLJUČENOSTI ZA SAMOSTOJNE PODJETNIKE IN DRUŽBENIKE Z DOLOČENIM DELEŽEM	86
6.18.	PRAG ZA VKLJUČITEV DELOJEMALCEV	87
6.19.	PRENOS (PRILAGODITEV) OBSTOJEČIH POKOJNINSKIH NAČRTOV	87
6.20.	DOSLEDNA UPORABA TERMINOV	88

<u>7. STRUKTURA ZAKONODAJNE REŠITVE</u>	
--	--

7.1.	PREDLOG STRUKTURE KROVNEGA ZAKONA	89
------	-----------------------------------	----

7.2. UREJENOST FINANČNIH PRODUKTOV V DODATNEM POKOJNINSKEM SISTEMU	91
<u>8. UREDITEV ZAJAMČENE DONOSNOSTI</u>	<u>92</u>
8.1. OSNOVE IN SIMULACIJE ZA DOLOČITEV PRILAGOJENEGA KRITERIJSKEGA INDEKSA ZAJAMČENE DONOSNOSTI	97
8.1.1. OSNOVNI SCENARIJ	98
8.1.2. SCENARIJ NARAŠČAJOČIH OBRESTNIH MER (OZ. DONOSNOSTI DO DOSPETJA)	105
8.1.3. SCENARIJ PADAJOČIH OBRESTNIH MER (OZ. DONOSNOSTI DO DOSPETJA)	111
8.2. ZAŠČITA PRED IZGUBO KUPNE MOČI	115
8.3. IZBOR PRILAGOJENEGA KRITERIJSKEGA INDEKSA ZAJAMČENE DONOSNOSTI	118
8.3.1. ŽELENE LASTNOSTI KRITERIJSKEGA INDEKSA	118
8.3.2. PREDLOG NOVEGA KRITERIJSKEGA INDEKSA	119
8.3.3. OBRAZLOŽITEV POMENA IZBRANIH POSAMIČNIH NALOŽBENIH RAZREDOV	125
8.3.4. OBDOBJE PREVERJANJA	126
<u>9. POVZETEK UGOTOVITEV</u>	<u>128</u>
9.1. DODATNI POKOJNINSKI SISTEMI PO SVETU	130
9.2. LASTNOSTI ŽELENE SLOVENSKE UREDITVE V PRIHODNJE	130
<u>LITERATURA IN VIRI</u>	<u>138</u>

1. UVODNA BESEDA

Pokojninski sistem je eden ključnih sistemov vsake države, saj je od njegovih lastnosti, ki izhajajo iz institucionalne ureditve in so posledica odločitev subjektov na različnih nivojih, odvisna blaginja ljudi v zrelih letih življenja. Pokojninska ureditev ima zelo velik učinek na javne finance, stabilnost in vzdržnost fiskalne politike. V zadnjem času, ko smo povsod v razvitem svetu, pa tudi v državah v razvoju oziroma tranziciji priča zaostrenim demografskim gibanjem in progresivnemu staranju prebivalstva (Financial Market Trends, 2005; Feldstein, 2002; Gern, 2002)¹, se priporočila različnih (mednarodnih) institucij osredotočajo ravno na pokojninski sistem, karkoli že ta vključuje.² Pokojninske sisteme lahko namreč skladno z najširše sprejeto opredelitvijo razdelimo na tri temeljne segmente/stebre – javni pokojninski sistem (*public pension schemes*), kolektivni pokojninski sistem (*occupational pension schemes*) in individualni pokojninski sistem (*individual retirement saving*) (Gern, 2002).³ Augusztinovics (2002) navaja skupni element oz. usmeritev

¹ Progresivno staranje prebivalstva je posledica relativno nizkih stopenj rodnosti (v naslednjih letih sicer ni pričakovati nadaljnjega znižanja, se pa po državah EU gibljejo med 1,2 in 1,8; v Sloveniji je popodatkih Statističnega urada RS konec leta 2004 znašala 1,25) in podaljševanja življenjske dobe (ta naj bi se v povprečju do leta 2050 pri obeh spolih podaljšala za približno 5 let) (Economic Policy Committee, 2002). V Sloveniji je konec leta 2004 na prebivalca, starejšega od 65 let, odpadlo le 3,12 delovno aktivnega prebivalca (Statistični letopis, 2006), povprečje držav EU-15 pa je leta 2000 znašalo 4,13 (Demographic Projections, 2003). Do leta 2050 naj bi v EU v povprečju na prebivalca, starega 65 let ali več, odpadla le še dva delovno aktivna prebivalca (Thode, 2003).

² Dodatno pokojninsko problematiko zaostrejuje tudi zrahljana medgeneracijska družinska razmerja, ki so pogojena s pospešeno urbanizacijo. Razširjene družine (več generacij) fizično živijo ločeno, s tem pa se manjša medgeneracijska solidarnost.

³ Pojmovanje pokojninskih stebrov je v Sloveniji nekoliko različno od pojmovanja drugje po svetu. V Sloveniji se namreč iz nam nepojasnjenih razlogov kot naložbe, ki sestavljajo tretji stebel pojmujejo naložbe v življenjska zavarovanja, vzajemne sklade, depozite idr.. Možna razlaga, zakaj je do tega prišlo, morda tiči v dejstvu, da v Sloveniji ob uvedbi naložbenih pokojninskih produktov kolektivno in individualno pokojninsko varčevanje nista ločena – niti po sredstvih niti po davčnih olajšavah. Navidezno je tako videti kot da ljudje varčujejo izključno za pokojnino, saj lahko vsako od finančnih naložb uvrstimo v enega izmed pokojninskih stebrov. V splošnem mednarodne organizacije, ki so pristojne za področje pokojninskega sistema, delijo večsteborni

pokojninskih sistemov – t.j. da zagotavljajo primerno varčevanje za starost in da se z njimi, prek zagotavljanja bodočih pokojnin (rent), dosega porazdelitev tveganja dolgoživosti posameznikov (*longevity risk*).

Pomen posameznih segmentov je po državah zelo različen, zelo pa se med seboj tudi razlikujejo institucionalne in organizacijske oblike (Gern, 2002; European Pension Reform, 2004). Takšno raznoliko stanje povzroča veliko težav pri primerljivosti kompleksnih pokojninskih sistemov (Pensions at a Glance, 2005). Zaradi skupnega neugodnega demografskega gibanja, lahko na podlagi strukture in organizacije razberemo zaostrenost problematike nevzdržnosti. Dejstvo pa je, da so v državah, ki se srečujejo z neugodnimi demografskimi gibanji, brez korenitih reformnih posegov, finančni zlomi javnih pokojninskih sistemov neizogibni (Thode, 2003).

Slovenija je glede trenutnih in projiciranih demografskih gibanj v veliki meri izpostavljena problemu fiskalne nevzdržnosti, ki bi po nekaterih scenarijih lahko nastopila že v ne več kot desetih letih (Verbič et al, 2005). Nanj opozarja tudi poročilo Evropske komisije, ki razkriva, da se Slovenija sooča z visokim tveganjem dolgoročne nevzdržnosti javnih financ iz naslova izdatkov za starejše prebivalce (Report from the Commission..., 2006, str 5). Tako je nujno, da se prizadevanja za krepitev javnih financ usmerijo v primerno vzdržno zasnovo pokojninskega sistema. Pričujoča monografija, ki temelji na raziskovalni študiji, ki smo jo avtorji v letu 2006 – kot podlaga za nadgradnjo sistema dodatnega pokojninskega sistema - izdelali po naročilu Ministrstva za finance Republike Slovenije⁴, namenja nekaj prostora pregledu sistemov po razvitem svetu, kjer se s pokojninsko problematiko srečujejo že dlje časa in kjer razpolagajo z bogatimi preteklimi izkušnjami. Uvodoma je podano kratko izhodišče glede javnih pokojninskih sistemov, ki izrecno ni primarna tematika pričujočega teksta. Ker le-ti sistemi predstavljajo osnovo za razumevanje dodatnega pokojninskega sistema, pa je vsekakor

pokojninski sistem na osnovi obveznosti vključenosti, status vplačevalca ali pa obseg pravic (glej stran 7 za podrobnejšo razdelitev).

⁴ Predlog zakona o dodatnem pokojninskem sistemu, ki je bil pripravljen v skladu z zaključki te raziskave, je žal doživel klavno usodo. Še pred obravnavo na Vladi RS, so ga namreč zaustavili lobiji dela dejavnosti, kateremu bi zakon naložil preoblikovanje in vzpostavitev konkurenčnih finančnih produktov.

ne smemo prezreti. Poudarek je namenjen vidikom dodatnega pokojninskega sistema, z izrazito osredotočenostjo na preverjanje morebitnega neenakega obravnavanja pravic članov (kar je sicer ključnega pomena za stabilen razvoj v prihodnje) v dodatnem pokojninskem sistemu, do katerega trenutno prihaja v Sloveniji.

Hkrati z razmejevanjem in presojanjem samih pokojninskih produktov v okviru pričujoče monografije tudi podajamo številne predloge in napotke, ki so podkrepjeni z mednarodnimi primerjavami, izhajajo iz priporočil najboljših praks organizacij, pristojnih za pokojninski sistem (OECD, WB, Evropska Komisija, raznih združenj in nadzornikov idr.) in so prilagojeni slovenskim razmeram ter upoštevajo pretekle strateške opredelitve in nastalo poslovno prakso.

Dodatno pokojninsko varčevanje in zavarovanje, organizirano v skladu s sodobnimi rešitvami finančne teorije in upravljanja premoženja, je vezano na specifične finančne produkte, katere ureja *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*. Segajo pa tudi na področja, ki jih urejajo drugi finančni zakoni. Tako je smiselno področje dodatnega pokojninskega sistema urediti v dveh ločenih zakonih – v novem *Zakonu o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju* (le-ta naj bi vseboval večino vsebin obstoječega tretjega poglavja *Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju*, z opredelitvijo medsebojnih razmerjih med udeleženiimi interesnimi skupinami - člani, izvajalci, upravljalci, vplačevalci, nadzorniki različnih organizacijskih oblik; in vse vsebinske razširitve in spremembe), in v *Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje* (opredelitev vzajemnega pokojninskega sklada, krovnega vzajemnega pokojninskega sklada, nadzora, pravno ureditev glede naložbenih politik, obvladovanja tveganj, ipd.). Poleg slednjega pa bi bilo določene dejavnosti smiselno vezati na obstoječa *Zakon o trgih finančnih instrumentov* in *Zakon o bančništvu*), in sicer zaradi uvajanja liberalnih (prilagodljivih in stimulativnih) oblik dodatnega pokojninskega varčevanja. Predlagamo namreč, da bi se posameznikom dovolilo dolgoročno, davčno spodbujeno pokojninsko varčevanje tudi prek individualnih pokojninskih računov – t.i. IPR-ov, ki bi jih lahko odprli oziroma odpirali pri bankah, borznoposredniških družbah in družbah za upravljanje. Posameznik bi namreč lahko sam prilagodljivo »upravljal« svoje premoženje, npr. z depoziti pri bankah, neposrednim nakupom

domačih ali tujih delnic, obveznic in drugih vrednostnih papirjev ter vzajemnih skladov, za kar bi bil upravičen do davčne olajšave pri vplačilu sredstev in kapitalskih dobičkah ter tekočih dohodkih (kot velja v primeru varčevanja v pokojninskih skladih).

Zaradi občutljivosti socialne problematike, ima v okviru dodatnega pokojninskega sistema velik pomen zajamčena donosnost, zato mora biti le-ta opredeljena na trdnih strokovnih podlagah. Zajamčeno donosnost za tiste pokojninske načrte, ki bodo temeljili na sistemu zajamčene donosnosti je potrebno definirati na način, ki omogoča varovanje pred kapitalskimi izgubami varčevalcev in spodbuja poslovno odličnost. Menimo, da bi sistem, skladen z našim predlogom, ti lastnosti zagotovo imel.

S korakom v smeri uveljavitve predlaganih sprememb bi v Sloveniji v sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja naredili pomemben korak v pravo smer. S tem bi bila dosežena konsistentna in učinkovita institucionalna podlaga, ki bi v prihodnjih letih omogočala preoblikovanje celotnega pokojninskega sistema v smislu dolgoročne vzdržnosti.

Avtorji

2. OPREDELITEV IN DELITEV POKOJNINSKIH SISTEMOV

Prvo vsebinsko poglavje je namenjeno kratki predstavitvi tako javnih, kakor tudi dodatnih, naložbenih pokojninskih sistemov in umestitvi slovenske ureditve v mednarodni kontekst.

2.1. JAVNI POKOJNINSKI SISTEM

Javni pokojninski sistem je zasnovan na dveh temeljnih modelih, in sicer na t.i. Bismarckovem modelu, ki je obvezen za (odvisne) delojemalce in pri katerem:

- so pokojnine, ki se določijo s posebno bolj ali manj na aktuarskih temeljih temelječo formulo, v veliki meri odvisne od posameznikovega prispevka v aktivnih letih;
- se dosega nadomeščanje večjega dela dohodka aktivne dobe (*substantial replacement rate*) in
- javna pokojnina navadno predstavlja glavni vir dohodka v upokojitvi;

in Beveridgevem modelu, kjer temelji na:

- splošni vključenosti – le-ta je lahko celo pogojena z državljanstvom;
- financiranju iz osnovnih prispevkov ali celo javnih prihodkov, pobranih iz naslova davkov;
- zagotavljanju le majhnega deleža dohodka v neaktivni dobi, ki je zelo ohlapno povezan z prispevki, če sploh;
- zahteva kombinacijo z drugim oziroma tretjim segmentom – stebrom pokojninskega sistema).

Države, v katerih je javni pokojninski sistem zasnovan na Bismarkovem modelu so kontinentalne zahodnoevropske države (Avstrija, Belgija, Nemčija, Grčija, Italija, Luksemburg) in Japonska, Beveridgev model pa so od postavitve teh sistemov zasledovale Irska, Nizozemska in Velika Britanija (Werding, 2003). V ZDA, Finski, Franciji, Danski in na Švedskem je pokojninski sistem kombinacija obeh sistemov (Werding,

2003). Takšno stanje je v bistvu posledica dodajanja elementov, vezanih na dohodek. Oba dokaj skrajna modela sta tako v teh državah do določene mere doživela konvergenco (Gern, 2002).

Javni pokojninski sistemi se zaradi staranja prebivalstva soočajo z zelo resnimi težavami. V evropskih državah je problematiko nadalje zaostрила težka gospodarska situacija v zadnjem desetletju prejšnjega stoletja, ki je imela za posledico številne predčasno upokojene osebe, ki so dodatno obremenile delovno aktivno prebivalstvo (Thode, 2003). Proti le-tem obstajajo številni prijemi, ki pa so vsi po vrsti boleči in različno učinkoviti. Med najširše uporabljene metode sodijo podaljševanje meje upokojevanja s polnimi upravičenji, ukinjanje shem za predčasno upokojevanje ali pa zaostrovanje kriterijev za tovrstna upravičenja, prilagojevanje formule izračuna za pokojnine, obdobja zajema za izračun, prilagajanje indeksiranja glede na plače (rast produktivnosti) in cene življenjskih potrebščin, prehod na aktuarko pravičnejše izračune, kar je poznano pod sistemom NDC (*notional defined contribution*), povečevanje davčnih stopenj in nenazadnje uvajanje naložbenih delov (v okviru javnega pokojninskega sistema (European Pension, Reform..., 2004; Thode, 2002; Gruber in Wise, 2002; Werding, 2003). Tej zadnji opciji je dejansko podobna ustanovitev Kapitalske družbe, d.d. z namenom zagotavljanja pokojnin v prvem stebru.

2.2. DODATNI (PRIVATNI) POKOJNINSKI SISTEM

Če je v okviru javnih pokojninskih sistemov med državami precej razlik, lahko poudarimo, da v okviru drugega in tretjega stebra, kamor sodijo oblike naložbenega varčevanja, obstajajo zelo velike razlike.⁵ Zaradi različnih možnih sistemov, ki so posledica zgodovinskih razmerij in kolektivnih dogovorov med socialnimi partnerji, ki so se razvili v različnih okoljih, ob različnih stanjih gospodarstva in zaradi različnih potreb (Gruber, Wise, 2002), se zelo razlikujejo že same opredelitve, kaj

⁵ Naložbene pokojninske sheme bi lahko imenovali tudi privatne pokojninske sheme (*private pension schemes*). V okviru drugega stebra (po opredelitvi OECD) tudi po svetu, podobno kot pri nas (309. člen ZPIZ-1) poznajo zaprte in odprte pokojninske sklade (Yermo, 2002).

sodi v posamezen steber pokojninskega sistema. Opredelitve so, v splošnem gledano, tri (Yermo, 2002):

- opredelitev Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD)⁶:
 1. prvi steber, kamor sodi javno upravljani pokojninski sistem z vnaprej določenimi izplačili in v čisti pretočni obliki PAYG (*pay.as.you-go*), pri katerem so prispevki vezani na plače;
 2. drugi steber, ki ga predstavlja privatno upravljani naložbeni steber, pri katerem *se prispevki zagotavljajo na osnovi pogodbe o zaposlitvi* (kolektivni pokojninski sistem);
 3. tretji steber, ki predstavlja razne oblike *individualnih varčevalnih računov* in anuitet v času črpanja.
- opredelitev Svetovne banke (WB):
 1. prvi steber, kamor sodi relativno majhen po obsegu pravic, javno upravljani pokojninski sistem z vnaprej določenimi izplačili oziroma v čisti pretočni obliki PAYG;
 2. drugi steber, ki ga predstavlja *obvezni* privatno upravljani naložbeni steber, večinoma v obliki shem z vnaprej določenimi prispevki;
 3. tretji steber, katerega predstavljajo razne oblike individualnih varčevalnih računov, katerih skupna značilnost je, da so *prostovoljni*.
- opredelitev Mednarodne organizacije za delo (ILO):
 1. prvi steber, kamor sodi zagotavljanje pravic v minimalnem obsegu (za preprečevanje revščine), po možnosti financirano iz splošnih davkov;
 2. drugi steber, ki ga predstavlja obvezni javni pokojninski PAYG sistem (socialno zavarovanje), ki zagotavlja relativno solidno nadomestilo dohodka iz aktivnega obdobja – njegova značilnost naj bi bila, da ščiti posameznike pred izgubo kupne moči in ima opredeljeno zgornjo mejo pravic;
 3. tretji steber, katerega predstavljajo razne oblike naložbenih kolektivnih in individualnih varčevalnih računov, ki so lahko obvezni ali prostovoljni.

⁶ Klasifikacijo OECD je prevzela tudi Evropska Komisija (Yermo, 2002).

Nekatere pokojninske načrte je nemogoče »čisto« razvrstiti v posamezen klasifikacijski sistem, ker so dejansko mešanica, ne glede na to, v skladu s katero opredelitvijo (zgoraj) opredelimo pokojninski sistem. Takšna primera sta npr. ameriška pokojninska sistema 401(k) in Keogh načrt, ki v npr. skladu z opredelitvijo OECD sodita tako v drugi kot v tretji steber, odvisno s katerega vidika ju presojujemo. Za Slovenijo je glede na sistem, ki je predviden v Okviru gospodarskih in socialnih reform... (2006) in glede na zaključke tega besedila, najprimernejša opredelitev, ki jo uporablja OECD oziroma Evropska komisija – torej kolektivni pokojninski načrti naj bodo razumljeni kot *drugi steber* in individualni pokojninski načrti kot *tretji steber*.

V splošnem lahko naložbene pokojninske načrte, ne glede na zgornje stebričenje (in lastnosti le-tega), razdelimo v dve temeljni obliki – tiste, ki so organizirani v obliki vnaprej določenih pravic (*defined benefit*) ali vnaprej določenih vplačil⁷ (*defined contribution*). Pri prvem gre za zagotavljanje vnaprej določenih prejemkov v času upokojitve posameznika, ki so določeni ob vstopu v sistem in so nespremenjeni do upokojitve. Tveganje nezadosti zbranih sredstev za izplačilo, ne pa tudi tveganje dolgoživosti (ki predstavlja temeljno zavarovalno tveganje v zvezi z zagotavljanjem rent – glej str. 149) nosi izvajalec oz. sponzor takšnega načrta (podjetje). Le-ta se namreč zaveže, da bo ob upokojitvi članu takšnega pokojninskega načrta izplačal *določen znesek* – ta lahko zavisi od posameznikove plače ali pa je od le-te neodvisen (White et al., 2003), lahko pa tudi pokojnino do smrti posameznika.⁸ Pri pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi vplačili pa so pokojnine nedoločene. Višina le teh, je namreč neposredno odvisna od višine vplačil, uspešnosti upravljanja in administrativnih stroškov za upravljanje sredstev (Black in Skipper, 2000). Pri teh pokojninskih načrtih gre lahko za več izvedenk,

⁷ Velikokrat se uporablja termin *pokojninski sistem z vnaprej določenimi prispevki*. Ker gre za asociacijo z plačevanjem prispevkov v javni prvi steber, menimo, da bi bilo bolj smiselno v tekstu zakona uporabljati izraz vplačila kot prispevki.

⁸ Pokojninski načrti z vnaprej določenimi pravicami so lahko oblikovani kot PBO načrt (*projected benefit obligation*), ABO načrt (*accumulated benefit obligation*) ali VBO načrt (*vested benefit obligation*). Pri PBO gre za sedanjo vrednost izplačila ob upokojitvi, ki upošteva pričakovano naraščanje plače posameznika; pri ABO za sedanjo vrednost prihodnega izplačila brez upoštevanja trenutne plače in njene dinamike; pri VBO pa za pridobivanje pravic glede na dolžino vključenosti v pokojninski načrt (*vesting*).

npr. za izplačilo v obliki izplačila v enkratnem znesku (ki je namenjeno za nakup rente in tudi davčno tako obravnavano) ali za izplačilo anuitet (katerih vrednost se določi, ko je znana višina privarčevanih sredstev), katerih sedanja vrednost naj bi temeljila na aktuarskem izračunu in ustrezala vrednosti privarčevanih sredstev; ali pa v obliki, ki zagotavlja minimalno zajamčeno donosnost – takšen sistem od samega začetka razvoja pokojninskih zavarovanj poznamo tudi v Sloveniji (glej str. 50).

Med obema skrajnima sistemoma – z vnaprej določenimi vplačili in vnaprej določenimi pravicami, so se pojavili tudi številni hibridni sistemi, ki so povzročili konvergenco tudi (poleg konvergence v okviru javnega pokojninskega sistema) na področju naložbenih pokojninskih sistemov. Takšne oblike so npr. pokojninski načrt z vnaprej ciljanimi pravicami oz. pokojninami (*target-benefit plan*), t.i. *Taft-Hartley plan* in t.i. *cash-balance plan*. Pri prvem gre za obliko, kjer ob začetku varčevanja izvajalec in posameznik, ki je vključen v sistem pokojninskega varčevanja, določita želeno raven pokojnine, potem pa načrt sledi vsem elementom sistema z vnaprej določenimi vplačili⁹; pri *Taft-Hartley* pokojninskem načrtu gre za določanje obeh, tako prispevkov in pravic, s tem, da se diskrepanca, ki se v času pojavlja prilagaja bodisi s prilagoditvijo vplačil ali pa pravic; pri t.i. *cash-balance planih* pa gre za vplačila, vezana na višino plače ali starost člana pokojninskega načrta, na podlagi katerih se ustvarja določen minimalno garantiran donos, ki pripada članu pokojninskega načrta (Black in Skipper, 2000).

Sistemi z vnaprej določenimi pravicami zahtevajo, da izvajalec pokojninskega načrta oblikuje rezervacije za sedanjo vrednost pričakovanih obveznosti, ki jih bo moral glede na oblikovani pokojninski načrt (predpostavljeno obrestno mero, stroške, predpostavke o rasti plač posameznikov) izplačati, in seveda upravlja s premoženjem – oziroma ga v upravljanje prenese, namenjenim kritju le-teh (Black in Skipper, 2000). Mednarodni računovodski standard 39 (MRS39) določa metode vrednotenja, višino obrestne mere in obravnavanja presežka oziroma kritje primanjkljaja. Gre za princip, ki je podoben rezervacijam oz. kritnim skladom, ki jih uporabljajo zavarovalnice v skladu z Direktivo

⁹ Takšen pristop smo avtorji te monografije uporabili za določitev primerne davčne olajšave, ki jo priporočamo za slovenski dodatni pokojninski sistem (glej razdelek 6.9).

2002/83/EC o življenjskih zavarovanjih, čeprav ne gre za eksplicitne zahteve po njihovem oblikovanju.

Zahteve po oblikovanju kritnega sklada pa so na mestu v primeru, da izvajalec pokojninskega načrta z vnaprej določenimi pravicami garantira izplačilo posameznih pokojnin (in ne samo enkratnega zneska ob upokojitvi). V splošnem gre lahko namreč v okviru dodatnega pokojninskega varčevanja oziroma zavarovanja za pokojninske načrte oz. produkte treh konceptualno ločenih vrst. OECD (Pension Markets in Focus, 2005) jih opredeli kot:

1. pokojninske sklade – ti so lahko pravne osebe ali samo ločena premoženja, ki jih upravljajo (licencirane) finančne institucije (*pension funds*);
2. knjižne rezerve – le-te predstavljajo vknjižbe v bilance ustanovitelja, lahko na ločenih kontih oziroma računih in namenjena izplačilu pokojninskih pravic, vendar niso pogodbeno obveznost (*book reserves*);
3. pokojninske zavarovalne pogodbe/police – ki jih za pokojninske sklade izdajajo zavarovalnice (*pension insurance contracts*).

Pri zavarovalnih pokojninskih načrtih je način financiranja opredeljen z zavarovalno pogodbo. Zavarovalnica, ki takšen produkt izvaja, se že ob sklenitvi pogodbe zaveže, da bo izplačevala določeno višino pokojnine do smrti. Pokojnina je sicer odvisna od višine vplačila. V razvitih finančnih okoljih so se razvile številne oblike zavarovalnih produktov, ki služijo tem namenu. Gre za t.i. rente (*annuities*), ki imajo lahko zelo različne karakteristike (lahko gre za naraščajoča vplačila, nespremenjena vplačila v času, idr.), značilnost vseh pa je, da zavarovalnica nosi tako biometrična kot tudi finančna tveganja. Od vseh oblik dodatnega pokojninskega sistema, je le-ta oblika z vidika zavarovalnice najbolj tvegana, saj ob sklenitvi pogodbe že vključuje predpostavke za celotno življenjsko obdobje in ne samo za obdobje varčevanja (Black in Skipper, 2000).¹⁰

¹⁰ Takšen produkt je npr. davčno priznana anuiteta (*tax-sheltered annuities*) v obliki 403(b) anuitetnega načrta, ki jo v ZDA davčna uprava priznava zaposlenim v dobrodelnih in javnih izobraževalnih sistemih (Black in Skipper, 2000, str. 541).

Pokojninski skladi so oblikovani kot ločena premoženja, ki jih upravlja finančna institucija – lahko tudi v imenu podjetja, ki oblikuje pokojninski sistem z vnaprej določenimi pravicami. Takšni so npr.: varčevalni načrti (t.i. *thrift plans*) in *401(k) plans*.

(Black in Skipper, 2000, str. 728-736) navajata še tretjo, vmesno možnost, ki se je razvila v ZDA. Poleg zavarovalnih pokojninskih pogodb (imenujeta jih *fully insured pension plans*) in pokojninskih skladov ter premoženj (imenujeta jih *non-insured plans* oz. *trusteed pension plans* oz. *pension funds*), obstajajo še kombinirani pokojninski načrti (*split-funded pension plan*). Pri kombiniranih pokojninskih načrtih gre za mešanico obeh sistemov, kjer se navadno del vplačil nameni za plačilo premije življenjskega zavarovanja ali neposredno premije za izplačilo anuitete.

OECD v dokumentu *Private Pensions* (2005, str. 48) navaja, da so zavarovalniške pogodbe (*pension insurance contracts*) redek instrument in da pa jih večina držav izključuje iz pokojninskega sistema.

V primerih, da je dodatni pokojninski sistem osnovan v skladu s tretjo točko po opredelitvi OECD oz. kadar gre za kombinacijo skladov in zavarovalnih pogodb, je smiselno, da se za obvladovanje tveganj uporablja institut kritnega sklada, kot ga pozna Direktiva 2002/83/EC o življenjem zavarovanju. Ta značilnost je ključnega pomena za razumevanje vsebine in razmerij slovenske ureditve glede pokojninskih družb in zavarovalnic v delu, ki se nanaša na uporabo kritnega sklada po *Zakonu o zavarovalništvu* (ZZavar).

2.2.1. Pregled dodatnih pokojninskih sistemov po državah

Med državami se dodatni pokojninski sistemi, tako glede obstoječih predpisanih oblik, višine olajšav, nujnosti vključenja, vezavo na zavarovalniške produkte, zelo razlikujejo. Dva izmed temeljnih razlogov, da je temu tako, sta zgodovinska zasnovanost javnega pokojninskega sistema in politična občutljivost tematike. Zaradi prvega se prebivalstvo namreč različno hitro zaveda pomena varčevanja v dodatnem (naložbenem) pokojninskem sistemu (Bodie et al., 2002), drugi razlog pa

je pogojen z dolžino političnih ciklov, ki so bistveno krajši kot problematika zagotavljanja vzdržnosti pokojninskega sistema.

Pokojninski načrti v okviru drugega stebra so trenutno po svetu, kljub ogromnim težavam, s katerimi se v po letu 2000 soočajo¹¹, še vedno večinoma organizirane po načelu vnaprej določenih pravic. Takšnih načrtov je v okviru drugega stebra pokojninskega sistema EU nekaj manj kot 75 odstotkov (šteto skupaj z mešanimi shemami, torej tistimi, ki vključujejo tako elemente sistema z vnaprej določenimi vplačili kot tiste z vnaprej določenimi pravicami), čeprav se trenutno dogaja strukturni premik proti sistemom z vnaprej določenimi vplačili – ne samo v ZDA, Veliki Britaniji in na Irskem. Delodajalci zaradi velikih deficitov zapirajo tovrstne načrte za nove člane, ter spodbujajo delojemalce, da se vključijo v načrte z vnaprej določenimi vplačili (The New Global Defined Contribution Environment, 2005; Bešter, 2004; The Pension Issues, 2005). Sheme z vnaprej določenimi pravicami so predvsem značilne za ZDA, Nemčijo, Portugalsko, Nizozemsko, Veliko Britanijo in Irsko. Strukturni premik v nekaterih državah ni zgolj posledica v zadnjem obdobju nakopičenih izgub zaradi večinoma zgrešenih aktuarskih predpostavk in precenjevanja donosnosti nekaterih naložbenih razredov (predvsem delnic), kar je sponzorjem načrtov z vnaprej določenimi pravicami omogočalo t.i. »počitnice« (*contribution holidays*), ampak se kaže kot bolj dolgoročen trend. V Avstraliji so npr. pokojninski prihranki pred dvajsetimi leti predstavljali 19 odstotkov BDP. Organizirani so bili skoraj izključno kot sheme z vnaprej določenimi pravicami, v letu 2005, ko pa njihov obseg znaša 85 odstotkov BDP pa so ti načrti večinoma organizirani kot načrti z vnaprej določenimi vplačili (The New Global Defined Benefit Environment, 2005). Prednosti sistema z vnaprej določenimi vplačili se kažejo v manjšem tveganju za oblikovalce oz. upravljavce, možnosti svobodne izbire glede višine vplačil, možnosti vpliva na donosnost in potencialen vpliv na tekoče dobičke v prihodnosti. Velika prednost načrtov z vnaprej določenimi vplačili pa se kaže v enostavnosti in razumljivosti (McKinney in McKinney, 2006).

¹¹ Za pregledno branje o težavah pokojninskih sistemov, zasnovanih na principu vnaprej določenih pravic, glej Bešter (2004) in Algira (2006).

Po zbranih sredstvih v dodatnem (privatnem) pokojninskem sistemu, po državah obstajajo velike razlike. Absolutno največ sredstev je v raznih oblikah pokojninskih načrtov zbranih v ZDA (6,700 milijard USD – glej spodnjo tabelo), vendar se glede na zbrana sredstva na prebivalca (ne člana pokojninskega sistema) v svetovnem merilu z 22 tisoč USD ZDA uvrščajo na tretje mesto. Prvo mesto pripada Švici z 39 tisoč EUR na prebivalca, drugo pa Nizozemski z 26 tisoč EUR na prebivalca. Predvsem je opaziti, da nove članice EU, čeprav se večinoma zavedajo problematike drugega in tretjega stebra pokojninskega sistema, teh praktično nimajo ali pa zagotavljata bistveno premajhno nadomeščanje izpadlega dohodka iz naslova prvega stebra (The Pension Issues..., 2005).

Prikaz 1: Sredstva, zbrana v dodatnem pokojninskem zavarovanju po nekaterih evropskih državah na 31.12.2002

	Sredstva v milijardah EUR	Število prebivalcev v milijonih	Sredstva p.c. v EUR
Švica	295,4	7,5	39.387
Nizozemska	436,1	16,5	26.432
ZDA**	6.667,0	298,4	22.342
UK	949,6	60,6	15.670
Švedska	116,2	9,0	12.916
Kanada**	366,0	33,1	11.057
Danska	42,2	5,5	7.671
Nemčija	354,1	82,4	4.297
Irska	44,8	10,7	4.187
Finska	11,1	5,2	2.125
Avstrija	15,9	8,2	1.939
Portugalska	15,9	10,6	1.497
Belgija	13,4	10,3	1.298
Spanija	45,8	40,4	1.133
Francija	47,4	60,9	778
Italija	34,5	58,1	594
Slovenija*	0,7	2,0	345
Skupaj	9.456		

Viri: Total Pension Fund Assets, 2006; Global Pension Statistics Project, 2005;

Finančni trgi, januar 2006; The World Factbook 2006; lastni izračun.

* Op.: podatek za konec tretjega četrtletja 2005.

** Op.: podatek v milijardah USD na dan 31.12.2001.

Švica

Švica ima pokojninski sistem zasnovan na tri-stebrnem sistemu z dolgo tradicijo. Sestavljajo ga prvi, relativno skromen pretočni I. steber, obvezen II. steber, ki predstavlja kolektivni pokojninski sistem, in III. steber, podkrepjen z davčnimi spodbudami (Gern, 2002). Delodajalci in delojemalci v I. steber vplačujejo vsak po 2,1 odstotka dohodka posameznika, 20 odstotkov celotnih izdatkov zagotavlja država iz proračuna (Rechsteiner, 1996). V okviru kolektivnega pokojninskega sistema država zahteva, da podjetja plačujejo vsaj polovico vplačil, ki znašajo 10 odstotkov plače posameznika. Vplačila so zaradi omogočanja prenosa prihrankov knjižena na individualnih računih in funkcionirajo po načelu vnaprej določenih vplačil (Gern, 2002).

Nizozemska

Nizozemska je dežela, ki iz javnega pokojninskega sistema zagotavlja nizko in z dohodkom močno regresivno pokritost dohodka, ki je vezana na minimalno plačo, ima pa zelo razvit in močan drugi steber. Kljub temu, da so kolektivne sheme prostovoljne, je vanje vključenih 83 odstotkov delovno aktivnega prebivalstva (Gern, 2002). Večina kolektivnih načrtov je organizirana na način, da zagotavljajo vnaprej določene pravice, ki navadno zagotavlja 70 odstotkov plače ob upokojitvi (The Pension Issues..., 2005). Zaradi omenjene visoke pokritosti (k temu prispeva tudi določilo, da morajo biti v pokojninski načrt delodajalca vključeni vsi zaposleni, če le-ta načrt sponzorira), je potreba po individualnih prihrankih v okviru III. stebra, relativno majhna (Gern, 2002, str. 460).

Na Nizozemskem so v okviru III. stebra pokojninskega sistema davčnih olajšav deležne tudi (individualne) pogodbe življenjskega zavarovanja. Obdavčitvi so pri njih, podobno kot pri vseh načrtih v okviru II. stebra, podvržena le izplačila, vplačila in kapitalski dobički pa so obdavčenja oproščeni (Kremers, 2002, str. 300).

Z letom 2007 naj bi (s sprejetjem novega pokojninskega zakona) v veljavo stopila nova pravila nadzora, ki bodo od izvajalcev zahtevala doslednejše obvladovanje tveganj in popolno pokritje pričakovanih

obveznosti, pri čemer se bodo upoštevale zadnje tablice smrtnosti, tržna krivulja donosnosti, in nova pravila o kapitalski ustreznosti, ki bodo temeljila na principih obvladovanja tveganja (*risk-based capital framework*) (Financial Market Trends, 2005, str. 34-5).

Velika Britanija

Velika Britanija ima sistem javnega pokojninskega zavarovanja (*National Insurance*) zasnovan na Beveridgovem modelu. Iz njega posamezniki po upokojitvi dobivajo 38 odstotkov povprečne plače. V dodatni (prostovoljni) kolektivni pokojninski sistem, ki je organiziran s strani delodajalcev po načelu vnaprej določenih pravic, je vključenih približno 40 odstotkov delovno aktivnega prebivalstva. Iz njega trenutno pokojnine dobiva 60 odstotkov posameznikov, ki se upokojujejo. Kolektivni pokojninski načrti so navadno tudi pri posameznem delodajalcu razdeljeni in ločujejo posamezne kategorije zaposlenih. Individualni pokojninski sistem ni posebno močno razvit, čeprav je država po letu 2001 uvedla spodbude za ustanavljanje načrtov z vnaprej določenimi vplačili (The Pension Issues..., 2005; Gern, 2002; European Pension Reform, 2004).

Združene države Amerike

Podobno kot Velika Britanija, imajo tudi ZDA univerzalen sistem socialne varnosti (*Social security*), ki v povprečju zagotavlja le 40-odstotno pokrije plače. Čeprav so 12,4 odstotni prispevki navzgor omejeni, sistem povzroča močno prerazdeljevanje dohodka (Gern, 2002). Na drugi strani ima razvite različne vrste pokojninskih načrtov tako kolektivne kot individualne. Sistem sestoji iz 700.000 privatno upravljanih skladov. Davčno obravnavo določa *Employee Benefit Security Administration* EBSA, ki je sestavni del ministrstva za delo, skladi pa so pod nadzorom davčnega urada (*Internal Revenue Service*) (Hinz in Mataoanu, 2005),

Posamezniku so poleg načrtov, ki jih financirajo delodajalci, na voljo tudi posamezni varčevalni mehanizmi, ki pod določenimi pogoji omogočajo tudi črpanja sredstev v vmesnem obdobju (npr. *thrift plans* in 401(k)). Črpanje pred upokojitvijo povzroči davčno obveznost v višini 10% črpanega zneska (*premature distribution tax*). Črpanje je bolj striktno

omejevano v primeru 401(k) shem, kjer posamezniki v skladu s pravili davčne službe, niso upravičeni do črpanja pred dopolnjeno starostjo 59,5 let, razen če umrejo, postanejo invalidni, zamenjajo službo ali utrpijo finančne težave.¹² Davčna olajšava, ki jo posameznik lahko izkoristi v posameznem letu znaša 10% plače (pri t.i. *thrift plans*) ali 10.000 USD (pri t.i. 401(k) načrtih) (Black in Skipper, 2000, p 520). Kolektivni pokojninski načrti v zadnjem času izrazito prehajajo od načrtov z vnaprej določenimi pravicami na načrte z vnaprej določenimi vplačili (Aglira, 2006, Financial Market Trends, 2005).

Ameriški pokojninski sistem je pomembno poznati, saj je del širšega finančnega sistema, ki je najkonkurenčnejši in najbolj razvit na svetu. Pravna ureditev in regulacija je zelo liberalna in prilagodljiva, ne vsebuje niti vnaprejšnjega licenciranja in dovoljenj (razen kvalifikacije za davčne namene), intervencije nadzornika v sistemu temeljijo na izjemah in ne pravilih. Po drugi strani pa je v sistemu jasno poudarjeni elementi skrbnega gospodarjenja (v skladu z *Employee Retirement Income Security Act* - ERISA veljata instituta t.i. *prudent investor rule* in *fiduciary responsibility*), razkrivanju informacij in revidiranju izkazov. Naložbene politike pri pokojninskih produktih so popolnoma sproščene, brez omejitev posameznih naložbenih razredov (Survey of investment Regulation of Pension Funds, 2004). Nadzorniki nimajo možnosti kaznovanja izvajalcev po posebnih zakonih (razen v zelo majhnem obsegu), za kar se v kazenskih primerih uporablja civilno pravo. V zadnjem času so postali zelo orientirani na izobraževanje, tehnično pomoč in spodbujanje vključevanja v prostovoljne programe za obveščanje in dvigovanje profesionalnosti. Velik poudarek je na odprti komunikaciji (Hinz in Mataoanu, 2005).

Poljska

Poljska, ki sicer v okviru dodatnega pokojninskega sistema ni brez slabosti (npr. glede postavljenega sistema donosnosti oz. presojanja uspešnosti – glej npr. Kominek, 2006), velja za državo, ki je uspešno reformirala pokojninski sistem v smeri večje vključenosti v drugi obvezni

¹² Pension Protection Act je leta 2006 določbo zrahljal na 50 let, in sicer za delavce, ki skrbijo za javno varnost (The Public Protection Act, 2006).

steber na naložbenih temeljih. To je dosegla tudi s preusmerjanjem 20 odstotkov obstoječih prispevkov v drugi steber, ki ga upravljajo s strani *Insurance and Pension Funds Supervisory Commission* nadzirane banke in zavarovalnice (Gern, 2002, str 471). Sredstva v upravljanju so konec leta 2004 znašala približno 15 milijard EUR, v letu 2005 pa prirasla s stopnjo 50 odstotkov (Open Pension Funds in Poland 2004, 2005).

Poljski pokojninski zakon zahteva striktno razdelitev vplačil in pripisovanje na individualne račune in dosledno vrednotenje – koncept podoben kot v Sloveniji pri vzajemnih skladih, le da morajo pokojninski skladi delovati v korporativni obliki (glej 99. in 2. člen poljskega zakona *Law on Organization and Operation...*, 1997). Delnice po zakonu niso naložbeni razred s posebnimi omejitvami, naložbe v nepremičnine pa so prepovedane.

Danska

Danska je poleg javnega pokojninskega sistema, ki se financira iz davkov in nadomešča približno 38 odstotkov povprečne plače, vzpostavila dodatni pokojninski sistem na osnovi obveznih vnaprej določenih vplačil (t.i. *Arbejdsmarkedets Tillaegspension - ATP*) relativno močan sistem. Oba dela se štejeta v okvir javnega pokojninskega sistema. Poleg njega pa obstajata še dva naložbena dela – kolektivni in individualni. Reforme gredo v smer krepitve kolektivnega dela, ki je izpogajan s kolektivnimi pogodbami in praktično pokriva vse delodajalce. Država z davčnimi olajšavami spodbuja tudi individualno pokojninsko varčevanje v pokojninskih skladih. Ne glede na to, da je to varčevanje prostovoljno, je ta oblika varčevanja popularna oziroma zelo razširjena (Gern, 2002).

2.2.2. Umestitev slovenske ureditve dodatnega pokojninskega sistema in njene problematike

Dodatni pokojninski sistem je v Sloveniji zaživel januarja 2000, ko je stopil v veljavo prenovljen *Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju* (ZPIZ-1). Organiziran je na način, da dopolnjuje obvezno pokojninsko zavarovanje v pretočnem javnem pokojninskem sistemu – t.i. prvem stebru. Pokojninske načrte lahko oblikujejo banke, ki imajo

dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja bančništvo (ZBan) in zavarovalnice ter pokojninske družbe, ki imajo dovoljenje za opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja zavarovalništvo (ZZavar). Ob koncu tretjega četrtletja 2005 je na trgu produkte pokojninskega zavarovanja (t.i. pokojninske načrte) ponujalo 11 izvajalcev. Sedem vzajemnih pokojninskih skladov je upravljalo 5 izvajalcev (3 banke – Abanka, Banka Koper in Probanka), zavarovalnica (Generali) in Kapitalska družba, 4 pokojninske družbe (Pokojninska družba A, Skupna pokojninska družba, Prva pokojninska družba in Moja naložba) in 2 zavarovalnici (Triglav in Adriatic Slovenia) pa so pokojninsko zavarovanje ponujale v obliki, ki temelji na kritnih skladih oziroma ZZavar (Finančni trgi, 2006).

Slovenski dodatni pokojninski sistem temelji na modelu vnaprej določenih vplačil, pri čemer je določena minimalna skupna vrednost sredstev sklada, ki je vezana na delež pretekle donosnosti vseh državnih vrednostnih papirjev z ročnostjo nad enim letom – javnosti poznano kot *zajamčena donosnost* (Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti do dospelja državnih vrednostnih papirjev, 2005). Pri tem jamstvu ne gre za jamčenje vnaprej določene donosnosti, temveč za doseganje deleža (vsaj 40 odstotkov) donosnosti opredeljenega premoženja državnih vrednostnih papirjev.

Pokojninske družbe in zavarovalnice pokojninske načrte oblikujejo na način, ki jim omogoča izračunavanje odkupne vrednosti na podlagi sorazmernega deleža zavarovanca v donosu kritnega sklada, ki je opredeljen v ZZavar, in imajo možnost oblikovati posebne rezervacije, ki smejo sicer znašati največ 10 odstotkov vrednosti zajamčenih sredstev.

Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve mora odobriti pokojninski načrt na zahtevo izvajalca pokojninskega načrta. Vzajemni pokojninski skladi so pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev. Pokojninske družbe in zavarovalnice, so pod nadzorom Agencije za zavarovalni nadzor. ZPIZ-1 pa ureja tudi *Sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja* SODPZ, ki je začel delovati 1.1.2001. Pri SODPZ gre za oblikovanje poklicnega pokojninskega zavarovanja, za

spremembo razmerij v okviru 1. stebra, saj je vključenost vezana na delovna mesta, za katera se je pred oblikovanjem omenjenega sklada štela zavarovalna doba s povečanjem. Poleg v ZPIZ-1 pa sta posebna pokojninska sklada, opredeljena po drugih dveh zakonih. Prvi pokojninski sklad (PPS), ki je bil oblikovan z *Zakonom o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb* (ZPSPID) sredi leta 1999 in je pod nadzorom Agencije za zavarovalni nadzor. Sklad ZVPSJU (zaprti vzajemni pokojninski sklad za javne uslužbence) pa je bil ustanovljen na podlagi *Zakona o kolektivnem dodatnem pokojninskem zavarovanju za javne uslužbence* in je pričel delovati v mesecu decembru 2003. Oba posebna sklada upravlja Kapitalska družba.

Ob koncu tretjega četrtletja 2005 so vsi izvajalci skupaj iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja upravljali s 166 milijardami tolarjev sredstev (vzajemni pokojninski skladi 90 milijard, pokojninske družbe 61 milijard in zavarovalnice 15 milijard tolarjev), kar je 26 odstotkov več v primerjavi s koncem leta 2004.

Kljub temu dodatni pokojninski sistem predstavlja komaj približno 1,5 odstotka celotnega slovenskega finančnega sistema – pokojninske družbe 0,6 odstotka, vzajemni pokojninski skladi 0,7 odstotka in zavarovalnice približno 0,2 odstotka (Finančni trgi, 2006). Pokritost delovno aktivnega prebivalstva z dodatnim pokojninskim zavarovanjem se je povečala od 21 odstotkov v letu 2002 na 53 odstotkov v letu 2005. Ob tem pa je treba poudariti, da je drastično poskočila z ustanovitvijo in začetkom delovanja ZVPSJU (iz 26 odstotkov v letu 2003 na 50 odstotkov v letu 2004). Delež sredstev v BDP v višini 2,2 odstotka ob koncu leta 2005 je, gledano s stališča primerjave z razvitimi državami, skromen (Poročilo o finančni stabilnosti, 2006). V državah EMU le-ta namreč znaša 89 odstotkov BDP, s tem, da so nekatere države sredi sprejemanja reformnih ukrepov in so še zelo daleč od stabilnega dodatnega pokojninskega sistema. V Veliki Britaniji je npr. le-ta ob koncu leta 2004 znašala 65 odstotkov, v ZDA 95 odstotkov, na Nizozemskem 112 odstotkov (Pension Markets in Focus, 2005).

Prikaz 2: Struktura naložb pokojninskih družb, zavarovalnic in vzajemnih pokojninskih skladov iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja

	PD		VPS		Zavarovalnice		Skupaj	
	v mio SIT	%	v mio SIT	%	v mio SIT	%	v mio SIT	%
31.12.2003								
Državni VP	14.642	52,7	11.572	23,7	6.524	73,2	32.738	38,3
Bančni depoziti	5.880	21,2	5.648	11,6	471	5,3	11.999	14,0
Drugi VP	7.226	26,0	31.340	64,3	1.876	21,0	40.442	47,3
Ostalo	14	0,1	194	0,4	42	0,5	250	0,3
Skupaj	27.762	100,0	48.755	100,0	8.913	100,0	85.430	100,0
31.12.2004								
Državni VP	20.887	44,8	23.683	32,7	8.529	68,0	53.098	40,3
Bančni depoziti	6.877	14,7	5.182	7,1	359	2,9	12.417	9,4
Drugi VP	18.064	38,7	43.275	59,7	3.245	25,9	64.585	49,0
Ostalo	821	1,8	369	0,5	403	3,2	1.592	1,2
Skupaj	46.648	100,0	72.508	100,0	12.536	100,0	131.692	100,0
30.09.2005								
Državni VP	22.655	37,1	30.061	33,5	11.340	74,4	64.056	38,6
Bančni depoziti	11.394	18,7	8.369	9,3	779	5,1	20.541	12,4
Drugi VP	26.573	43,5	50.984	56,9	2.837	18,6	80.394	48,4
Ostalo	419	0,7	256	0,3	290	1,9	965	0,6
Skupaj	61.040	100,0	89.670	100,0	15.246	100,0	165.956	100,0

Vir: Finančni trgi, 2006.

Struktura naložb izkazuje zelo konzervativno naložbeno politiko. Konec leta 2005 je delež državnih vrednostnih papirjev, denarja in depozitov znašal 92 odstotkov. Delnic v premoženjih praktično ni, v drugih državah pa dosega delež delnic več kot 50 odstotkov (ZDA, Velika Britanija). Če jim prištejemo še delež, ki je namenjen enotam premoženja (pretežno delniških) vzajemnih skladov, odstotki presežejo 60 odstotkov vseh sredstev – npr. v Veliki Britaniji, Belgiji, ZDA, Kanadi (Global Pension Statistics Project, 2005). Pokojninski skladi na Poljskem so v letu 2004 namenjali približno 33 odstotkov sredstev za nakup delnic (Open Pension Funds in Poland, 2005). V Sloveniji je delež delnic ob koncu leta 2005 v vseh oblikah znašal 4 odstotke (Poročilo o finančni stabilnosti, 2006), ob tem pa je potrebno opozoriti na posebnost, ki jo povzroča Prvi pokojninski sklad (ki je v statističnih podatkih zajet med vzajemne pokojninske sklade, ki izkazujejo 26 odstotni delež lastniških naložb) –

le-ta ima namreč v strukturi sredstev 19,5 milijard SIT oz. 54 odstotkov naložb v lastniških vrednostnih papirjih (Finančni trgi, 2006). Tako konzervativna naložbena struktura je posledica zakonsko predpisane zjamčene donosnosti, ki velja za vse pokojninske načrte. Banka Slovenije v publikaciji o finančni stabilnosti predlaga smiselno rešitev – odpravo zjamčene donosnosti za nove sheme (Poročilo o finančni stabilnosti, 2006), kar obravnavamo v nadaljevanju.

Nadalje Banka Slovenije v isti publikaciji napoveduje, da je glede na relativno nerazvitost dodatnega pokojninskega sistema v Sloveniji in čedalje bolj neugodno starostno strukturo prebivalstva, ki bo v prihodnje povzročala še večje pritiske na javni pokojninski sistem, mogoče pričakovati nadaljnjo krepitev tega segmenta finančnega sistema. Lahko smo prepričani, da takšna napoved vsebuje predpostavko, da se v sistemu marsikaj spremeni in ureditev pomakne bliže sodobnim ureditvam v svetu – med drugim ukine splošno zjamčeno donosnost in doseže večjo konkurenco in preglednost. Vse te ukrepe razčlenjujemo v razdelku 6.

S ciljem zagotovitve zelene razširitve oz. vseobsežnosti v nadaljevanju (po pregledu globalnih trendov) ugotavljamo temeljne značilnosti pokojninskega zavarovanja (tistega, ki je trenutno veljaven v Sloveniji in na splošno), in na tej podlagi preverjamo ali je sistem, kakršen je zadosti pregleden, stabilen in zaupanja vreden, ali ga je potrebno v temelju prilagoditi, da te zelene značilnosti pridobi. Slovenski pokojninski sistem, čeprav v ureditvi, ki je namenjen za popolnoma isti cilj (zagotavljanje dodatnih pokojnin vsem prebivalcev, če pustimo Prvi pokojninski sklad in Sklad obveznega dodatnega pokojninskega zavarovanja ob strani), zaradi razvoja v preteklosti, vsebuje različne rešitve. Pokojninske družbe in zavarovalnice vplačane pokojninske premije namreč tretirajo drugače kot vzajemni pokojninski skladi. V pričujoči monografiji ugotovljamo, ali lahko sistem kakršen je, ob nadaljnji liberalizaciji posameznih segmentov, zagotovi hiter razvoj.

Poleg domačih kritik strokovnjakov, ki poznajo sisteme dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja doma in po svetu, je slovenski pokojninski sistem tudi tarča kritik v mednarodno primerljivih študijah. Tako npr. PragmaConsulting kritizira ločen nadzor, ki ga izvajata obe agenciji (Agencija za trg vrednostnih papirjev in Agencija za zavarovalni

nadzor) in ki omogoča različno obravnavanje ter vnaša zmedo. Avtorji študije se, sicer ne poglobljeno, sprašujejo ali je smiselno za isti namen imeti več po vsebini različnih vrst pokojninskih načrtov in trdijo, da bi morala biti vsa dodatna pokojninska zavarovanja, ne glede na vrsto izvajalca, podvržena istemu regulatornemu režimu in enemu nadzorniku (The Pension Issues, 2005, str. 122). Nadalje avtorji omenjene študije poudarjajo, da bi bilo potrebno odpraviti obvezno zjamčeno donosnost brez možnosti izbire in na ta način omogočiti večjo razpršenost, donosnost in stroškovno učinkovitost, ter opozarjajo na škodljivost določila, zapisanega v 302. členu, ki davčno olajšavo pogojuje z odstotkom vključenih delojemalcev v dodatno pokojninsko zavarovanje, ki ga organizira posamezen delodajalec (The Pension Issues, 2005).

Dodatni pokojninski sistem naj bi bil ob dejstvu, da so vanj vključeni nezadostno finančno izobraženi posamezniki, in to na prostovoljni bazi, ki si želijo nadomestiti izpad dohodka na stara leta, čim bolj enostaven in pregleden. Le tak je namreč lahko zaupanja vreden in ima potencial rasti.

3. GLOBALNI TRENDI POKOJNINSKIH REFORM

Iz opisanih posameznih značilnosti sistemov izhaja, da je nemogoče navesti skupne trende glede posameznih kompleksnih značilnosti načrtov, saj so tako različni, prepleteni in obremenjeni s preteklostjo (Hinz, Mataoanu, 2005). Tako je mogoče podati zgolj skupno smer razvoja. To pa je nesporno krepitev prihodnjih pričakovanih pokojnin na osnovi naložbenih pokojninskih načrtov (Gern, 2002). Pokojnine iz tega naslova se bodo morale v prihodnosti krepiti, saj se bo le tako mogoče soočiti z drastičnim trendom staranja prebivalstva (Thode, 2002). Kljub visokim deležem izdatkov za zagotavljanje pokojnin in projicirani dinamiki (podatki iz študij WB, OECD), je stanje v splošnem manj zaostreno v ZDA kot v EU (Feldstein, 2002):

- V državah EU je demografska problematika bolj pereča – delež med prebivalstvom, starim nad 65 let in prebivalstvom starim med 15 in 64 let naj bi do leta 2050 v ZDA narastel iz 19 na 36 odstotkov, v EU pa iz 24 na 49 odstotkov;

- Višina davkov je v ZDA bistveno nižja kot v EU (tretjina v primerjavi s polovico ali več BDP), kar pomeni večjo mrtvo izgubo ob nadaljnjem nujnem poviševanju (le-ta namreč narašča z kvadratom mejne davčne stopnje);
- V večini držav EU so individualni pokojninski računi redkost oziroma novost, uvedena v zadnjih nekaj letih, sicer pa so pokojninska upravičenja financirana s pomočjo pretočnih sistemov brez (pomembnejšega) kritja.

Evropske države ugotavljajo, da razdrobljenost pokojninskih sistemov po državah EU postaja vse večja ovira. To se predvsem kaže v kolektivnem delu dodatnega pokojninskega sistema.¹³ To ugotavljajo predvsem na podlagi dejstva, da sredstva, ki naj bi pripadala posamezniku v sistemu z vnaprej določenimi pravicami, niso popolnoma prenosljiva. V preteklosti (in marsikje tudi še dandanes) se je dogajalo, da je posameznik z menjavo službe izgubil vse pravice. Ta značilnost postaja ovira enemu pomembnejših dejavnikov dinamične gospodarske rasti – mobilnosti dela. Trenutno je v okviru EU mobilnost dela prisotna le v skupini visoko-izobraženih posameznikov, ne pa tudi na splošno (Kremers, 2002). Tudi Evropske države so spoznale britko dejstvo, da ob naraščajoči mobilnosti kapitala mobilnost dela postaja cokla razvoja, pokojninski sistemi pa nemobilnost še povečujejo.

Mobilnost dela je poudarjena tudi v sklopu petih ključnih razvojnih prioritet za doseganje nacionalnih ciljev Republike Slovenije v obdobju 2006-2013 (Strategija razvoja Slovenije, 2005). Velikost tega učinka je zelo odvisna od zasnove pokojninskega sistema. Pokojninski sistem, zasnovan na principu vnaprej določenih pravic, torej povzroča bistveno

¹³ To je predvsem posledica dejstva, da je Evropska unija za banke, zavarovalnice, investicijske sklade in druge finančne posrednike uveljavila številne norme in previdnostne mehanizme, pokojninske sklade pa v večji meri pustila v domeni posameznih držav (Chetcuti, 2002). Tako države posamično uvajajo oz. ohranjajo nekatere omejitve, kot npr. minimalni delež vseh naložb pokojninskega sklada, ki morajo biti naložene v državne obveznice, navzgor omejujejo delež delnic in drugih, različnim vrstam tveganja izpostavljenim naložbam, ipd. Ob tem trdijo, da s tem početjem ščitijo zavarovance oz. uživalce pravic, vendar je ob prekomernem omejevanju čedalje bolj jasno, da si predvsem zagotavljajo vzdržno in dolgoročno stabilno povpraševanje po obveznicah, ki financirajo tekoče proračunske primanjkljaje in javni dolg (Chetcuti, 2002). S tem pravzaprav ohranjajo PAYG naravo pokojninskega sistema.

večji tovrstni negativni učinek kot pokojninski sistem tipa vnaprej določenih vplačil (Jousten in Pestieau, 2002), saj je le-ta bistveno bolj primeren za zaposlene, motivirane po paroli »*pay-to-stay*« (Algira, 2006). Gre namreč za sistem prenosa prihrankov oz. upravičenj posameznih zaposlenih, ko le-ti menjajo službo. Nizozemska je ena prvih držav (in v literaturi se navaja za zgled) uzakonila sistem prenosa prihrankov kolektivnega zavarovanja tipa vnaprej določenih pravic, ki pa seveda deluje le znotraj Nizozemske. Temelji na principu aktuarsko izračunanih upravičenj in individualnih računih.

Na ravni EU lahko v prihodnje pričakujemo konvergenco značilnosti pokojninskih sistemov in davčnih ureditev (Kremers, 2002). Pred sprejetjem direktive 2003/41/EC je bilo po drugi strani zaradi razdrobljenosti in specifičnih lokalnih zakonodaj nemogoče dosežati ekonomije obsega upravljanja sredstev posameznih delodajalcev, ki poslujejo v več državah (multinacionalna podjetja), saj je bilo potrebno v vsaki državi ustanoviti poseben sklad in razdeliti pokojninska vplačila na manjše celote (Chetcuti, 2002). S sprejemom direktive 2003/41/EC so se stvari nekoliko izboljšale – izvajalec pokojninskega načrta lahko sedaj posluje v več državah na podlagi t.i. potnega lista, nujno pa se mora v delu premoženja (le-tega mora namreč voditi na ločenih računih) prilagoditi lokalni delovni zakonodaji (20. člen direktive 2003/41/EC). Prenosljivost pokojninskih pravic ciljata tudi Direktiva 98/49/EC o zaščiti pravic iz dodatnega pokojninskega zavarovanja zaposlenih in samozaposlenih oseb, ki se gibljejo v Skupnosti in Direktiva 2001/23/EC o približevanju zakonodaje držav članic v zvezi z ohranjanjem pravic delavcev v primeru prenosa podjetij, obratov ali delov podjetij ali obratov.

Agusztinovics (2002) poudarja, da bo naslednje obdobje zaznamovala individualiziranost pokojninskih sistemov, s čimer se strinjajo mnogi avtorji. Države bodo poleg finega nastavljanja (marsikje tudi grobih prilagoditev) popravljala javne pokojninske sisteme, širile pokritost kolektivnih shem in dodatno (davčno) spodbujale individualne oblike pokojninskega varčevanja. Obseg v posameznem segmentu pa se bo od države do države povečeval. Vsi ti trendi so jasno poudarjeni že sedaj (Gern, 2002, str 445-6). To ne bo nujno potrebno zgolj zaradi demografskih trendov, temveč tudi zaradi samih značilnosti in strukture

trga dela. Še posebej, če bo le-ta postal bolj globalen in prilagodljiv tudi za zaposlene z doseženimi nižjimi stopnjami izobrazbe. Leibowitz et al. (2002) sedanje obdobje, z vidika zagotavljanja pokojnin, imenuje »obdobje individualne odgovornosti za pokojninsko varnost«. Skupna ugotovitev se glasi, da naj bi bil iz sistemov, katerih skupne značilnosti so neučinkovitost, pomanjkanje preglednosti, tako glede medgeneracijskih upravičenj, kot upravičenj iz naslova socialnih pomoči, narejen pričakovan večji premik proti sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja, kjer temeljno tveganje postane finančno tveganje¹⁴, veliko vlogo pa igrajo tudi (predvsem v majhnih državah, kjer izvajalci ne dosegajo ekonomije obsega) administrativni stroški.¹⁵

Feldstein (2002) navaja, da bi bilo mogoče prednosti, ki jih prinaša naložbeni dodatni pokojninski sistem, doseči v okviru javnih pokojninskih sistemov, in sicer v obliki naložbenega sklada (*trust fund*). Gruber in Wise (2002) argumentirata, da je sicer to mogoče, vendar pa da so prednosti individualnih računov precej večje od raznih naložbenih oblik v okviru prvega stebra – navajata več vidikov:¹⁶

- Finančne institucije v primeru individualnih računov prek konkurenčnih pritiskov zagotavljajo več finančnih inovacij;¹⁷
- Prepreči se nevarnost političnega vpliva na razporeditev naložb sklada in potencialno nevarnost, da se sredstva porabijo v časih, ko državnemu proračunu narašča primanjkljaj;

¹⁴ Trenutno se v tekstu Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju uporablja poseben termin »naložbeno tveganje« (ZPIZ-1).

¹⁵ Feldstein (2002) sicer poudarja, da finančna tveganja za posameznika v okviru dobro upravljanega naložbenega sistema z vnaprej določenimi vplačili, niso bistveno večja kot v sistemu z vnaprej določenimi pravicami, čeprav je obseg tveganja pogojen s podrobnimi določili (npr. obstoju sheme, ki ščiti člane sistema v primeru stečaja sponzorjev pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi pravicami, načenom razpršitve, kvaliteti obvladovanja tveganja, idr.).

¹⁶ Takšen pristop sta sledili Kanada in Nizozemska v drugi polovici devetdesetih let (Thode, 2003).

¹⁷ Kar je v slovenskem prostoru zelo pomembno glede na relativno nizko raven konkurence. Prek tega mehanizma se naj bi tudi zagotavljala stroškovna učinkovitost ponudnikov dodatnega pokojninskega varčevanja, kar nadalje sprošča in poenostavlja nadzorni mehanizem – katerega funkcijo dejansko prevzame trg.

- Večje zavedanje, da so sredstva namenjena posamezniku (sistemi navadno hkrati dopuščajo, da se sredstva zapustijo partnerju, namenijo za oskrbo).

Ob kreiranju tovrstnih sistemov pa se je potrebno zavedati, da je za uspešno uveljavitev potrebno preseči nekatere ovire, ki se pojavljajo na poti k večjemu pomenu individualiziranih računov. Bodie s sodelavci navaja sledeče (Bodie et al, 2002):

- Ob razmišljanju posameznikov (v obdobju njihove mladosti oz. ob vstopu v kontingent aktivnega prebivalstva) o porabi tekom življenjskega cikla, le-ti implicitno priznavajo svoje staranje, kar mnogim predstavlja psihološko oviro;
- Naivno prepričanje posameznikov, da bo država rešila težave s financiranjem pokojnin, saj se je v preteklosti vedno izkazalo, da države nastale težave same izgledajo prek sistema javnih financ;
- Nezadostno informiranost in nezmožnost procesiranja in ovrednotenja informacij v zvezi z varčevanjem za starost.

Dodatni pokojninski sistemi bodo v prihodnje tako krepili finančno varnost posameznikov, njihova organiziranost pa bo po pričakovanjih nekaterih zelo različna. Nanjo namreč vplivajo zgodovinske razmere in zatečeno stanje, razvitost in globina finančnih trgov, odprtost gospodarstev, temu prilagojena pa bo tudi oblika njihovega nadzora (Hinz, Mataoanu, 2005). Bolj razvita in odprta gospodarstva bodo omogočala večjo stopnjo liberalizacije, večje pozitivne učinke od razpršitve in preudarnega upravljanja premoženja ter svobodnejši nadzor, ki bo zagotavljal več tehnične pomoči kot pa postavljaj omejujočih pravil. Ob prelomu tisočletja se je izkazalo, da skupine držav na podobni stopnji razvoja, dodatne pokojninske sisteme snujejo na podobne načine. Tako bi v splošnem lahko ločili sistem (predvsem v kolektivnem delu), ki ga zasledujejo anglosaške države od sistema, ki se je uveljavil v Latinski Ameriki in evropskih tranzicijskih državah. Za prve je značilno, da pokojninske načrte večinoma izvajajo podjetja, kjer gre za t.i. sekundarno posredovanje (*secondary financial intermediation*). Pri slednjih pa gre za posebej oblikovana premoženja v obliki pokojninskih skladov, ki opravljajo funkcijo primarnega finančnega posredovanja (Hinz, 2004).

Krepitev naložbenega dela pokojninskega sistema pa se praviloma pojavijo tudi stranski učinki na razvoj finančnega sistema. Posebno so lahko učinki močni v primeru majhnih držav z relativno skromnim finančnim sistemom in zadosti razvito zakonodajo, ki omogoči hiter razvoj trga. Catalan et al. (2000) npr. navajajo, da je povezava med dodatnimi oblikami pogodbenega varčevanja, npr. organiziranega prek pokojninskih skladov in življenjskih zavarovalnic (za neživljenjske zavarovalnice avtorji ugotavljajo šibkejšo povezavo) in razvitostjo trga, merjeno s tržno kapitalizacijo in obsegom transakcij. Podobnega mnenja je Vittas (2003), ki poudarja, da lahko razvoj pokojninskih skladov predhodi finančnim produktom, ki jih navadno v državah brez razvitega naložbenega dela pokojninskega sistema ni v obilju. Pokojninski skladi sredstva počasi (a vztrajno) kumulirajo in razporejajo v naložbe, sočasno pa se na kapitalskem trgu pojavljajo nove naložbe. Ta vidik je za Slovenijo zelo pomemben v prihodnje, saj se je država odločila za naslednji val privatizacije, ki bo v borzno kotacijo in prosti trg pripeljal nova podjetja. Poznavajoč lastnosti podjetij, ki čakajo na ta korak bo na trgu vsekakor zavel nov veter. Pokojninski skladi bodo tako ob nadaljenjem razvoju oz. kumulaciji sredstev v upravljanju, kljub temu, da bodo zavezani k pravilom razpršitve in učinkovitem upravljanju naložb in skrbi za vlagatelje, del sredstev v upravljanju namenili naložbam v domače lastniške vrednostne papirje.¹⁸ Na ta način se bo postopoma udejanjal scenarij, zapisan v alineah ukrepa 22 *Okvira gospodarskih in socialnih reform...* (2006).

Trend prehoda na poudarjene naložbene oblike lahko še bolj natančno opredelimo, in sicer z v zadnjem času prevladujočo naložbeno obliko pokojninskih načrtov – načrtov z vnaprej določenimi vplačili. Združenje upravljavcev investicijskih skladov in nacionalnih združenj EFAMA v svoji letni pregledni publikaciji navaja več razlogov za trend prehajanja na enot premoženja investicijskih skladov (vsaj konceptualno, če ne tudi dejansko prek delegiranja dejavnosti ali nakupov delnic) (EFAMA Fact Book, 2005), in sicer: popolna prenosljivost pokojninskih pravic, popolnoma ločenost pokojninskih pravic posameznika od pravic drugih

¹⁸ Številne študije kažejo na orientiranost institucionalnih vlagateljev na domače trge (Coval in Moskowitz, 1999; Suh, 2001), in za slovenske pokojninske sklade pričakujemo, da bo veljalo podobno.

članov pokojninskega načrta, omogočanje velike raznovrstnosti naložbenih možnosti in proste možnosti izbire, visoka stopnja preglednosti in visoka stopnja varnosti naložb (za te oblike so se v evropskem prostoru do sedaj že uveljavili dobro poznani instituti skrbnika, ločenosti premoženja, pravičnega vrednotenja, preglednosti, idr.).

Preglednost in liberalizacija, ki se uvajata v duhu Direktive 2003/41/EC bosta prinesla stroškovno bolj učinkovite rešitve in v povprečju višje stopnje donosa Chetcuti (2002). Sproščena zakonodaja bo izvajalce pokojninskih načrtov in upravljavce preusmerila v doseganje optimalne donosnosti in ne v sledenje številnih pravil. Z letom 2007 se za izvajalce, ki so vezani na ureditev kapitalske ustreznosti (pokojninski skladi, ki izvajajo zavarovanja oziroma krijejo biometrična tveganja¹⁹), pričakuje, da bodo v veljavo stopila nova pravila nadzora, ki bodo od izvajalcev zahtevala doslednejše obvladovanje tveganj in popolno pokritje pričakovanih obveznosti, pri čemer se bodo upoštevale zadnje tablice smrtnosti, tržna krivulja donosnosti, in nova pravila o kapitalski ustreznosti, ki bodo temeljila na principih obvladovanja tveganja (*risk-based capital framework*) (Financial Market Trends, 2005, str. 34-5). Skozi prakso so postala jasno razvidna nekatera načela in najboljše prakse. Navajamo jih v poglavju 6 od strani 48 dalje, kjer predlagamo konkretne spremembe obstoječega slovenskega dodatnega pokojninskega sistema.

Glede na trende v svetu (in predvsem skupnem EU prostoru) je za Slovenijo glede na trenutna in projicirana demografska gibanja nujno, da se (ob hkratni reformi prvega stebra pokojninskega sistema) prizadevanja za krepitev javnih financ usmerijo v primerno zasnovano dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja. Ob tem kaže nadaljevati z začrtano usmeritvijo glede izvajanja pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi vplačili, saj naj bi bili le-ti, glede na izkušnje drugih držav in značilnosti, za Slovenijo primerna izbira. To je mogoče argumentirati z dejstvom, da imamo v Sloveniji številna manjša podjetja, ki že pri rednem poslovanju nosijo več tveganja kot njihovi evropski tekmeci, ki so v

¹⁹ Od le-teh se namreč v prostoru EU zahteva sledenje Direktivi 2002/83/EC o življenjskih zavarovanjih.

povprečju bolj strateško razpršeni (dejavni v več dejavnostih). Nadalje so pokojninski načrti bolj primerni z vidika vpliva na donosnost podjetij. Če je namreč potrebno zaradi uskladitve naložb in pričakovanih obveznosti zagotavljati dodatna sredstva, mora le-to storiti podjetje (ustanovitelj) pokojninskega načrta. Takšni pokojninski načrti so bolj prilagodljivi in podpirajo večjo mobilnost delovne sile, poleg tega se v takšnih sistemih ne pojavlja nevarnost, da člani pokojninskih načrtov le-te v primerih, ko podjetja zaidejo v finančne težave oz. gredo v stečaj, pravice izgubijo. To se namreč v sistemu z vnaprej določenimi pravicami zgodi, razen, če je ustanovljena (državna) agencija za ščitenje tovrstnih shem, kar pa nedvomno podraži oblikovanje sistema, saj je potrebno dodatno financirati t.i. pozavarovalne premije (Feldstein, 2002).

4. TVEGANJA, POVEZANA S POKOJNINSKIM SISTEMOM

Tveganje se nanaša na izgubo vrednosti, ki jo utrpimo iz naslova izpostavljenosti (*exposure*) določenim dejavnikom tveganja (*risk factors*). Tveganja v zvezi s pokojninskih sistemom lahko razdelimo v dve široki skupini – na makroekonomska in mikroekonomska tveganja. Obe na kratko predstavljamo v nadaljevanju, saj sta ključni za razumevanje tako pomembnosti čim hitrejšega ukrepanja in oblikovanja pravilne arhitekture pokojninskih produktov v dodatnem pokojninskem sistemu.

4.1. MAKROEKONOMSKA TVEGANJA

Z makroekonomskim tveganjem se sooča država. Izvor le-tega so predvsem demografska gibanja. Nevarnost, ki preti državi, je nevzdržen javni pokojninski sistem (torej prvi steber), ki ima za posledico fiskalno nevzdržnosti, veliko obremenjenost prebivalstva z davki in posledično znižano konkurenčno sposobnost.

Država ima pri reševanju problematike javnega pokojninskega sistema več možnosti, od političnega konsenza pa zavisi, katero izbere. Tako lahko npr. kljub ostalim parametričnim spremembam v okviru prvega

stebra, krči pravice upokojencem do mere (to lahko postopoma naredi z mehanizmom indeksiranja), kjer ni potrebno zagotavljati dodatnega financiranja in povečevati javnega dolga in obdavčitve v prihodnje. Na tak način nevzdržnost sistema delno prevali na trenutne upokojence, predvsem pa na trenutne delovno aktivne, ki z relativno visokimi prispevki vplačujejo v javni pokojninski sistem, vendar bodo zaradi neugodnih demografskih gibanj prikrajšani ob upokojitvi (pokritje njihovih plač ob upokojitvi bo bistveno manjše). V primeru, da država v tem scenariju ne poskrbi za davčne spodbude v okviru dodatnega pokojninskega sistema, lahko to povzroči stanje, kjer bo imel velik delež prebivalstva na voljo zelo malo tekočega dohodka.

Druga možnost, ki je državam na voljo, pa je, da odlaša z reformo pokojninskega sistema in sama financira primanjkljaje. Kakorkoli se takšna možnost zdi kratkoročno sprejemljiva, na dolgi rok vodi v velike težave javnih financ. V tem primeru so najbolj na udaru prihodnje delovno aktivne generacije, ki bodo zelo davčno obremenjene (Rother, 2003).

Tako je mogoče zaključiti, da država z vsakim letom nepripravljenosti reševanja pokojninske problematike, povečuje tveganja oz. fiskalno nevzdržnost. Ko se tega zaveda, so navadno zahtevani ukrepi za reševanje problematike že zelo ostri.

4.2. MIKROEKONOMSKA TVEGANJA

Mikroekonomska tveganja lahko nadalje delimo na dve temeljni vrsti – finančno tveganje in zavarovalno tveganje (Harrington in Niehaus, 1999; Black in Skipper, 2000). Obe vrsti se še nadalje delita na posamezne bolj homogene skupine oz. vrste tveganja. Zanje je značilno, da jih povzročajo isti dejavniki tveganja (*risk drivers*). Razdelitev, s prikazom osnovnih značilnosti in pomena, je kratko prikazana v nadaljevanju.

4.2.1. Finančna tveganja

Ločimo več temeljnih vrst finančnega tveganja, v povezavi s pokojninskim varčevanjem pa so to predvsem tržno tveganje, obrestno tveganje, tveganje reinvestiranja, kreditno tveganje, likvidnostno tveganje in tečajno tveganje (Campbell in Krakow, 1993; Cuthbertson in Nitzsche, 2001).

Tržno tveganje

Pri tržnem tveganju (*market risk*) gre za variiranje vrednosti premoženja ali posameznih naložb glede na gibanja cen vrednostnih papirjev (naložb) in nestanovitnosti na trgih. Predstavimo ga lahko z mnogimi spremenljivkami in kazalci. Glede na tip analize je pomembno ločevati med absolutnim in relativnim tveganjem. Prvega merimo v absolutnih denarnih zneskih, drugi pa predstavlja relativno odstopanje od nekega vnaprej določenega kriterijskega indeksa (*benchmarka*) (Allen, 2003). Če želimo primerjati tveganje alternativnih naložbenih oblik, denimo hedge sklada nas prav gotovo bolj zanima absolutno tveganje, če pa gre za pokojninski sklad ali vzajemni sklad pa smo bolj zainteresirani za njegovo relativno uspešnost oziroma tveganje, torej kako ga je mogoče primerjati s konkurenco in presojati glede na njegovo sledenje vnaprej postavljenem cilju naložbene politike (Jorion, 2005).

Obrestno tveganje

Obrestno tveganje je izrazito pri obveznicah, saj obstaja neposredna povezava med spremembo obrestne mere in vrednostjo oziroma ceno obveznice. Ob porastu obrestne mere zaradi negativne povezave med ceno obveznice in obrestno mero, pride do padca cene obveznice, in obratno.²⁰ Gre pravzaprav za tržno tveganje, ki je posledica spremembe obrestne mere. To tveganje vsebinsko ne prizadene vlagatelja, ki

²⁰ Obveznica prinaša fiksne denarne tokove do dospetja. V primeru, da se obrestne mere povečajo, mora za investitorja, ki trenutno želi kupiti obveznico na trgu, obveznica z istimi kuponi, prav tako prinašati sedaj višjo zahtevano donosnost, kar pomeni, da se more cena prilagoditi navzdol. Zgolj nižji začetni vložek bo namreč ob fiksnih denarnih tokovih v prihodnosti zagotovil višjo donosnost.

obveznico drži do dospelja, saj vrednost vsake navadne obveznice ob zapadlosti konvergira k svoji nominalni vrednosti. Je pa po drugi strani res, da se v primeru vrednotenja po pošteni tržni ceni, nestanovitnost spremembe obrestne mere odraža v tekoči donosnosti in nestanovitnosti donosov. Za investitorja, ki pa namerava obveznico prodati oziroma unovčiti pred dospeljem, predstavlja to tveganje poleg kreditnega, glavno tveganje. Velikost spremembe cene ob odstotni spremembi obrestne mere je močno odvisna od lastnosti posamezne obveznice. Splošna in najširše uporabljana mera za odstotno spremembo cene obveznice od odstotni spremembi obrestne mere (natančneje - merjeno v odstotnih točkah) je trajanje (*duration*). Bolj občutljiva na obrestno mero je obveznica z daljšim rokom do dospelja (in tudi trajanja) in nižjo kuponsko obrestno mero. Ekstremni primer (primer obveznice z največjo izpostavljenostjo tveganju spremembi obrestne mere) predstavlja brezkuponska obveznica z dolgim rokom zapadlosti (Jorion, 2005).

Tveganje reinvestiranja

S spremembo obrestnih mer pa se poleg učinka na cene obveznic, kar predstavlja tržno oziroma obrestno tveganje, opisano zgoraj, pojavi tudi tveganje reinvestiranja. Navadne obveznice namreč prinašajo dohodek iz naslova obresti, in ta dohodek je potrebno reinvestirati nazaj v obveznice. Ko obrestne mere padejo, cene obveznic rastejo, torej investitorji dosežejo višje vrednosti svojih pozicij v obveznicah (in seveda višje donosnosti), po drugi strani pa se pojavi situacija, ko ni mogoče najti naložbe z istim obsegom tveganja po obrestni meri, ki je veljala prejšnje obdobje, ampak samo z nižjo obrestno mero. Dohodek iz naslova obresti (kuponov obveznice) je tako mogoče investirati zgolj po nižji obrestni meri. Tveganje, da se bo to zgodilo, se imenuje tveganje reinvestiranja. Položaj je obraten v primeru rasti obrestnih mer. Cene obveznic bodo tako padle, reinvestiranje kuponov pa bo mogoče po višjih obrestnih merah. Oba učinka se delno izničita. Upravljavec premoženja obveznic lahko s skrbno izbiro časovnega horizonta investiranja v obveznice doseže, da se bosta navedena nasprotujoča učinka ravno natančno izničila. Horizont investiranja mora biti natančno enak vrednosti trajanja obveznice oziroma premoženja obveznic, kar pomeni, da spremembe obrestnih mer ne bodo vplivale na vrednost premoženja (*target rate immunization*) (Cuthbertson in Nitzsche, 2001).

Tveganje izpostavljenosti do nasprotne stranke

Tveganje izpostavljenosti do nasprotne stranke (*counterparty risk*) lahko razdelimo na dve vrsti. Najprej gre za tveganje, da nasprotna stranka ne bo izpolnila svoje obveznosti do dneva poravnave v skladu z določili pogodbe ali določil glede odplačila (npr. v amortizacijskem načrtu) – *kreditno tveganje* (*presettlement risk*), ki se v večjem delu literature imenuje kreditno tveganje (*credit risk*), druga vrsta tveganja pa se nanaša na samo poravnavo oziroma čas poravnave – gre za t.i. tveganje poravnave (*settlement risk*). Gre namreč za tveganje, da bo prišlo med poravnavo bodisi do napak bodisi do stečaja oziroma drugega nesolventnega dogodka, ki bo povzročil, da nasprotna stranka ne bo izpolnila svoje pogodbene obveze.

V obeh primerih gre pri tveganju izpostavljenosti do nasprotne stranke za ekonomsko škodo, ki jo utrpimo zaradi neizpolnjevanja pogodbenih obveznosti nasprotne stranke (Cuthbertson in Nitzche, 2001).

Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje (*liquidity risk*) je običajno obravnavano kot del tržnega tveganja. Likviden trg je tisti, kjer obstajajo ozki oziroma majhni cenovni razponi (*bid/ask spread*), ki se pomembno ne povečujejo oziroma razširijo pri večjih transakcijah. Neizpolnjenost likvidnosti je lahko za finančno institucijo zelo nevarna kljub temu, da je tehnično gledano solventna in razpolaga z zadostnim obsegom kapitala. V splošnem poznamo dve vrsti likvidnostnega tveganja, in sicer *tržno likvidnostno tveganje* (*market liquidity risk*), ki se nanaša na dejstvo, da neke naložbe ali sredstva ne moremo takoj prodati v količini in danih cenah na trgu. To tveganje se zrcali v cenovnem razponu, torej v razliki med nakupnim in prodajnim tečajem za neko naložbo. Druga vrsta likvidnostnega tveganja pa predstavlja tveganje *denarnega toka* (*cash flow risk*). Do njega pride zaradi nesposobnosti pretvorbe nekaterih naložb v likvidna sredstva. Takšno stanje nastopi zaradi dejstva, da ima npr. pokojninski sklad ali vzajemni sklad, ki mora izplačati določene obveznosti (upokojitev člana ali izplačilo zaradi izstopa) velik del sredstev razporejenih v netržne vrednostne papirje oziroma naložbe. Le-teh namreč ne more hitro unovčiti oz. jih hitro prodati po pošteni tržni ceni. Likvidnostno tveganje je eden

glavnih razlogov za omejevanje naložb tveganega kapitala pokojninskih skladov, ki smo mu priča v Direktivi 2003/41/EC.

Obe tveganji sta med seboj posebej tesno povezani. Likvidnostno tveganje se lahko v splošnem rešuje z zadolževanjem, vendar pri pokojninskih skladih (kakor tudi pri vzajemnih skladih) ta opcija ne obstaja, ker je zadolževanje strogo prepovedano.

Podobno kot za tržno tveganje pri obveznicah v splošnem tudi za likvidnostno tveganje velja, da ni glavna skrb investitorja, ki vrednostni papir drži do dospelja in njegove vrednosti ni potrebno prilagajati trgu (*marking to market*), čeprav to v največji meri drži za obveznice z slabšo likvidnostjo.

Tečajno (valutno) tveganje

Tečajno (valutno) tveganje (*foreign exchange risk*) se pojavlja zaradi spreminjanja deviznih tečajev. Podrobno lahko tveganje razčlenimo na tri dele, in sicer:

- tveganje volatilnosti posameznega deviznega tečaja (*currency specific volatility*),
- tveganje spremenjenih korelacij med valutami (*correlation risk*) in
- tveganje nenadne spremembe deviznega tečaja oziroma devalvacije (*devaluation risk*).

Tveganje spremembe deviznega tečaja obstaja v sistemih, kjer države ne vežejo valute nepreklicno na neko drugo valuto ali košarico valut. Torej v primerih, da gre za vse oblike drsenja, vključno z uravnavanim drsenjem, v sistemu s trdnim deviznim tečajem, kjer so možne spremembe paritete kakor tudi spremembe režima deviznih tečajev – npr. ko država preide iz fiksnih na uravnavano drseče tečaje ali na čisto drsenje. Tudi pri fiksnih tečajih gre lahko tako za spremembe ravnotežnega tečaja samega, kakor tudi pasu nihanja okrog paritete. Pri drsenju gre za manjše vendar pogostejše spremembe, saj se finančni položaj države sprotno zrcali na trgu, pri trdnih deviznih tečajih pa gre lahko za dolgo trajajoča neravnovesja, ki jih lahko denarne oblasti do neke mere tolerirajo in blažijo, kasneje pa so korekcije občutnejše (lahko tudi od 20 do 80 odstotkov). Režim uravnavanega drsenja se nahaja nekje vmes.

Za primer upravljanja pokojninskih in investicijskih skladov in njihovih strategij za vlaganje v tuje naložbe lahko rečemo, da izpostavljenosti tečajnemu tveganju, ko gre za evropske trge, pravzaprav ni. To tveganje pa je zelo relevantno, ko gre za vlaganje v ameriški trg in druge svetovne trge. Predvsem le-to pride do izraza pri upravljanju obvezniških skladov z mednarodnimi naložbami, kjer so razlike med razmerjem donosnosti obveznic in nestanovitnostjo tečaja relativno velike. Tudi za vse strategije vlaganja v finančne instrumente, denominirane v valutah srednje Evrope obstaja zmerno tveganje spremembe relativnih vrednosti valut. Po eni strani je sicer pričakovati, da so te valute bolj stabilne kot samo razmerje med dolarjem in evrom, od koder izhaja tečajno tveganje za toolarske obveznosti oziroma vrednost naložb v tujini, izraženih v tolarjih. Gre namreč za dejstvo, da so valute teh držav tesneje povezane z evrom. V roku dveh do treh let je pričakovati, da se pomen tega vira tveganja za te valute z vključitvijo ali približanjem valut mehanizmu ERM (*Exchange Rate Mechanism*) še zmanjšal. Po drugi sprani pa vseeno obstaja možnost, da nekatere države pred nepreklicnih fiksiranjem še zadnjič povečajo konkurenčnost svojih gospodarstev in valuto devalvirajo.

V drugo skupino makroekonomskih tveganj pa sodijo zavarovalna tveganja, ki se od finančnih bistveno razlikujejo po dejavnikih tveganja. Na kratko jih predstavljamo v nadaljevanju.

4.2.2. Zavarovalna tveganja

S pojmom zavarovalna tveganja (*insurable risk*) v sklopu te raziskovalne naloge pojmujeemo tveganja ki jih je možno zavarovati in izpolnjujejo naslednje zahteve (Rubin, 2000):

- so bodoča,
- časovno vnaprej nedoločljiva in
- neodvisna od volje posameznika.

Zavarovalna tveganja povezana z življenjskimi zavarovanji so biometrična tveganja.

Med biometrična tveganja, ki so povezana s pokojninskim sistemom, uvrščamo dolgoživost, smrtnost in invalidnost. Ta tveganja so tudi

zavarovarljiva. *Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju* (ZPIZ-1) predvideva za obvladovanje navedenih tveganj kritja v obliki starostne oziroma predčasne starostne pokojnine ter družinske in invalidske pokojnine.

Skupne značilnosti navedenih biometričnih tveganj, ki so podrobneje opisane v nadaljevanju te točke, so, da jih merimo z verjetnostnimi tabelami (tablicami), kot so značilna za življenjska zavarovanja, jih ni možno izravnati na ravni posameznika in je za njihovo obvladovanje treba skleniti ustrezno zavarovanje. S sklenitvijo zavarovalne pogodbe se navedena tveganja prenesejo na zavarovalnico, ki jih obvladuje z združevanjem v homogene nevarnostne skupine, na katerih deluje zakon velikih števil (Boncelj, 1983, str. 13).

V skladu z Zakonom o zavarovalništvu (ZZavar) mora zavarovalnica v zvezi z vsemi zavarovalnimi posli, ki jih opravlja, oblikovati ustrezne zavarovalno-tehnične rezervacije, ki predstavljajo bodoče obveznosti iz sklenjenih zavarovanj in morebitnih izgub zaradi tveganj, ki izhajajo iz opravljanja zavarovalnih poslov²¹. Ker je za kritje navedenih tveganj treba skleniti zavarovanja, za katera se uporabljajo podobne verjetnostne tabele in izračuni kot za življenjska zavarovanja, mora zavarovalnica v zvezi s temi zavarovanji oblikovati matematične rezervacije. Za kritje obveznosti zavarovalnice zavarovanj, za katere je potrebno oblikovati matematične rezervacije mora zavarovalnica oblikovati ustrezen kritni sklad²² in ga upravljati z upoštevanjem vseh določil Zakona o zavarovalništvu.

Dolgoživost

Tveganje dolgoživosti (*longevity*) ocenjujemo s prilagojenimi t.i. rentnimi tablicami umrljivosti, ki vsebujejo verjetnosti preživetja, ločeno glede na spol, starost in leto rojstva (generacijo). V pokojninskem sistemu, ki temelji na načelu vnaprej določenih vplačil, se pojavi v obdobju črpanja pravic, to je takrat, ko član pokojninskega sistema prejema pokojnino. Omenjeno tveganje ni prisotno v obdobju akumulacije oziroma zbiranja sredstev (obdobju varčevanja).

²¹ 113. člen ZZavar

²² 125. člen ZZavar

Smrtnost

Tveganje smrtnosti (*mortality*) ocenjujemo s tablicami smrtnosti, ki vsebujejo verjetnost oziroma pogostost smrti (frekvenco) glede na velikost populacije, ločeno glede na spol in starost. Za primer kritja posledic smrti je predvidena družinska pokojnina, ki jo prejema odvisni družinski član in je povezana s tveganjem dolgoživosti.

Invalidnost

Tveganje invalidnosti (*invalidity, disability*) je v sklopu pokojninskega sistema povezano z delovno nezmožnostjo, ki je lahko posledica bolezni/obolelosti ali nezgode. Ocenjujemo jo z ustreznimi verjetnostnimi tablicami. Tveganje nastopa le v obdobju zbiranja sredstev. Za primer invalidnosti je predvidena invalidska pokojnina, ki pa je povezana s tveganjem dolgoživosti. V zvezi z tveganjem invalidnosti je treba omeniti tudi možne težave glede skladnosti definicije invalidnosti v javnim in dodatnem pokojninskem sistemu.

4.2.3. Prenos tveganj pri obstoječih pokojninskih načrtih

V nadaljevanju ugotavljamo, da v obdobju varčevanja obstoječa ureditev, ki se odraža med drugim v delitvi pristojnosti med različnimi nadzornimi institucijami nad različnimi upravljavci pokojninskih skladov, ni ustrezna. V obstoječe pokojninske načrte se namreč v obdobju varčevanja prenašajo le finančna, ne pa tudi zavarovalna tveganja. Ta nastopajo le, če pokojninski načrt krije tudi tveganje invalidnosti in smrtnosti (z namenom zagotavljanja invalidske in družinske pokojnine), kar pa se na slovenskem trgu ni zgodilo. V tem primeru gre za prenos zavarovalnih tveganj, ki jih je treba ločeno od ostalih vplačil oziroma sredstev financirati z zavarovalno premijo ter mora izvajalec (če je zavarovalnica ali pokojninska družba) oblikovati tehnične rezervacije in kritni sklad. Za ostala sredstva to ni smiselno, saj pri njih zavarovalna tveganja niso prisotna, instrumentarij, opredeljen v Direktivi 2002/83/EC in ZZavar pa nepotreben in neprimeren.

Black in Skipper (2000) navajata, da mora vsaka zavarovalna pogodba vsebovati elemente, na podlagi katerih je mogoče prepoznati pogodbo kot zavarovalno in na podlagi katerih je mogoče meriti oziroma kvantificirati zavarovalni rizik.

V skladu z mednarodnim standardom za računovodsko poročanje 4 (MSRP 4) se za zavarovalno pogodbo šteje pogodba, za katero je značilno:

- nastajanje finančnih sredstev in obveznosti in
- da vsebuje znaten del zavarovalnih tveganj.

Obstoječi pokojninski načrti teh elementov ne vsebujejo.²³ Tovrstne pogodbe se v skladu s klasifikacijo po MSRP 4 uvrščajo med finančne instrumente in jih obravnava mednarodni računovodski standard 39 (MRS 39) – naložbeni del oziroma računovodski standard 18 (MRS 18) – stroškovni del. Zaradi odsotnosti zavarovalnih tveganj je nepotrebno tudi oblikovanje tehničnih rezervacij in kritnih skladov v smislu Zakona o zavarovalništvu (ZZavar).

Ugotovitev navaja na poenotenje ureditve naložbenih produktov (četudi so le-ti upravljani s strani treh izvajalcev) v smeri oblikovanja naložbenega produkta, ki je bolj primeren za prenos finančnih tveganj in zagotavlja bolj pravičen in pregleden sistem in s tem seveda večje zaupanje in posledično širšo pokritost prebivalstva. V podkrepitev te ugotovitve v nadaljevanju podajamo natančno primerjavo trenutne slovenske ureditve glede posameznih lastnosti poroduktov prostovoljnega dodatnega pokojninskega sistema s poudarkom na učinkih različnih organizacijskih oblik izvajalcev.

²³ Zavarovalno premijo tipično tvorijo: nevarnostni, varčevalni in stroškovni del. Obstoječi pokojninski načrti v strukturi premije ne vsebujejo nevarnostnega dela, niti ne predvidevajo upravičenj, katerih vrednost bi presegala stanje sredstev člana pokojninskega načrta. Pri teh torej ne gre za zavarovanja.

5. PRIMERJAVA POSAMEZNIH LASTNOSTI TRENUTNIH POKOJNINSKIH PRODUKTOV IN UČINKOV ORGANIZACIJSKIH OBLIK

V tem poglavju obravnavamo in primerjavo lastnosti posamezne dovoljene oblike v slovenskem dodatnem pokojninskem sistemu, na koncu pa podamo napotke, ki kličejo po spremembi ureditve.

5.1. PRIMERJAVA LASTNOSTI POKOJNINSKIH NAČRTOV ZAVAROVALNIC, POKOJNINSKIH DRUŽB IN POKOJNINSKIH NAČRTOV, ORGANIZIRANIH V OBLIKI VZAJEMNIH POKOJNINSKIH SKLADOV

Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1) je na slovenski trg vpeljal pokojninske načrte dodatnega pokojninskega sistema in predvidel osebe, ki jih tržijo in upravljajo (Vovk, Musil 2002). To so lahko banke, zavarovalnice, pokojninske družbe in Kapitalska družba, ki lahko upravljajo vzajemne pokojninske sklade. Ob upravljanju vzajemnih pokojninskih skladov lahko zavarovalnice in pokojninske družbe tržijo tudi prostovoljna dodatna pokojninska zavarovanja, ki vsebinsko temeljijo na logiki življenjskih zavarovanj, kjer se odkupna vrednost določa na podlagi sorazmernega deleža zavarovanca v donosu kritnega sklada.

Nadzor nad pokojninskimi načrti prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja opravlja Ministrstvo za delo, nadzor nad bankami izvaja Banka Slovenije, nadzor nad zavarovalnicami in pokojninskimi družbami izvaja Agencija za zavarovalni nadzor, vzajemni pokojninski skladi pa so pod okriljem Agencije za trg vrednostnih papirjev.

Če na kratko povzamemo, imamo po trenutni ureditvi:

- dva produkta oziroma en produkt, ki se pojavlja v dveh različnih oblikah;

- tri različne osebe, ki tržijo ta produkt;
- štiri različne nadzorne organe, ki nadzorujejo te osebe.

Posledično to v praksi pomeni, da zaradi neusklajenosti zakonskih zahtev ter praks posameznih nadzornikov prihaja do različnih pristopov, ki otežujejo neposredno primerjavo med pokojninskimi načrti, ki jih tržijo različni izvajalci.

V nadaljevanju te točke so predstavljene posamezne lastnosti pokojninskih načrtov, pri katerih prihaja do različne obravnave posameznih upravljavcev le-teh in do različnih praks nadzornih organov.

5.1.1. Stanje na osebnih računih

Premoženje vzajemnega pokojninskega sklada je razdeljeno na enake enote²⁴. Vrednost enote premoženja vzajemnega pokojninskega sklada je enaka skupni čisti vrednosti premoženja vzajemnega pokojninskega sklada, deljeni s številom enot v obtoku. Enote premoženja vzajemnega pokojninskega sklada knjiži upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada v korist osebnih računov na ime člana vzajemnega pokojninskega sklada. Stanje premoženja na osebni računu posameznega člana je natančno določeno v vsakem trenutku kot zmnožek števila njegovih enot premoženja in vrednosti enote premoženja.

Če je izvajalec pokojninskega načrta pokojninska družba ali zavarovalnica, lahko stanje premoženja na osebni računu člana določa na podlagi sorazmernega deleža člana v donosu kritnega sklada²⁵. Presežki donosa nad zjamčenim se v obliki udeležbe na dobičku pripisujejo posameznim članom.

Kljub različnim pristopom je možno, vendar ne nujno, da se stanja premoženja posameznega člana na presečni trenutek v obeh primerih ujema. Nujni pogoji za ujemanje obsegajo enak način in frekvenco vrednotenja sredstev ter enaka pravila glede razporeditve presežka. V

²⁴ 319. člen ZPIZ-1

²⁵ 306.1 člen ZPIZ-1

nasprotnem primeru se stanje ne ujema, kar posledično pomeni neenakopravno obravnavo članov.

5.1.2. Razporejanje vplačil oz. sredstev na osebne račune članov

Upravljavec vzajemnega pokojninskega sklada vsa vplačila ob dnevu konverzije pripiše na osebne račune članov v obliki enot premoženja, ki jih s svojim vplačilom/premijo kupijo člani po tečaju (vrednosti enote premoženja – VEP), ki velja ob dnevu konverzije.²⁶ Ker je vrednost enote premoženja odvisna od čiste vrednosti premoženja sklada, so tudi vplačila z njo povezana. Torej je pri vzajemnem pokojninskem skladu v vsakem trenutku vzpostavljena usklajenost med vrednostjo sklada in stanjem na osebnih računih članov oziroma med aktivo in pasivo sklada.

Pri pokojninskih načrtih, ki sledijo logiki življenjskih zavarovanj, in jih lahko upravljajo zavarovalnice in pokojninske družbe na način, da se odkupna vrednost določa na podlagi sorazmernega deleža člana v donosu kritnega sklada, se vplačilo/premija evidentira na osebni računu člana in se obravnava kot tehnična rezervacija²⁷ (*matematična rezervacija*)²⁸ brez neposredne povezave z vrednostjo premoženja kritnega sklada. Drugače povedano, v tem primeru v vsakem trenutku ne obstaja usklajenost med višino aktive in pasive oziroma obstaja le v trenutkih pripisa udeležbe na dobičku, ko se tehnične rezervacije izenačijo s premoženjem kritnega sklada.

²⁶ 319. člen ZPIZ-1

²⁷ 113. člen ZZavar

²⁸ 117. člen ZZavar v povezavi s 113. členom ZZavar

5.1.3. Udeležba na dobičku

Pokojninski načrti, pri katerih se odkupna vrednost določa na podlagi sorazmernega deleža člana v donosu kritnega sklada, se upravljajo na način, kot je značilen za življenjska zavarovanja z udeležbo na dobičku (*with-profit*) (Booth et al, 2005, stran 200). Pri teh zavarovanjih se na v zavarovalni pogodbi predvidene trenutke ugotavlja presežek premoženja kritnega sklada glede na stanje tehničnih rezervacij oziroma glede na stanja na osebnih računih članov. V primeru presežka (*dobička*) se le-ta v celoti ali delno v obliki udeležbe na dobičku pripiše na osebne račune članov. V primeru primanjkljaja pa mora negativno razliko pokriti upravljavec (pokojninska družba ali zavarovalnica) z dokapitalizacijo kritnega sklada.

Udeležba na dobičku pri vzajemnih pokojninskih skladi ni prisotna oziroma je implicitno že vključena v vrednost enote premoženja, ki pa je v skladu z njeno določitvijo zakonsko določena.

Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju določa, da morajo pokojninske družbe metodo udeležbe na dobičku natančno opisati v statutu družbe.²⁹

Pri udeležbi na dobičku pri pokojninskih načrtih, pri katerih se odkupna vrednost določa na podlagi sorazmernega deleža člana v donosu kritnega sklada, se v praksi upošteva logika življenjskih zavarovanj, kjer pripisan dobiček postane last zavarovanca/člana in se ga v prihodnje ne sme uporabiti za pokrivanje morebitnega primanjkljaja. To pomeni, da s pripisom dobička zavarovalnice in pokojninske družbe prevzamejo finančno tveganje zagotavljanja zajamčene donosnosti tudi za pripisan del dobička, kar jih postavlja v neenakopraven položaj glede na vzajemne pokojninske sklade.

Zaradi navedenega se je v praksi pojavilo oblikovanje t.i. 10 odstotnih rezervacij (tudi t.i. *rezervacij kritnega sklada*), ki jih je mogoče uporabiti v primeru nedoseganja zajamčene donosnosti. Pri črpanju t.i. 10 odstotnih

²⁹ 347. člen ZPIZ-1

rezervacij lahko prihaja do bistvenih odstopanj v primerjavi s pokojninskimi skladi, če se pri razporeditvi na posameznega člana striktno ne upošteva dinamika vplačil (konverzije pri vzajemnih pokojninskih skladih) in zgodovinske čiste vrednosti premoženja kitnega sklada (vrednosti enote premoženja pri vzajemnih pokojninskih skladih).

5.1.4. Objavljanje vrednosti enote premoženja

Vzajemni pokojninski skladi objavljajo vrednosti enot premoženja dvakrat mesečno v časopisih in na spletnih straneh, kar omogoča članom, da lahko sami izračunajo, koliko enot premoženja so pridobili s posameznim vplačilom in kakšna je vrednost zbranih enot premoženja oziroma njihovo stanje na osebni računu.

Pri pokojninskih načrtih, ki sledijo logiki življenjskih zavarovanj, in jih lahko upravljajo zavarovalnice in pokojninske družbe na način, da se odkupna vrednost določa na podlagi sorazmernega deleža člana v donosu kritnega sklada, premoženje kritnega sklada ni razdeljeno na enote in taka zahteva ni smiselna oziroma ni izvedljiva.

Glede na navedeno lahko ugotovimo, da so člani pokojninskih načrtov pokojninskih družb in zavarovalnic, ki se ne upravljajo kot vzajemni pokojninski skladi, slabše informirani kot člani vzajemnih pokojninskih skladov.

5.1.5. Vrednotenje premoženja

Vzajemni pokojninski skladi vrednotijo premoženje v skladu z določili *Sklepa o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada*,³⁰ ki je predpisala Agencija za trg vrednostnih papirjev in narekuje tržni način vrednotenja sredstev.

Zavarovalnice in pokojninske družbe vrednotijo premoženje kritnega sklada v skladu z določili *Sklepa o podrobnejšem načinu vrednotenja*

³⁰ *Sklep o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada*. Ur. List RS 109/01, 28.12.2001.

knjigovodskih postavk in sestavljanju računovodskih izkazov,³¹ ki je predpisala Agencija za zavarovalni nadzor.

Pri uporabi obeh navedenih pravilnikov je možno, da imata dva sklada z identično strukturo in obsegom premoženja različni vrednosti, kar je lahko posledica različnih dovoljenih načinov vrednotenja³² oziroma predpisane dinamike prevrednotovanja.³³

5.1.6. Izjava o naložbeni politiki

Izvajalec pokojninskega načrta mora sprejeti izjavo o naložbeni politiki in jo posredovati pristojnemu nadzornemu organu, ki je lahko Agencija za trg vrednostnih papirjev (vzajemni pokojninski skladi) ali Agenciji za zavarovalni nadzor (zavarovalnice in pokojninske družbe)³⁴. Vsebino izjave, ki jo je možno kadarkoli, po predhodnem soglasju enega izmed navedenih nadzornikov, spremeniti, predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev. Ker zakon eksplicitno nalaga Agenciji za trg vrednostnih papirjev, da pripravi podrobnejšo vsebino, ter glede na dejstvo, da to sicer sodi v pristojnost Agencije je smiselno, da je edini nadzornik ravno Agencija za trg vrednostnih papirjev.

5.1.7. Poročanje nadzornemu organu

Glede poročanja nadzornemu organu veljajo za vzajemni pokojninski sklad drugačne zahteve kot za zavarovalnice in pokojninske družbe.

³¹ *Sklep o podrobnejšem načinu vrednotenja knjigovodskih postavk in sestavljanju računovodskih izkazov*. Ur. List RS 95/02, 13.11.2002 in 30/03, 27.3.2003.

³² V kolikor uporabljajo zavarovalnice in pokojninske družbe za obveznice metodo vrednotenja do dosptetja (*hold to maturity*) se lahko njihova vrednost razlikuje od tržne, ki se uporablja pri vzajemnih pokojninskih skladih.

³³ V skladu s *Sklepom o podrobnejšem načinu vrednotenja knjigovodskih postavk in sestavljanju računovodskih izkazov* se mora premoženje kritnega sklada prevrednotiti najmanj četrtletno.

³⁴ 298.a člen ZPIZ-1

Pravila, ki veljajo za vzajemni pokojninski sklad, predpisuje Agencija za trg vrednostnih papirjev³⁵, in sicer:

- pravila izračunavanja donosnosti vzajemnega pokojninskega sklada,
- metodologijo za ugotavljanje čiste vrednosti sredstev, povprečne letne čiste vrednosti sredstev, vrednosti enot premoženja in odkupne vrednosti enot premoženja,
- roke in način obveščanja ATVP o čisti vrednosti sredstev, vrednosti enot premoženja, odkupni vrednosti le-teh in donosu vzajemnega pokojninskega sklada.

Za te potrebe je poročanje je Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala *Sklep o poročanju upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada*³⁶, ki predvideva poročanje v obliki mesečnih poročil, in sicer:

- poročilo o vrednosti enote premoženja (obrazec: VPD/VEP) najkasneje tretji delovni dan po dnevu konverzije do 12. ure,
- poročilo o vrednosti sredstev (obrazec: VPD/M-1) najkasneje do osmega dne tekočega meseca za pretekli mesec,
- poročilo o sestavi sredstev (obrazec: VPD/M-3) najkasneje do osmega dne tekočega meseca za pretekli mesec,
- poročilo o poslovnem izidu (obrazec: VPS/IPI-4) se pripravi vsake tri mesece in sicer najkasneje do osmega dne po preteku obračunskega obdobja.

Pokojninske načrte zavarovalnic in pokojninskih družb, ki niso vzajemni pokojninski skladi, za potrebe poročanja nadzornemu organu obravnava Zakon o zavarovalništvu na enak način kot vsa druga zavarovanja (življenjska). Zakonsko je določeno redno trimesečno poročanje.³⁷ Vsebina je podrobneje opredeljena v *Sklepu o letnem poročilu in trimesečnih računovodskih izkazih zavarovalnic*,³⁸ pri čemer je rok poročanja 2 meseca.

³⁵ 323. člen ZPIZ-1

³⁶ *Sklep o poročanju upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada* (Ur. List RS 27/02, ... in 137/04)

³⁷ 139. člen ZZavar

³⁸ *Sklep o letnem poročilu in trimesečnih računovodskih izkazih zavarovalnic* – SKL2002, Ur. List RS 111/02, 19.12.2002, 129/03, 22.12.2003, 74/04, 9.7.2004 in 139/04, 28.12.2004

5.1.8. Kapitalska ustreznost

V smisli kapitalskih zahtev in zagotavljanja kapitalske ustreznosti so posamezni izvajalci pokojninskih načrtov in posledično tudi njihovi člani različno obravnavani. Za banke so v uporabi predpisi Zakona o bančništvu, za zavarovalnice in pokojninske družbe veljajo določila Zakona o zavarovalništvu (ne glede na vrsto pokojninskega načrta), za pokojninske načrte Kapitalske družbe pa zagotavljanje kapitalske ustreznosti ni predvideno. Na navedeno problematiko v tej monografiji le opozarjamo.

5.2. SKLEP O IZENAČENOSTI PRAVIC IN SMISELNI PRIHODNJI UREDITVI POKOJNISNKIH PRODUKTOV

Pokojninski načrti dodatnega pokojninskega sistema, ki jih je na slovenski trgu vpeljal Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1), v obdobju zbiranja sredstev temeljijo na načinu vnaprej določeni vplačil. Kljub zakonsko predvideni možnosti, da bi se članom zagotavljale tudi invalidske in družinske pokojnine, se le-te niso pojavile na trgu. Odsotnost slednjih v praksi pomeni, da imamo v obdobju zbiranja sredstev opravka s »čistim« varčevanjem brez prevzemanja biometričnih tveganj s strani upravljavca.

Ne glede na odsotnost biometričnih tveganja so se na trgu pojavili pokojninski načrti dveh konceptualno ločenih vrst v skladu z opredelitvijo v točki 2.2 (Pension Markets in Focus, 2005) , in sicer: pokojninske sklade in pokojninske zavarovalne pogodbe, ki jih upravljajo zavarovalnice in pokojninske družbe, čeprav gre pri slednjih za čista varčevanja v obdobju zbiranja sredstev. Zavarovalnice in pokojninske družbe smejo namreč v skladu s 306.1 člena ZPIZ-1 odkupno vrednost izračunavati bodisi z uporabo enot premoženja kritnega sklada, ali pa na podlagi sorazmernega deleža zavarovanca v donosu kritnega sklada. Ta vidik je prvi indikator za neustreznost uporabe instituta kritnega sklada, saj gre le za varčevanje, ki mora tekoče dosegati donosnost, in ne za kritje biometričnih tveganj, v skladu z nekaterimi interpretacijami pa tudi za

garantiranje pravic, ki so določene z pokojninskimi načrti z vnaprej določenimi pravicami. Kritni sklad je sicer namenjen naložbam, ki krijejo tehnične (matematične) rezervacije, ki so enake sedanji vrednosti pričakovanih obveznosti, kar vsebinsko v primeru zagotavljanja minimalne zajamčene donosnosti ne predstavlja podobnosti.³⁹

Na podlagi navedenega in v točki 5.1 predstavljeni konceptualnih razlik oziroma problemov predlagamo, da je treba jasno ločiti varčevalni in zavarovalni del. V varčevalnem delu predlagamo, da se zaradi odsotnosti zavarovalnega elementa (zavarovalnih tveganj), pokojninski načrt v varčevalnem delu veže na *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje* in tudi dopustiti družbam za upravljanje, da v omejenem obsegu izvajajo pokojninske načrte, to je tiste brez zajamčene donosnosti.

Zahteva po oblikovanju tehničnih rezervacij izhaja iz drugega odstavka 15. člena Direktive 2003/41/EC. Pojasnilo Evropske komisije (Main conclusions of the meeting on 22 October and 19 April..., 2005, str. 7), da gre za te zahteve v primeru shem, kjer se prenašajo biometrična tveganja, torej kjer izvajalec garantira rento (t.j. kadar nosi zavarovalna tveganja). Podobno interpretacijo najdemo tudi v poročilu svetovalne hiše PragmaConsulting, kjer avtorji kljub dejstvu, da direktiva ne uporablja terminov »pokojninski načrti z vnaprej določenimi vplačili« in »pokojninski načrti z vnaprej določenimi pravicami« (razlog je veliko število mešanih shem po Evropi), argumentirajo, da so tehnične rezervacije namenjene pokojninskim načrtom z vnaprej določenimi pravicami, oziroma njimi podobnim shemam, saj gre pri njih za prenos zavarovalnega tveganja (The Pension Issues..., 2005, str. 64). Za najbolj odločno in izrecno opredelitev pa gre v mednarodnem standardu računovodskega poročanja 4 (IFRS 4). Le-ta namreč razmejuje zavarovalni in finančni del produkta in zahteva pretežno opredelitev. Nikakor pa med zavarovalne pogodbe ne šteje finančnih garancij (te so opredeljene in obravnavane v MRS39 - točka 4(d) IFRS 4, kakor tudi ne obveznosti, ki jih imajo izvajalci pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi pravicami – točka 4(b) (Commission regulation (EC) No 2236/2004). Epstein in Mirza (2006) v interpretaciji mednarodnih računovodskih standardov in standardov računovodskega poročanja,

³⁹ Podrobneje je ta vidik izpostavljen v razdelku 4.

finančne garancije, vključno s pokojninskimi pravicami, ki jih garantirajo pokojninski načrti z vnaprej določenimi pravicami, izrecno izključujeta iz domene finančnega standarda zavarovalnih pogodb (IFRS 4). Tudi če ne sledimo interpretaciji mednarodnim standardom računovodskega poročanja (ki bodo sicer v Sloveniji skladno s *Sklepom (AZN) o prvi sestavitvi računovodskih poročil...*(2005) tudi za zavarovalnice postali obvezni v letu 2007) in pokojninskih obveznosti načrtov z vnaprej določenimi pravicami ne izključujemo *a priori* iz domene tehničnih rezervacij oz. kritnih skladov po Direktivi 2002/83/EC o življenjskem zavarovanju oz. *Zakonu o zavarovalništvu (ZZavar)*, je za slovenske razmere jasno, da tehničnih rezervacij in kritnih skladov ni smiselno imeti, saj v okviru pokojninskega sistema izvajalci ne oblikujejo pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi pravicami oz. vnaprej opredeljenimi rentami, kjer bi nosili biometrična tveganja. Tako gre v slovenskem primeru pri pokojninskem varčevanju dejansko za varčevanje, čeprav z minimalno zajamčeno donosnostjo, pri kateri mora izvajalec pokojninskega načrta (do določene mere) obvladovati finančna tveganja.

6. PREDLOGI ZA OBLIKOVANJE UČINKOVITE UREDITVE POKOJNINSKEGA VARČEVANJA IN ZAVAROVANJA V SLOVENIJI

Področje dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja je zaradi številnih posebnosti in potrebe po ponovnih opredelitvah nekaterih temeljnih sestavnih elementov, smiselno urediti v ločenem zakonu. To pomeni, da naj bi bila tematika, ki je trenutno zapisana v III. poglavju ZPIZ-1, obravnavana v ločenem zakonu, kjer bi opredelili vsa medsebojna razmerja, tipe izvajalcev, posamezne elemente in zahteve, ki dosledno upoštevajo direktivo o kolektivnih pokojninskih načrtih EU (Direktiva 2003/42/EC), vključitev in prenehanje, nadzor nad izvajalci (ne pa tudi nad finančnimi produkti, ki jih le-ti uporabljajo) in register. Takšna ureditev bi po našem mnenju, ob ustrezno podkrepljeni kampanji osveščanja vseh generacij in davčnim olajšavam prinesla želene učinke, saj bi bila pregledna, nediskriminatorna, učinkovita in konkurenčna.

Posamezni segmenti, kjer bi bilo smiselno uvesti (bolj ali manj korenite) spremembe, so obravnavani v nadaljevanju. Pri vsakem segmentu je na koncu razlage tematike navedena želena smer sprememb. Ti segmenti so: preimenovanje zakona, ukinitvev zjamčene donosnosti, ločitev na kolektivne in individualne pokojninske načrte, razširitev pravice do varčevanja v sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja, pravne oblike izvajalcev in finančnih produktov ter nadzor nad njimi, naložbena politika, institut skrbnika, možnost prenosa (dela) aktivnosti (*outsourcing*), višina davčnih olajšav, urejenost področja stroškov upravljanja sredstev pokojninskih skladov, urejenost stroškov prenosa med pokojninskimi načrti, razkrivanje bruto in neto donosnosti, oblike rent, ki so davčno priznane za prenos privarčevanih sredstev oz. oblike, ki niso dovoljene, informiranost ob sprejemu zakona, enoten model glede uporabe predpostavk, register pokojninskih načrtov, zavarovancev, vplačevalcev in višini vplačil in stanju privarčevanih sredstev, odprava nezmožnosti vključenosti za samostojne podjetnike in družbenike z določenim deležem, prag za vključitev delojemalcev, prenos (prilagoditev) obstoječih pokojninskih načrtov in dosledna uporaba terminov.

6.1. Preimenovanje zakona

Zaradi dosledne ločitve med varčevalnim delom in zavarovalnim delom, ki izhaja iz predloga te monografije, predlagamo, da se nov zakon oblikuje ločeno od obstoječega ZPIZ-1. Le-ta naj bi v prihodnje obravnaval le javni pokojninski sistem (prvi steber), novi zakon pa bi urejal razmerja med interesnimi skupinami, nadzor, register, idr. Del, kjer je opisan finančni produkt predlagamo, da je prenesen v okrilje novega *Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*. Zaradi dejstva, da naj bi novi zakon urejal tako varčevalni (v obdobju vplačevanja premij) kot zavarovalni del (v obdobju izplačil rent), in sicer vsebinsko ločeno, predlagamo, da se le-ta imenuje *Zakon o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju – ZDPVZ*.

6.2. Ukinitev zjamčene donosnosti

Minimalne zjamčene donosnosti so se masovno pojavile v obdobju prehoda iz dodatnih pokojninskih sistemov z vnaprej določenimi pravicami v pokojninske sisteme z vnaprej določenimi vplačili oziroma v državah, kjer so dodatno pokojninsko varčevanje šele začeli vzpostavljati. Oblasti so, s ciljem promovirati dodatno pokojninsko varčevanje, hitro pristale na zjamčene donosnosti, ki so jih zahtevali socialni partnerji. Ob tem so se pojavljale različne argumentacije, da naj bi sistem zjamčene donosnosti omogočil, da bi vsak posameznik ob predpostavki enakomernih vplačil dobil minimalno določen znesek denarja ob upokojitvi in se tako izognil tveganju socialne ogroženosti, da naj bi bil sistem tako bolj pravičen, da naj bi tako posameznike zavarovali pred finančnim tveganjem oziroma nestanovitnostjo delniških trgov in da naj bi se vsi posamezniki, tudi če bi tik pred svojo upokojitvijo kapitalski trgi doživeli padec, izognili tveganju drastične nenadne izgube dohodka (Minimum pension guarantees, 2002).

Dejstvo je, da s tem, ko uvedemo zjamčeno donosnost in omejimo donosnost navzdol, le-to hkrati omejimo tudi navzgor, saj so člani dodatnega pokojninskega sistema omejeni v prosti izbiri (Jensen in Sorensen, 2001). Feldstein in Siebert (2002, stran 305) v svojem prispevku navajata empirično ugotovljene bistveno višje donosnosti v primeru pokojninskih načrtov brez zjamčene donosnosti kot v primeru z njo. Shah (1997) argumentira, da zjamčena donosnost univerzalno v dodatni pokojninski sistem ne sodi, da pa je sprejemljiva v okviru javnega pokojninskega sistema. Pri tem pa navaja težave pri sprejemanju odločitve glede odprave.

Težave pri zjamčeni donosnosti predstavlja tudi sam način ugotavljanja doseganja zjamčene donosnosti – npr. distorzije povzroča dolžina obdobja preverjanja (krajše kot je, večje distorzije povzroča) (Guarantees, 2001). V sistemu zjamčenih donosnosti največje izgube utrpijo tisti posamezniki, ki so tveganju najmanj nenaklonjeni – to so navadno mlajši (Skok in Berk, 2005).

Odpravo zajamčene donosnosti v Sloveniji v publikaciji o finančni stabilnosti predlaga tudi Banka Slovenije, vendar za nove sheme (Poročilo o finančni stabilnosti, 2006). Ideja ni nova, nanjo so avtorji v slovenskem tisku že opozarjali (glej Skok in Berk, 2005). Od zajamčenih donosnosti (*minimum guaranteed returns*) in celo garantiranja glavnice (*capital guarantees*), ki so predpisane z zakonom, se ograjujejo tudi svetovalci podjetja PragmaConsulting, ki se sklicujejo na najboljše prakse v sistemu dodatnega pokojninskega sistema (The Pension Issues, 2005). To ne pomeni, da se izvajalcem nikakor ne priporoča ustanavljanje tovrstnih pokojninskih načrtov. Lahko jih ustanavljajo, vendar zaveza o zajamčenih donosnostih naj ne bi bila zapisana v zakonu in obvezna za vse pokojninske načrte. Avtorji predlagajo, da je potrebno doseči primerno kombinacijo med zajamčenostjo in popolno odprtostjo. Hkrati z odpravo zajamčenih donosov pa poudarjajo pomen razkrivanja vseh stroškov, naložbenih možnosti in uspešnosti upravljanja sredstev.⁴⁰

Nasprotno od nekaterih strokovnjakov za pokojninski sistem v Sloveniji (glej npr. Štrovs, 2006), menimo, da je potrebno omogočiti tako individualne kakor tudi kolektivne pokojninske načrte brez zajamčene donosnosti, seveda na prostovoljni bazi, tako da ima vsak član možnost, da si izbere najprimernejšo kombinacijo varčevanja za starost v okviru davčno spodbujenega dodatnega pokojninskega sistema. Kot poudarjamo v nadaljevanju (glej razdelek 6.5 na strani 38), je smiselno isto strukturo vzajemnega sklada kot pri individualnih pokojninskih načrtih omogočiti tudi pri kolektivnih pokojninskih načrtih – le-ta naj bi temeljila na krovnih pokojninskih skladih. Pri enem delodajalcu, ki vplačuje sredstva v okviru kolektivnega varčevanja, bi bilo smiselno posameznikom omogočiti, da si izberejo različne naložbene politike – torej različne pokojninske načrte, ki so vezani na posamezen podsklad kolektivnega krovnega pokojninskega sklada. Delojemalci lahko prosto zamenjajo pokojninski načrt, oz. se tekom pokojninskega varčevanja odločijo, da jim delodajalec vplača sredstva v pokojninski načrt z manjšimi izpostavljenostmi finančnemu tveganju – npr. v pokojninski načrt z manjšim deležem delnic v strateški razporeditvi sredstev. Podobno

⁴⁰ V pokojninskih načrtih z vnaprej določenimi pravicami je razkrivanje nekoliko manj pomembno, če je le ustanovitelj takšnega načrta trdno zavezan spoštovati pravila zadostnega kritja (The Pension Issues..., 2005).

ureditev je potrebno doseči tudi za sklad ZVPSJU, ki ga uniformno za vse javne uslužbenke, ne glede na posameznikovo nenaklonjenost tveganju, upravlja Kapitalska družba.

Pri novi ureditvi glede zjamčene donosnosti, je potrebno doseči, da se vsem posameznikom, ki so trenutno vključeni v dodatni pokojninski sistem (ob primerni informiranosti) ponudi možnost izbire med pokojninskim načrtom z (ekvivalentno obstoječemu stanju) ali brez zjamčene donosnosti.

Menimo, da je primerno vzpostaviti ureditev, kjer bodo izvajalci pokojninskega varčevanja svobodni pri oblikovanju poljubnega števila pokojninskih načrtov z zjamčeno in brez zjamčene donosnosti in da ni primerno, da bi se obstoj med obema vrstama pokojninskih načrtov pogojeval. Glede izjeme bi veljalo razmisliti v primeru nezadostne konkurence ali morebitnega tihega dogovarjanja med izvajalci, ki zaradi nižje pričakovane donosnosti pokojninskih načrtov ne bi hoteli oblikovati načrtov z zjamčeno donosnostjo, saj bi lahko v tem primeru težje opravičevali visoke stroške upravljanja. V tem primeru (ki se na podlagi izkušenj lahko uvede naknadno)⁴¹ bi bilo smiselno vpeljati rešitev, da mora izvajalec pokojninskih načrtov v primeru, da v pokojninskih načrtih, ki jih izvaja, varčujejo člani, ki jim do izpolnitve polne delovne dobe po *Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju* manjka deset let ali manj, oblikovati vsaj en pokojninski načrt z zjamčeno donosnostjo ter da se imajo v tem primeru vsi člani možnost vključiti v ta pokojninski načrt; ali pa celo, da mora izvajalec pokojninskih načrtov preden oblikuje pokojninski načrt brez zjamčene donosnosti, upravljati najmanj en pokojninski načrt z zjamčeno donosnostjo. Na tak način bi ohranili možnost dodatne varovalke, ki bi jo lahko brez težav hitro predpisali, če bi se na tem področju pojavili kakršnikoli pritiski. Glede na odzive socialnih partnerjev ob sprejemanju spremembe (ZPIZ-1G) v letošnjem letu, bo pritisk na ohranjanje načrtov z zjamčeno donosnostjo dovolj velik, da tovrstni scenarij najbrž ni zelo verjeten.

⁴¹ Operativna rešitev bi npr. omogočala, da to s predpisom uredi minister pristojen za delo.

6.3. Ločitev na kolektivne in individualne pokojninske načrte

Ločitev pokojninskih načrtov II. in III. stebra, torej kolektivnega in individualnega pokojninskega zavarovanja, je smiselna iz več razlogov.⁴² Prvič je ločitev v svetu namenjena oblikovanju različnih lastnosti in priznavanju različnih pravic. V večini držav (čeprav je poudarjen trend prehoda na pokojninske načrte z vnaprej določenimi vplačili) sta sistem financiranja in oblika kolektivnih pokojninskih načrtov različna od individualnih. Prek II. stebra se navadno v pretežni meri zagotavlja izpad javnega pokojninskega sistema, ki v razvitih družbah podlega demografskim trendom in zato zagotavlja vse manj pravic, in dosega vsaj nizka stopnja solidarnosti. Dodatni razlog za ločitev je davčni. Države z ločevanjem dosežejo, da so za varčevanje v dodatnem pokojninskem sistemu davčno stimulirani tako delodajalci kot posamezniki.

V slovenskem primeru je ločitev v tem trenutku smiselna, saj bo zagotovila bolj primerne davčne spodbude – davčne olajšave posameznikov so namreč v trenutnem sistemu lahko izpodrinjene z davčnimi olajšavami podjetij. Hkrati lahko ločitev zagotovi lažji prehod bodisi na obvezno oblikovanje oziroma vključenost v kolektivno pokojninsko varčevanje ali pa na obliko kolektivnega pokojninskega varčevanja, ki bo dogovorjena v okviru kolektivnih pogajanj, če se seveda kdaj v prihodnje pojavi politična volja za tovrstni premik.

Glede vključenosti v posamezne pokojninske načrte je smiselno določiti, da je lahko posameznik vedno aktivno vključen v več kot en kolektivni pokojninski načrt. Pravice v nekaterih pokojninskih načrtih (kjer je bil vključen prek prejšnjih delodajalcev), v kolikor jih ne prenese v drug kolektivni načrt, mirujejo. Menimo, da je smiselno, da je posameznik vedno lahko vključen vsaj v dva individualna pokojninska načrta. Smisel takšnega določila vidimo v možnosti, da si posameznik glede na svojo stopnjo nenaklonjenosti tveganju sestavi premoženje (naložbeno politiko) s kombinacijo dveh pokojninskih načrtov – npr. enega, ki nima zajamčene donosnosti in enega, ki zajamčeno donosnost ima. To je v slovenskem

⁴² Ločitev je tudi zapisana kot ukrep 64. v *Okviru gospodarskih in socialnih reform za izboljšanje blaginje v Sloveniji* (2006).

dodatnem pokojninskem sistemu smiselno, ker zaradi stroškovne učinkovitosti (vsaj na začetku, ob spremembi sistema), izvajalci ne bodo ponujali zelo velikega števila vzajemnih pokojninskih skladov oz. pokojninskih načrtov z različnimi naložbenimi politikami. Ureditev z večkratnimi vključenostmi posameznikov povzroča nekoliko več administracije, npr. zaradi sporočanja podatkov v register (glej razdelek 6.16) in ugotavljanja višine davčne olajšave, ki jo je v posameznem pokojninskem načrtu mogoče priznati (glej razdelek 6.9), vendar omogoča posameznikom, da dosežejo najprimernejšo kombinacijo med zajamčeno in nezajamčeno donosnostjo (glej prejšnjo točko). Torej, menimo, da bi bilo smiselno uvesti sistem, kjer se ne omejuje število pokojninskih načrtov po posamezniku, temveč (zaradi stroškovnega vidika) minimalen znesek, ki pa posameznik vplačuje v posamezen pokojninski načrt.

6.4. Razširitev pravice do varčevanja v sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja

Povsod po razvitem svetu, tudi v Evropi se v zadnjem času pojavljajo tendence k uporabi bolj prilagodljivih oblik zaposlitev. Prizadevanja v to smer so zapisana tako v *Lizbonski strategiji*, kakor tudi v okviru četrte razvojne prioritete *Moderna socialna država in večja zaposlenost* Strategije razvoja Slovenije, in sicer med drugim v obliki dela za krajši delovni čas, delo na domu, delo na daljavo, po drugi strani pa olajšati postopke odpuščanja in sprostiti ukrepe zaposlovanja (Strategija razvoja Slovenije, 2005, str. 29-31). Mnogi ukrepi povzročajo vezavo razmerij za določen čas, mnogokrat izven domene sistema prispevkov, ne pa tudi davkov. Slovenija glede na vrednost indeksa varovanja zaposlitve – metodologijo je razvil OECD in omogoča merjenje in primerjavo varnosti, ki jo narekuje delovna in druga zakonodaja, ki določa varovanje zaposlitve, izkazuje neprilagodljiv trg dela (Poročilo o razvoju, 2006). Se pa na tem področju kažejo izboljšave, saj je mlajša generacija bistveno bolj prilagodljiva – gre za t.i. segregiran trg dela (Ignjatović, 2002).

Zaradi teh trendov in cilja države, da si prebivalci del dohodkov v obdobju upokojitve zagotovijo iz naslova naložbenih pokojninskih

produktov, je smiselno pravico do vplačila urediti bolj splošno in omogočili širšemu krogu posameznikov pridobitev pravice za vplačilo v dodatno pokojninsko varčevanje. Poročilo svetovalne hiše PragmaConsulting, ki temelji na anketnih vprašalnikih interesnih skupin, povezanih s pokojninskim sistemom III stebra (t.j. individualnega pokojninskega stebra), napotuje na oblikovanje sistema, ki je odprt za vse davkoplačevalce (The Pension Issues, 2005, str. 95). Trenutno namreč *Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju* določa, da se v prostovoljno dodatno zavarovanje lahko vključi le zavarovanec ali uživalec pravic iz obveznega pokojninskega zavarovanja (prvi odstavek 294. člena ZPIZ-1-UPB3).

Smiselno bi torej bilo, da bi nov zakon ZDPVZ opredelil, da se v sistem dodatnega pokojninskega varčevanja lahko vključi vsaka oseba, ki ima središče osebnih in ekonomskih interesov v Sloveniji oz. zavezanec po *Zakonu o dohodnini* ZDoh-1 (predvsem so relevantni 4., 5., 6. in 7. člen ZDoh – členi, ki opredeljujejo zavezanca za dohodnino). Za račun oziroma v korist zgoraj opredeljenega upravičenca premijo v II. steber dodatnega pokojninskega varčevanja vplačuje delodajalec, zavezanec za davek od dohodka pravnih oseb (opredelitev le-tega se nahaja v 3., 4., 5. in 6. členu *Zakona o dohodkov pravnih oseb – ZDDPO-1*). Takšna opredelitev je po našem mnenju dovolj široka in ne izključuje pogodbeno zaposlenih sodelavcev. Pravico glede odločitve za vključitev le-teh je smiselno pustiti vsakemu delodajalcu posebej.⁴³

Ker dodatno pokojninsko varčevanje namenjeno nadomeščanju izpadlih dohodkov iz naslova prvega stebra pokojninskega sistema, se med najboljše prakse šteje tudi (vsaj deloma) obvezno kolektivno dodatno varčevanje. V koliko kolektivno pokojninsko varčevanje ni obvezno se priporoča, da je vključitev vsaj predmet kolektivnih pogajanj. Poleg širše vključenosti (brez obveznega elementa lahko pričakujemo približno polovično vključenost delovno aktivnega prebivalstva; Nizozemska je posebnost s 83 odstotno vključenostjo), ki jo takšna ureditev prinaša, je s tovrstno ureditvijo mogoče dosegati tudi višjo stopnjo solidarnosti. Delodajalec npr. v času bolezni ali nekaterih oblik odsotnosti z dela še

⁴³ ZPIZ-1 vplačila delodajalcev opredeljuje v 299. členu.

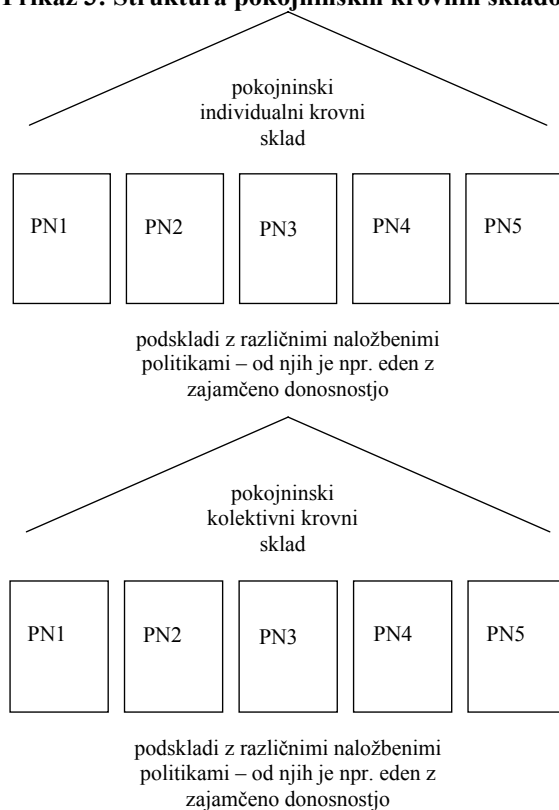
vedno plačuje določeno vplačilo na račun posameznika (The Pension Issues..., 2005).

6.5. Pravne oblike izvajalcev in finančnih produktov in nadzor

Glede na izsledke pričujoče monografije je v Sloveniji smiselno dodatni pokojninski sistem zasnovati na enem dovolj prilagodljivem finančnem produktu, ki se trenutno vzporedno uvaja na področju zakonodaje, ki ureja investicijske sklade – krovnem skladu. V izhodišču naj bi bila dovoljena oblika za namene varčevanja v dodatnem pokojninskem sistemu vzajemni pokojninski sklad. Tako bi tudi za pokojninske družbe veljalo, da morajo dodatno pokojninsko varčevanje ponujati prek vzajemnega pokojninskega sklada oziroma krovnega pokojninskega sklada z več podskladi, ki bi predstavljali različne pokojninske načrte in zasledovali različne naložbene politike.

Posamezni izvajalec bo lahko v okviru naložbenega oddelka (lahko pa bo upravljanje premoženja tudi prenesel na pogodbenega upravljavca) premoženja upravljal ločeno po posameznih naložbenih razredih – npr. ločeno sklad evropskih delnic, ameriških delnic, sklad obveznic, itd., in jih kombiniral v posamezne podsklade (oz. v posamezne pokojninske načrte). Menimo, da je predlagani način najbolj pregleden in razumljiv ter nadvse primerna oblika za obdobje pokojninskega varčevanja (vplačevanja), hkrati pa je stroškovno učinkovit in omogoča hitro prilagajanje zavarovancev ob spreminjajoči se stopnji nenaklonjenosti tveganju in preferencam po izpostavljenosti tržnemu tveganju. Prenosljivost je potrebno zagotoviti znotraj posameznih krovnih skladov, pa tudi med različnimi krovnimi skladi iste vrste (torej, med individualnimi in med kolektivnimi), ki jih upravljajo različni izvajalci.

Prikaz 3: Struktura pokojninskih krovnih skladov



Vir: lastni prikaz.

Menimo, da bi bilo priporočljivo, da bi bilo pokojninsko varčevanje dopustiti tudi v obliki upravljanih individualnih pokojninskih premoženj, ki bi bilo podobno upravljanju premoženja, ki ga za posamezne individualne vlagatelje upravljajo borznoposredniške družbe in banke. Dejavnost naj bi imele možnost izvajati vse pravne osebe, ki bi imele dovoljenje nadzornika za izvajanje pokojninskih načrtov. Tako bi bili v okviru dodatnega pokojninskega varčevanja mogoči kolektivni pokojninski načrti - KPN, individualni pokojninski načrti – IPN, upravljana individualna pokojninska premoženja - UIPP in individualni pokojninski računi - IPRA. Dovoljenje za upravljanje individualnih pokojninskih premoženj in individualnih pokojninskih računov bi ravno tako kot pokojninske načrte odobrila pristojna organa – minister pristojen

za delo in Agencija za trg vrednostnih papirjev. Slednja naj bi po novem imela nadzor nad izdajanjem dovoljenj zaradi podrobnejših določil oz. zahtev, ki se nanašajo na pokojninski finančni produkt (naložbeno politiko, obvladovanje tveganj, obveščanje, ipd.).

Zaradi doslednega ločevanja varčevalnega in zavarovalnega dela in narave zgoraj opisanega finančnega produkta, je smiselno, da bi pokojninske načrte lahko izvajale tudi družbe za upravljanje, vendar z omejitvijo na produkte brez zjamčene donosnosti – zaradi obveznosti, ki iz tega izhajajo in posledično drugačnih zahtev v smislu kapitalske ustreznosti.

Podobno ureditev predlagamo tudi za sklad javnih uslužbencev ZVPSJU. Člani le-tega morajo imeti na voljo enake možnosti kot člani kateregakoli drugega vzajemnega pokojninskega sklada.

Zaradi stroškovne učinkovitosti predlagam, da bi upravljavec UIPP pridobil dovoljenje za opravljanje tovrstnih storitev in potrditev standardnega pokojninskega načrta, v katerem bi se določalo obvezne vsebine. Ponudnik storitve upravljanja individualnega pokojninskega premoženja in posameznik bi te vsebine upoštevala pri oblikovanju *načrta upravljanja individualnega pokojninskega premoženja – načrta UIPP* (ekvivalent dokumentu o naložbeni politiki v sodobnem finančnem svetu – *investment policy statement*). Vsebino tovrstnih načrtov bi bile ekvivalentne tistim, ki bi veljale za pokojninske načrte v skladu z novim *Zakonom o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju*. Za to obliko upravljanja premoženja, namenjenega izplačilu rent oziroma pokojnin, bi morali veljati visoki standardi upravljanja premoženja strank, ki veljajo v tej dejavnosti v razvitih finančnih okoljih - skrbniška odgovornost (*fiduciary duty*). Podrobneje dejavnost upravljanja premoženja strank ureja *Zakon o trgu vrednostnih papirjev* oziroma bo urejal novi *Zakon o trgih finančnih instrumentov*. V *Zakonu o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju* je potrebno zgolj urediti in določiti to obliko in se sklicevati na zgoraj omenjeni zakon in podzakonske predpise v pristojnosti ATVP.

Individualni pokojninski računi IPRA pa bi posameznikom omogočali, da (del) pokojninskega varčevanja kanalizirajo v neposredne naložbe v

vrednostne papirje, bančne depozite in/ali investicijske sklade. Za to obliko neposredno ni potrebna skrbniška funkcija, saj posameznik sam prostovoljno izbira naložbe, finančna institucija (banka, borzno-posredniška družba ali družba za upravljanje) opravlja zgolj posredniško vlogo. Je pa za to obliko pokojninskega varčevanja nujno vzpostaviti konsistenten in sodoben register pokojninskih računov. Posamezniki bi namreč v celotni delovni dobi na IPR vplačevali zneske iz bruto dohodkov (kot pri obstoječem sistemu), ne bi plačeval davka na kapitalski dobiček (niti realizirani) in tekoči dohodek, in razen v izjemnih primerih ne bi mogel črpati sredstev do dopolnjenega 60 leta starosti, izplačila (rente, ki jih posameznik kupi s privarčevanimi sredstvi) iz tega naslova pa bi bila predmet obdavčenja (po *Zakonu o dohodnini*). Na ta način bi posameznik lahko neposredno in z manjšimi stroškovnimi obremenitvami (upravljavci zaračunajo stroške upravljanja, poročanja, idr.) lahko izbral med zelo širokim naborom naložb. Smiselno bi bilo, da bi ATPV s podzakonskim aktom predpisala vrste naložb oz. izključila naložbe, ki za namene IPRA niso primerne oz. dovoljene.

Ureditev, podobno predlagani (torej ureditev individualnih pokojninskih računov) poznajo tudi v ZDA. Ti računi so znani pod imenom IRAs (*individual retirement accounts*). Pojavljajo se v treh oblikah, in sicer kot (Black in Skipper, 2000; McKinney in McKinney, 2006):

- Pokojninski bančni račun (*bank trust oz. custodial account*), ki je odprt pri bankah in hranilnicah, in omogoča naložbe v depozite in različne bančne produkte,
- Pokojninski račun pri družbah za upravljanje (*trust oz. custodial account*), ki je odprt pri družbah za upravljanje in omogoča neposredno vlaganje v investicijske oz. vzajemne sklade,
- Individualni trgovalni račun (*self-directed account*), ki je odprt pri borzno-posredniških družbah (gre za podoben račun kot sta po obstoječih Pravilih borze (144. in 146. člen) *račun stranke* in *skrbniški račun*).

Ta oblika pokojninskega varčevanja je lahko v ZDA organizirana tudi kot individualna pokojninska renta (*individual retirement annuity*). Torej, zakonodaja omogoča nakup rente, ki je opredeljena že v času

varčevanja.⁴⁴ Tovrstnih produktov je na ameriškem trgu precej in človek dobi vtis, da inovativnost na tem področju ne pozna meja. Obstaja zares široka paleta rent – od variabilnih, do stalnih, takšnih, ki omogočajo prilagodljiva plačila, do takšnih, ki so vezana na vzajemne sklade ali posebne indekse. Tovrstni produkti zahtevajo usposobljen in visoko strokoven kader, za zavarovalnice pa predstavljajo veliko tveganje, saj morajo predvideti razmere na kapitalnem trgu v zelo dolgem obdobju (v času vplačevanja in izplačevanja). Po drugi strani pa morajo premagati konkurente, kar pomeni vgrajevanje visokih donosnosti, za katere se lahko izkaže da so nerealne oz. nevzdržne. V Sloveniji bi bilo tovrstno obliko pokojninskega varčevanja sicer smiselno uvesti, verjetno pa zanjo ni pretiranega interesa na strani zavarovalnic. V slovenskem prostoru so tudi dobro znani primeri velikih izgub iz prvih poskusov ponujanja rentnih zavarovanj.

Za vse tovrstne račune je značilno, da imajo poseben davčni status – zanje velja odlog plačila davka (*tax deferral*). Davčna olajšava (odlog davka) ni vezana na vrsto dohodka (torej na redno zaposlitev, avtorske honorarje, kapitalske dobičke, idr.), predčasno črpanje pa je poleg redne davčne obremenitve (znesek v celoti podleže zakonom o individualnem obdavčenju) pogojeno tudi z dodatnim stroškom – 10-odstotnim davkom na predčasno črpanje (*tax penalty*).

Nadzor je v novem sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja potrebno opredeliti funkcionalno. Izvajalce po statusnopravni obliki nadzira pristojni regulator – torej banke Banka Slovenije, pokojninske družbe in zavarovalnice Agencija za zavarovalni nadzor in družbe za upravljanje ter borzne posrednike Agencija za trg vrednostnih papirjev. Celoten nadzor pokojninskih finančnih produktov pa mora biti v domeni Agencije za trg vrednostnih papirjev, saj je glede na vsebino nadzora tak način edino smiseln.

⁴⁴ Iz sistema individualnih pokojninskih računov pa so izrecno izločena življenjska zavarovanja (Black in Skipper, 2000).

6.6. Naložbena politika

Kremers (2002, stran 305) trdi, da je svoboda izbora naložbene politike bistvo učinkovitega sistema. Pregled omejenosti naložbenih politik po državah pokaže, da gre trend v razvitih državah z liberaliziranim finančnim trgom, v smer popolne odprtosti naložbenih politik in neomejenosti glede tujih naložb (Survey of Investment..., 2004; Shah, 1997; Chetcuti, 2002). Manj razvite države omejujejo posamezne segmente, navadno predvsem zgornje meje naložb v delnice, nepremičnine, naložbe v investicijske sklade in bančne depozite. Pokojninski skladi v anglosaksonskih državah v svojih premoženjih držijo od 40 do 80 odstotkov delnic (Portfolio limits, 2001).

Za prihodnjo slovensko ureditev dodatnega pokojninskega varčevanja predlagamo, da se naložbena politika popolnoma orientira po zakonu, ki ureja investicijske sklade in družbe za upravljanje. Zaradi nezrelosti finančnega sistema predlagamo, da se dodajanje možnosti, ki jih predvideva Direktiva 2003/41/EC – torej 30 odstotni delež naložb tveganega kapitala, kamor naj sodijo tudi naložbe nepremičninskih skladov, udejanja postopoma. Predlagamo npr., da zaradi neurejenosti problematike nepremičninskih skladov in vrednotenja nepremičnin, pokojninski skladi vlagajo le v naložbe, ki pomenijo izpostavljenost trgu nepremičnin v obliki nepremičninskih skladov (npr. v obliki REIT – *real estate investment trusts*) oziroma običajnih delniških družb, ki kot svojo prevladujočo dejavnost opravljajo upravljanje z nepremičninami.

Vrednotenje mora biti obvezno v vsakem trenutku po tržnih vrednostih. Agencija za trg vrednostnih papirjev predpiše podrobnejša pravila za glede naložbene politike, podobno kot to velja za (krovne) vzajemne sklade.

Naložbene politike pokojninskih vzajemnih skladov morajo biti obvezno opredeljene na način, da je jasno razvidna njihova strateška razporeditev naložb, možnost taktične razporeditve naložb glede na tržne razmere, predvideno izpostavljenost tveganju in obvladovanje (metode in načine) vseh relevantnih vrst tveganja.

6.7. Institut skrbnika

Za pokojninske načrte oziroma vse vzajemne pokojninske sklade, morajo izvajalci obvezno skleniti pogodbo glede skrbniških storitev, kot je že določeno v 306.e členu ZPIZ-1G. Skrbnik je namreč eden od mehanizmov dodatne varnosti in je na področju upravljanja premoženja postal splošno sprejeti standard. Ureditev predvideva tudi Direktiva 2003/41/EC (19. člen). V skladu z istim členom novi zakon (vsaj v delu kolektivnega varčevanja) ne sme omejevati ponudnikov skrbniških storitev iz drugih držav članic.

6.8. Možnosti prenosa (dela) aktivnosti – outsourcing

V novem zakonu je smiselno določiti, da izvajalci dodatnega pokojninskega zavarovanja lahko posamezne aktivnosti oz. poslovne funkcije (npr. upravljanje premoženja, izplačevanje rent, računovodstvo, trženje, aktuarske storitve, idr.) prenesejo na tretjo osebo. V delu kolektivnega varčevanja v skladu z Direktivo 2003/41/EC ni dovoljeno omejevati prenosa upravljanja premoženja na domače upravljavce premoženja – možnost mora biti dopuščena tudi za upravljavce iz držav članic.

6.9. Višina davčnih olajšav

Višine davčnih olajšav so po državah, tako kot druge lastnosti pokojninskega sistema, precej raznolike. Pregled davčnih olajšav po Evropi in ZDA kaže, da so precej večje kot znaša trenutna olajšava v Sloveniji – le-ta znaša 5,844 odstotka bruto plače posameznika (111. člen ZDoh-1). V Nemčiji trenutno davčna olajšava znaša 4 odstotke za kolektivno pokojninsko varčevanje in 4 odstotke (od leta 2008 dalje, do tedaj pa 1 odstotek) za individualno pokojninsko varčevanje, v Franciji letna olajšava znaša 10 odstotkov letnega dohodka, v Latviji ravno tako 10 odstotkov, britanska zakonodaja pa posameznikom, vključenim v dodatno pokojninsko zavarovanje omogoča z davčnimi ugodnostmi

vplačati do 100 odstotkov dohodka. Maksimalna letna olajšava je določena na ravni 215.000 GBP, v obdobju celotnega obdobja varčevanja pa 1,5 milijona GBP (European Pension Reform..., 2004). Britanci so v letu 2004 pokojninskemu varčevanju namenili 26 odstotkov celotne mase plač, od tega 18 odstotkov za sheme z vnaprej določenimi pravicami in 8 odstotkov za sheme z vnaprej določenimi vplačili (Pension Facts, 2006). V ZDA znaša letna olajšava za sheme z vnaprej določenimi prispevki, ki jih financira delodajalec oz. se financirajo iz bruto plač, 25 odstotkov letnega dohodka oziroma ne več kot 30.000 USD (znesek se povečuje glede na rast življenjskih stroškov). Posameznik pa ima poleg shem, ki jih financira delodajalec, na voljo tudi posamezne varčevalne mehanizme. Davčna olajšava, ki jo posameznik lahko izkoristi v posameznem letu znaša 10 odstotkov plače (pri t.i. *thrift plans*) ali 10.000 USD (pri t.i. 401(k) načrtih). (Black in Skipper, 2000, p 520). Ameriška davčna zakonodaja (*The Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act*, 2001) je leta 2001 za slednje pokojninske načrte povečala znesek davčne olajšave za dodatnih 3.000 USD na osebo letno (*The Pension Protection Act*, 2006).

Večina držav, tako starih kot novih članic EU – med njimi je tudi Slovenija, na področju pokojninskega varčevanja zasleduje t.i. EET davčne sheme – torej obdavčijo končni dohodek, ki je na podlagi pokojninskega varčevanja izplačan, ne pa tudi zneskov vplačil in tekočega prigospodarjenega dohodka in kapitalskih dobičkov.⁴⁵ Države, ki imajo t.i. TEE davčni sistem so Latvija, Litva in Poljska, Madžarska in Ciper pa sta edini državi v Evropi, ki zneske, povezane s pokojninskim varčevanjem sploh ne obdavčita – niti pri vplačilih, niti kapitalskih dobičkov in ustvarjenih tekočih dohodkov niti izplačil (*The Pension Issues...*, 2005). Italija sledi sistemu ETT – vplačila so neobdavčena, kapitalске dobičke obdavčuje po stopnji 11 odstotkov, izplačila pa se obdavčijo v skladu s pravilom (15 odstotkov - 0,3odstotne točke na leto vključenosti) (*A blueprint for the future*, 2006).

V splošnem je opaziti trend povečevanja davčnih olajšav, saj je zaradi demografskih trendov vse bolj zaželeno (nujno), da posamezniki na individualnih računih kumulirajo premoženje, namenjeno za finančno

⁴⁵ Okrajšava EET je izvedena iz *Exempt, Exempt, Taxed*.

varnost v zrelem obdobju. Države se vedno bolj zavedajo dejstva, da ob obstoječem demografskem trendu lahko pričakujemo drastično slabšanje finančnega položaja upokojencev, čeprav je to zavedanje zaradi političnih razlogov (zelo nepopularni ukrepi) prikrito. Augsztinovics (2002, str. 27-29) podarja, da je potrebno težave reševati takoj, in ne čez 20 let, ko bo razmerje upokojencev bistveno bolj grozljivo. To je mogoče izvesti le ob elementarnem načelu »večje vplačilo za večje izplačilo«. Povečanje zneska davčnih olajšav je zato dejavnik, ki lahko ob zadostni obveščenosti in osveščenosti pripelje do stanja, ko posamezniki v okviru II. in III. stebra privarčujejo zadostna finančna sredstva za starost.

Davčnih olajšav pa seveda ni mogoče povečevati v nedogled, saj so potrebna velika sredstva za financiranje le-teh. Predvsem pa za vsako državo potreben prilagojen pristop, saj gre v posameznih primerih do tako velikih razlik, tako v obstoječih pravicah, zaostrenosti demografske problematike, možnosti zagotavljanja sredstev za pokrivanje deficita prehoda in enega v drug tip pokojninskega sistema. Davčne olajšave povzročijo izpad javnofinančnih prihodkov, in sicer vse dokler upravičenci do rent ne začnejo privarčevanih sredstev črpati. Sredstva, potrebna za financiranje pokojninskega sistema so zelo velika. Velika Britanija denimo za financiranje davčnih olajšav dodatnega pokojninskega varčevanja odreče 20 milijardam GBP (European Pension Reform, 2004), kar predstavlja 10 odstotkov vseh javnofinančnih odhodkov oziroma 1,8 odstotka BDP (Budget 2005, 2005). Od tega nekaj več kot 12 milijard GBP odpade pa davčne olajšave delodajalcem (Pension Facts, 2006). Tovrsten izpad javnofinančnih odhodkov mora biti vzdržan, je pa v primerjavi z izpadom, ki ga ima država z vzdrževanjem bogatega prvega stebra ob nevzdržnih demografskih gibanjih, popolnoma drugačne narave – je namreč dolgoročno vzdržan. Na ta način namreč država v prehodnem obdobju zagotovi oblikovanje privatnih naložbenih načrtov, kasneje pa je izpada dohodka bistveno manj, saj je iz naslova dodatnih pokojnin upravičena do prihodkov iz naslova dohodnine.

Pri simulaciji smiselne in predlagane višine davčnih spodbud v trenutnem stanju v Sloveniji smo upoštevali različne vidike in parametre, ki so zapisani v posameznih študijah in uradnih dokumentih, pošten aktuarski izračun rent in predpostavko, da naj bi si posameznik, ki stopa v sistem dodatnega pokojninskega varčevanja (oseba stara 25 let) ob starosti

zagotavljal primerne prihodke ter na tej podlagi izračunali potrebna vplačila za te referenčne osebe. Obenem poudarjamo, da bi bilo v Sloveniji, s ciljem minimiziranja makroekonomskih tveganj, nujno potrebno izdelati celovit model za ocenjevanje učinkov znotraj celotnega pokojninskega sistema, ne zgolj v okviru dodatnega pokojninskega varčevanja in davčno ureditev prilagoditi parametrom, ki predstavljajo širok družbeni konsenz. Poudarjamo, da bi morala takšna kompleksna simulacija upoštevati vse trenutne pravice v okviru javnega pokojninskega sistema, različne predpostavke glede demografskih trendov, polne upokojitvene starosti, načina indeksacije (tako za pokrivanje kupne moči kot za sledenje tehnološkemu napredku – t.j. prek vezave na rast plač), predpostavke glede porazdeljenosti posameznih starostnih skupin prebivalstva po višini dohodka, želeni minimalni standard, ki ga v Sloveniji dolgoročno želimo zagotavljati upokojencem iz javnega pokojninskega sistema, ter smiselne naložbene politike v dodatnem pokojninskem sistemu (kot smo predlagali in upoštevali v pričujoči monografiji). Glede na zaostrenost pokojninske problematike, katere se po našem mnenju ne zavedajo v polni meri niti posamezni redki strokovnjaki s tega področja, bi bilo potrebno razmišljati na sledeči način:

- V okviru javnega pokojninskega sistema bi bilo smotno zagotoviti soliden naložbeni del. To bi lahko izvedli na podlagi ponovne opredelitve vloge Kapitalske družbe, ki je bila sicer ustanovljena za tovrstne namene, in sicer z določitvijo dolgoročne obveznosti zagotavljanja sredstev (na podlagi omenjene simulacije) za financiranje prehoda.
- V okviru drugega stebra (kolektivnega pokojninskega varčevanja) bi bilo smotno uvesti obvezno vključenost vseh zaposlenih, pri čemer bi se del trenutnih prispevkov, ki se trenutno vplačujejo v javni pokojninski sistem, prekanaliziral v drugi steber – torej za vplačila na individualne račune zaposlenih. Višina obveznih prispevkov bi morala biti določena v okviru kolektivnih pogajanj.
- V okviru tretjega stebra bi morala država v prehodnem obdobju (t.j. obdobju ko so priznane davčne olajšave bistveno višje kot pobrani davki iz naslova prejetih pokojnin iz drugega in tretjega stebra) zagotoviti dovolj velika finančna sredstva, da bi lahko posamezniki sami privarčevali zadovoljiva sredstva za finančno varno jesen njihovega življenja.

Pokojninski sistem bi bilo smiselno zasnovati na način, da bi javni del pokojninskega sistema postal mehanizem za zagotavljanje stabilnega dohodka ob upokojitvi, ki bi omogočal le nekoliko več dohodka kot znaša vrednost košarice potrošnih dobrin (koliko, je seveda vprašanje družbenega konsenza), vendar s poudarjenim redistribucijskim elementom, kar bi sistemu poudarilo socialno komponento.

Preoblikovanje prvega stebra predlagamo v smeri prehoda na sistem NDC (*notional defined contribution*), ki ima naslednje želene lastnosti (Daykin, 2005):

- jasno povezavo med prispevki in upravičenji;
- ni potreben prehod na naložbeno osnovo - ohranitev PAYG;
- omogoča različne načine ohranjanja/povečevanja vrednosti sredstev;
- omogoča prilagajanje na demografske razmere;
- možnost odmere pokojnine ob upokojitvi;
- prilagodljivost glede starosti upokojevanja;
- prenos dela tveganja dolgoživosti iz pokojninskega sistema.

NDC že uporabljajo na Švedskem, v Italiji, Latviji, Braziliji in Franciji.

Implementacija v Sloveniji bi lahko potekala v naslednjih korakih:

1. Oblikovanje množic ključnih predpostavk.
2. Izračun stanja obveznosti do vseh (aktivnih) zavarovancev.
3. Oblikovanje mehanizmov določanja pravic glede na sredstva na osebnem računu.

Izvajanje mehanizmov iz 3. točke zgoraj bi potekalo periodično glede na spremembe v ekonomskem okolju in demografskih procesih.

NDC ima po našem mnenju tri bistvene posledice kar zadeva ureditev javnega pokojninskega sistema:

1. Ugotovitev stanja pokojninskih obveznosti: vzpostavitev modela in kasneje informacijskega sistema, ki omogoča stalen nadzor nad obveznostmi pokojninskega sistema in merjenje občutljivosti na različna gibanja oziroma spremembe predpostavk (preglednost).

2. Odprava nepregledne parametrizacije pokojninskega sistema ob hkratnem mehkem in predvidljivem prehodnem obdobju (preprostost).
3. Omogoča vzpostavitev dolgoročno vzdržnega javnega pokojninskega sistema v obsegu, ki si ga družba lahko privošči (prilagodljivost).

Ostala dva stebra pokojninskega sistema pa bi ljudem na individualni ravni omogočala finančno svobodo. Pri tem se zavzemamo za takšno rešitev pokojninske problematike v Sloveniji, pri kateri bi vse starostne generacije nosile isto breme, kar bi dosegli s pomočjo omejitev v simulacijskem modelu in v skladu z njimi predlagali oblikovanje višine in načina priznavanja davčnih olajšav.

Na takšnih temelji oblikovan sistem bi omogočal minimiziranje makroekonomskih tveganj in enakomerno porazdelitev problema na celotno prebivalstvo Slovenije, brez zatiskanja oči in prelaganja javnega dolga na bodoče nujno davčno zelo obremenjene generacije. V okviru pričujoče monografije s pomočjo simulacije potrebnih davčnih olajšav za doseg predpostavljenih ciljev kažemo na zaostrenost pokojninske problematike. Simulacija ne vključuje vseh zakonitosti in povezav v javnem pokojninskem sistemu, temveč iz njega črpa zgolj nekatere podatke o pričakovani pokritosti pokojnin, ki so rezultat v drugih študijah uporabljenih predpostavk.

Simulacija vključuje ključni predpostavki glede življenjske dobe in upokojitvene starosti. Povzeta je iz trenutnega družbenega konsenza oziroma Okvira gospodarskih in socialnih reform, ki ne predvideva podaljševanje delovne dobe čez 63 let za moške in 61 let za ženske (Okvir gospodarskih in socialnih reform..., 2006). Za oba spola, ne glede na predviden čas upokojitve, predpostavljamo starost upokojitve 63 let, čeprav je trend po veliki večini držav, da se delovna doba oz mejna starost, pri kateri so posamezniki upravičeni do polnih pokojnin, pomika navzgor. V primeru Velike Britanije se npr. predvideva upokojitvena starost leta 2024 66 let (trenutno za moške velja starost 65 let, za ženske pa naj bi ta starost postopno bila dosežena do leta 2020). Do leta 2046 naj bi se upokojitvena starost še nadalje povečala za dve leti – torej na 68 let za oba spola (A way out of mess, 2006). Upokojitveno starost za polne

pravice med 65 in 67 leti predvideva večina evropskih držav in držav OECD – Francija povečuje to mejo na 65 let leta 2020, Nemčija 67 let leta 2035, Italija že ima veljavno starost 65 let, Islandija in Norveška pa že sedaj imata uveljavljeno starost 67 let (European Pension Reform, 2004; Pensions at a Glance, 2005), tako da Slovenija na tem področju ne bo mogla biti izjema. Še posebej, če upoštevamo, da so demografski trendi v Sloveniji med najbolj neugodnimi v EU.

Eden najbolj ključnih parametrov, ki ga je za ohranjanja koraka s časom oziroma kupne moči, je rast produktivnosti. Gre namreč za prilagajanje prihodnjih pokojnin tehnološkemu napredku in splošni blaginji v družbi. Brez upoštevanja produktivnosti dela je namreč nemogoče pričakovati, da bodo pokojnine, ki jih ciljamo v simulaciji zadoščale za zadostno raven potrošnje, in to kljub temu, da so simulacije narejene pod vsemi predpostavkami, izraženimi v realnih zneskih. Produktivnost se meri na različne načine, npr. kot količina opravljenega dela na enoto porabljenega časa, realni bruto domači proizvod na delovno aktivnega prebivalca, ipd. Po podatkih UMAR, ki so objavljeni v Poročilu o razvoju (2006, str. 17) je razvidno, da je realna rast produktivnosti v Sloveniji v drugi polovici 90-tih let gibala na ravni 4,8%, v obdobju 2000-2005 pa znašala 3,1%. V prihodnje lahko pričakujemo sicer še nekoliko višjo rast produktivnosti od držav EU (zaradi realne konvergence), vendar je smiselna vrednost najbrž nekje tik pod 3%. V naših analizah in priporočilih smo v končni verziji privzeli vrednost 2,5%.

Glede naložbene politike smo predpostavili petindvajsetletnika s povprečno vrednostjo koeficienta nenaklonjenosti tveganju. Le-ta naj bi se pri povprečne vlagatelju na kapitalnem trgu gibala med 2 in 4 (Bodie, et al., 2005).⁴⁶ Horneff in sodelavci (2006) v študiji za vlagatelja, ki je malo nenaklonjen tveganju uporabljajo vrednosti koeficienta nenaklonjenost pod 1, za vlagatelja, ki je srednje nenaklonjen tveganju

⁴⁶ Vrednost koeficienta nenaklonjenosti tveganju 0 pomeni, da je posameznik do tveganja nevtralen (tveganje mu ne znižuje koristnosti), vrednost 1 kaže na majhno nenaklonjenost tveganju (torej, posameznika tveganje prizadane le malo in ga je zato pripravljen sprejemati v večji meri), naraščanje vrednosti pa predstavlja naraščanje koeficienta nenaklonjenosti tveganju in torej majhno pripravljenost prevzemati tveganje). Posameznik z visokim koeficientom nenaklonjenosti tveganja zahteva za prevzemanje tveganja večje donosnosti.

vrednosti med 1 in 5, in za tveganju zelo nenaklonjenega vlagatelja vrednosti nad 5. Koeficient nenaklonjenosti tveganju smo po letih prilagodili glede na staranje posameznikov, vključenih v dodatno pokojninsko varčevanje. Opredelili smo skupine ljudi – v prvo smo uvrstili tiste z nizko nenaklonjenostjo tveganju, v drugo tiste s srednjo nenaklonjenostjo tveganju in v tretjo tiste z visoko nenaklonjenostjo tveganju. Simulacijo smo v monografiji predstavili za osebo, ki je srednje nenaklonjena tveganju. Na podlagi predpostavk o zgodovinskih povprečnih donosnostih z različnih kapitalskih trgov v obdobju 1900-2000, smo izračunali delež, ki naj bi jih posameznik namenil za tvegane naložbe. V te namene smo se oprli na sodobno finančno teorijo, ki opredeljuje dele tveganih naložb v premoženju posameznika, za katerega je značilna neka stopnja nenaklonjenosti tveganju. Pri tem smo pri razporeditvi izbirali med netveganim naložbenim razredom in tveganim naložbenim razredom. Kot netvegano naložbo smo za posamezne trge upoštevali obvezniški indeks, kot tvegano naložbo pa delniški indeks (Dimson et al., 2002).⁴⁷ Formula za izračun deleža premoženja pokojninskega sklada, ki naj bi bil razporejen v lastniške naložbe:

$$y = \frac{E(r_m) - r_f}{0,01 * A * \sigma_m^2},$$

kjer $E(r_m)$ predstavlja povprečno donosnost lastniških naložb, r_f donosnost netveganih dolžniških naložb, A koeficient nenaklonjenosti tveganju (*risk aversion factor*) σ_m^2 pa varianco (mero nestanovitnosti delniškega indeksa).

Donosnosti smo uporabili za obdobje sto enega leta za globalni trg kot celoto (WORLD), ZDA, Japonsko in Veliko Britanijo – tri svetovno največje delniške trge. Prikazane so v spodnji tabeli.

⁴⁷ Obvezniški indeks sicer nima standardnega odklona nič (v ZDA je le-ta v proučevanem obdobju 1900-2000 v povprečju znašal 4,5 odstotka za zakladne menice in 10 odstotkov za dolgoročne obveznice), kot predpostavlja model v poenostavljeni obliki, saj na njegovo nihajnost vpliva tveganje spremembe obrestne mere, vendar lahko predpostavimo, da upravljavec premoženja lahko uporablja različne prijeme za zmanjšanje nestanovitnosti – uporablja lahko obveznice, vezane na inflacijo (*inflation-linked bonds*), ali pa prilagodi trajanje premoženja obveznic naložbenemu horizontu varčevalcem v pokojninskem skladu.

Prikaz 4: Donosnost in nestanovitnost glavnih svetovnih trgov v obdobju 1900-2000

	Tržna kapitalizacija 31.12.2001	Delež tržna kapitalizacije 31.12.2001	Donosnost delniškega indeksa		Donosnost obvezniškega indeksa		Standardni odklon delnic
	milijard USD		% nominalno (%)	% realno (%)	% nominalno (%)	% realno (%)	%
WORLD	36099	100	9,20	5,80	4,40	1,20	17,00
ZDA	16635	46,08	10,10	6,70	4,80	1,60	20,20
Japonska	4547	12,60	12,50	4,50	5,90	-1,60	30,30
Velika Britanija	2933	8,12	10,10	5,80	5,40	1,30	21,80

Vir: Dimson et al., 2002.

Glede na študije o nenaklonjenosti tveganju posameznikov smo določili izhodiščne vrednosti in dinamiko nenaklonjenosti tveganju za tri skupine posameznikov – zelo nenaklonjenih tveganju – ZNT, srednje nenaklonjenih tveganju – SNT in malo nenaklonjenih tveganju – MNT. Pri tem smo vrednosti izbrali relativno konzervativno, kar ima za posledico, da je razporeditev naložb v delnice, ravnotako konzervativno. Vrednosti so prikazane v spodnjem prikazu.

Prikaz 5: Dinamika koeficientov nenaklonjenosti tveganju za posameznike z različnim odnosom do tveganja

Koef. nenaklonjenosti tveganju			
leta	ZNT	SNT	MNT
do 28	5,0	2,0	1,0
28-35	6,5	2,5	1,0
35-42	8,0	3,5	2,0
42-49	10,0	5,0	3,0
49-56	12,0	8,0	5,0
56-63	18,0	15,0	7,0

Vir: lastne predpostavke.

Na podlagi povprečnih zgodovinskih donosnosti in vrednosti nenaklonjenosti tveganju smo izračunali optimalne deleže delnic v premoženju na posameznih trgih. Kot navedeno zgoraj, je relativno majhna razporeditev naložb v delnice posledica relativno visoke konzervativnosti pri določitvi koeficientov nenaklonjenosti tveganju. Predstavljamo jih v spodnjem prikazu.

**Prikaz 6: Delež delnic v premoženju posameznika
s srednjo nenaklonjenostjo tveganju za različne trge (podatki za obdobje 1900-
2000)**

leta	WORLD	ZDA	Jap.	VB
do 28	83	65	36	49
28-35	66	52	29	40
35-42	47	37	21	28
42-49	33	26	14	20
49-56	21	16	9	12
56-63	11	9	5	7

Vir: Dimson et al.,2002; lastni izračuni.

Različne predpostavke glede nenaklonjenosti tveganju in donosnosti povzročijo različne donosnosti, v simulaciji pa smo upoštevali povprečje – povprečne donosnosti in deleže delnic v premoženjih za posameznike, ki so srednje nenaklonjeni tveganju. Tako lahko smiselno predpostavljamo, da posamezniki, stari manj kot 28 let z optimalno naložbeno politiko dosegajo realno donosnost 5,0 odstotka, posamezniki, stari med 28 in 35 let, 4,3 odstotka, posamezniki, stari med 35 in 42 let, 3,4 odstotka, posamezniki, stari med 42 in 49 let, 2,8 odstotka, posamezniki, stari med 49 in 56 let, 2,3 odstotka in posamezniki, stari med 56 in 63 let, 1,9 odstotka. Geometrijsko povprečje donosnosti v celotni dobi pokojninskega varčevanja znaša 3,27 odstotka:

**Prikaz 7: Pričakovana realna donosnost glede na
starostne razrede in nenaklonjenost tveganju**

Naložbe	
do 28	4,97%
28-35	4,25%
35-42	3,44%
42-49	2,83%
49-56	2,29%
56-63	1,88%

Vir: Dimson et al.,2002; lastni izračuni.

Analiza stopnje pokritosti zadnje prejete plače z dodatnim pokojninskim sistemom

V nadaljevanju smo pripravili analizo stopnje pokritosti zadnje prejete plače (t.i. *replacement rate*) s prihodki iz dodatnega pokojninskega sistema ob upoštevanju različnih deležev izkoriščenosti predpostavljene davčne olajšave. Analiza temelji na naslednjih predpostavkah:

- Upoštevana je populacija rojenih v letu 1981 s pristopom v dodatni pokojninski sistem pri starosti 25 let in predvideni upokojitvi pri starosti 63 let (neodvisno glede na spol).
- Kot mejni davčni stopnji sta upoštevani 35 odstotkov v času varčevanja in 25 odstotkov v času prejemanja pokojnine.
- Davčna olajšava znaša 100.000 SIT mesečno in se usklajuje z rastjo plač (izračuni za vplačila/premije v različnih deležih tega zneska).
- Vplačilo (v obdobju varčevanja) je določeno v deležu glede na maksimalno davčno olajšavo in se usklajuje z rastjo plač, ki je predpostavljena z rastjo produktivnosti s stopnjo 2,5 odstotka.
- V času varčevanja so predpostavljene 3 odstotni vstopni stroški (na posamezno vplačilo) in 1 odstotna letna upravljavska provizija, ki se določajo glede na povprečno vrednost sredstev.
- Predvidena pokojnina/renta se usklajuje z rastjo življenjskih stroškov in je določena z upoštevanjem 1 odstotne realne letne tehnične obrestne mere, umrljivosti v skladu z nemškimi rentnimi tablicami smrtnosti iz leta 1994 z oznako D94R in 2 odstotnimi stroški vezanimi na posamezno izplačilo pokojnine.
- Donosnost sredstev v skladu z zgoraj navedenimi predpostavkami in dodatno:
 - zmanjšana za 20 odstotkov
 - povečana za 20 odstotkov
 - zjamčena donosnost je predpostavljena v višini:
$$ZD = 40\% * 1,3\% \text{ (povprečna realna donosnost obvezniškega indeksa)} = 0,52\%$$

Prikaz 8: Rezultati analize so pri različni donosnosti sredstev, dvakratna povprečna plača v RS, moški

Rast produktivnosti	donosnost	predpostavljena	80% predpostavljene	120% predpostavljene	zajamčena donosnost
0,00%	% pokritosti	99,6%	95,2%	104,7%	85,2%
	sredstva	60.553.213	54.380.838	67.691.894	40.430.707
	renta	157.435	141.387	175.995	105.118
1,00%	% pokritosti	86,7%	83,3%	90,5%	75,7%
	sredstva	71.781.230	64.941.672	79.656.307	49.398.382
	renta	186.627	168.845	207.102	128.433
2,50%	% pokritosti	71,8%	69,6%	74,4%	64,4%
	sredstva	94.470.203	86.402.081	103.693.901	67.909.069
	renta	245.617	224.641	269.598	176.560

Vir: lastni izračuni.

Prikaz 9: Rezultati analize so pri različni donosnosti sredstev, dvakratna povprečna plača v RS, ženske

Rast produktivnosti	donosnost	predpostavljena	80% predpostavljene	120% predpostavljene	zajamčena donosnost
0,00%	% pokritosti	92,7%	89,0%	97,0%	80,6%
	sredstva	60.553.213	54.380.838	67.691.894	40.430.707
	renta	132.304	118.818	147.902	88.338
1,00%	% pokritosti	81,1%	78,3%	84,3%	71,9%
	sredstva	71.781.230	64.941.672	79.656.307	49.398.382
	renta	156.836	141.893	174.043	107.932
2,50%	% pokritosti	67,6%	65,7%	69,8%	61,4%
	sredstva	94.470.203	86.402.081	103.693.901	67.909.069
	renta	206.410	188.782	226.563	148.376

Vir: lastni izračuni.

Prikaz 10: Rezultati analize so pri različni donosnosti sredstev, povprečna plača v RS, moški

Rast produktivnosti	donosnost	predpostavljena	80% predpostavljene	120% predpostavljene	zajamčena donosnost
0,00%	% pokritosti	142,8%	134,0%	153,0%	114,1%
	sredstva	60.553.213	54.380.838	67.691.894	40.430.707
	renta	157.435	141.387	175.995	105.118
1,00%	% pokritosti	121,8%	115,1%	129,5%	99,9%
	sredstva	71.781.230	64.941.672	79.656.307	49.398.382
	renta	186.627	168.845	207.102	128.433
2,50%	% pokritosti	98,2%	93,7%	103,4%	83,4%
	sredstva	94.470.203	86.402.081	103.693.901	67.909.069
	renta	245.617	224.641	269.598	176.560

Vir: lastni izračuni.

Prikaz 11: Rezultati analize so pri različni donosnosti sredstev, povprečna plača v RS, ženske

Rast produktivnosti	donosnost	predpostavljena	80% predpostavljene	120% predpostavljene	zajamčena donosnost
0,00%	% pokritosti	129,0%	121,6%	137,6%	104,9%
	sredstva	60.553.213	54.380.838	67.691.894	40.430.707
	renta	132.304	118.818	147.902	88.338
1,00%	% pokritosti	110,6%	105,0%	117,1%	92,2%
	sredstva	71.781.230	64.941.672	79.656.307	49.398.382
	renta	156.836	141.893	174.043	107.932
2,50%	% pokritosti	89,8%	86,0%	94,1%	77,3%
	sredstva	94.470.203	86.402.081	103.693.901	67.909.069
	renta	206.410	188.782	226.563	148.376

Vir: lastni izračuni.

Prikaz 12: Rezultati analize so pri različni stopnji izkoriščenosti davčne olajšave, ločeno glede na spol

% izkoriščenosti davčne olajšave		20%	40%	60%	80%	100%	5,84%
zbrana sredstva		18.894.041	37.788.081	56.682.122	75.576.162	94.470.203	
spol	renta	49.123	98.247	147.370	196.494	245.617	
M	80% povprečne plače v RS	13,20%	26,40%	39,60%	52,80%	66,00%	8,80%
M	100% povprečne plače v RS	10,60%	21,10%	31,70%	42,20%	52,80%	8,80%
M	150% povprečne plače v RS	7,00%	14,10%	21,10%	28,20%	35,20%	8,80%
M	200% povprečne plače v RS	5,30%	10,60%	15,80%	21,10%	26,40%	8,80%
Z	80% povprečne plače v RS	11,10%	22,20%	33,30%	44,40%	55,50%	7,40%
Z	100% povprečne plače v RS	8,90%	17,80%	26,60%	35,50%	44,40%	7,40%
Z	150% povprečne plače v RS	5,90%	11,80%	17,80%	23,70%	29,60%	7,40%
Z	200% povprečne plače v RS	4,40%	8,90%	13,30%	17,80%	22,20%	7,40%

Vir: lastni izračuni.

Kot je razvidno iz prikaza 12 lahko člani dodatnega pokojninskega sistema v primeru obstoječe davčne olajšave pričakujejo zelo omejene prihodke (zadnji stolpec), in sicer približno od 7 do 9 odstotkov pokritosti zadnje prejete plače pred upokojitvijo, zato je povečanje davčnih olajšav nujno. Podrobnejši učinek z upoštevanjem različnih scenarijev rasti produktivnosti je zbran v prikazih 13 (moški) in 14 (ženske).

**Prikaz 13: Vpliv rasti produktivnosti na stopnjo pokritosti zadnje prejete plače pri različnih
plačah glede na povprečje v Republiki Sloveniji in glede
na različne stopnje izkoriščenosti davčne olajšave – moški.**

moški	rast produktivnosti	20%	40%	60%	80%	100%	5,84%
80% povprečne plače v RS	0,00%	21,60%	43,30%	64,90%	86,50%	108,10%	14,50%
	0,50%	19,50%	38,90%	58,40%	77,80%	97,30%	13,00%
	1,00%	17,60%	35,10%	52,70%	70,30%	87,80%	11,70%
	1,50%	15,90%	31,80%	47,70%	63,70%	79,60%	10,60%
	2,00%	14,50%	28,90%	43,40%	57,90%	72,30%	9,70%
	2,50%	13,20%	26,40%	39,60%	52,80%	66,00%	8,80%
	0,00%	17,30%	34,60%	51,90%	69,20%	86,50%	14,50%
	0,50%	15,60%	31,10%	46,70%	62,30%	77,80%	13,00%
	1,00%	14,10%	28,10%	42,20%	56,20%	70,30%	11,70%
	1,50%	12,70%	25,50%	38,20%	50,90%	63,70%	10,60%
100% povprečne plače v RS	2,00%	11,60%	23,20%	34,70%	46,30%	57,90%	9,70%
	2,50%	10,60%	21,10%	31,70%	42,20%	52,80%	8,80%
	0,00%	11,50%	23,10%	34,60%	46,10%	57,70%	14,50%
	0,50%	10,40%	20,80%	31,10%	41,50%	51,90%	13,00%
	1,00%	9,40%	18,70%	28,10%	37,50%	46,80%	11,70%
150% povprečne plače v RS	1,50%	8,50%	17,00%	25,50%	33,90%	42,40%	10,60%
	2,00%	7,70%	15,40%	23,20%	30,90%	38,60%	9,70%
	2,50%	7,00%	14,10%	21,10%	28,20%	35,20%	8,80%
	0,00%	8,70%	17,30%	26,00%	34,60%	43,30%	14,50%
	0,50%	7,80%	15,60%	23,30%	31,10%	38,90%	13,00%
	1,00%	7,00%	14,10%	21,10%	28,10%	35,10%	11,70%
	1,50%	6,40%	12,70%	19,10%	25,50%	31,80%	10,60%
	2,00%	5,80%	11,60%	17,40%	23,20%	28,90%	9,70%
	2,50%	5,30%	10,60%	15,80%	21,10%	26,40%	8,80%
	200% povprečne plače v RS	2,50%	5,30%	10,60%	15,80%	21,10%	8,80%

Vir: lastni izračuni.

**Prikaz 14: Vpliv rasti produktivnosti na stopnjo pokritosti zadnje prejete plače pri različnih
plačah glede na povprečje v Republiki Sloveniji in glede
na različne stopnje izkoriščenosti davčne olajšave – ženske.**

ženske	rast produktivnosti	20%	40%	60%	80%	100%	5,844%
80% povprečne plače v RS	0,00%	18,20%	36,30%	54,50%	72,70%	90,90%	12,20%
	0,50%	16,30%	32,70%	49,00%	65,40%	81,70%	10,90%
	1,00%	14,80%	29,50%	44,30%	59,00%	73,80%	9,90%
	1,50%	13,40%	26,70%	40,10%	53,50%	66,90%	8,90%
	2,00%	12,20%	24,30%	36,50%	48,60%	60,80%	8,10%
	2,50%	11,10%	22,20%	33,30%	44,40%	55,50%	7,40%
100% povprečne plače v RS	0,00%	14,50%	29,10%	43,60%	58,20%	72,70%	12,20%
	0,50%	13,10%	26,20%	39,20%	52,30%	65,40%	10,90%
	1,00%	11,80%	23,60%	35,40%	47,20%	59,00%	9,90%
	1,50%	10,70%	21,40%	32,10%	42,80%	53,50%	8,90%
	2,00%	9,70%	19,50%	29,20%	38,90%	48,60%	8,10%
	2,50%	8,90%	17,80%	26,60%	35,50%	44,40%	7,40%
150% povprečne plače v RS	0,00%	9,70%	19,40%	29,10%	38,80%	48,50%	12,20%
	0,50%	8,70%	17,40%	26,20%	34,90%	43,60%	10,90%
	1,00%	7,90%	15,70%	23,60%	31,50%	39,40%	9,90%
	1,50%	7,10%	14,30%	21,40%	28,50%	35,70%	8,90%
	2,00%	6,50%	13,00%	19,50%	25,90%	32,40%	8,10%
	2,50%	5,90%	11,80%	17,80%	23,70%	29,60%	7,40%
200% povprečne plače v RS	0,00%	7,30%	15,50%	21,80%	29,10%	36,30%	12,20%
	0,50%	6,50%	13,10%	19,60%	26,20%	32,70%	10,90%
	1,00%	5,90%	11,80%	17,70%	23,60%	29,50%	9,90%
	1,50%	5,30%	10,70%	16,00%	21,40%	26,70%	8,90%
	2,00%	4,90%	9,70%	14,60%	19,50%	24,30%	8,10%
	2,50%	4,40%	8,90%	13,30%	17,80%	22,20%	7,40%

Vir: lastni izračuni.

Analiza indeksov povečanja rent/pokojnin glede na odlog začetka izplačevanja

Začetek izplačevanja pokojnin oziroma starost posameznika v trenutku, ko začne prejemati dodatno pokojnino je ob upoštevanju osnovnih predpostavk (tehnične obrestne mere, tablic umrljivosti in stroškov) ključni dejavnik, ki vpliva višino prejete pokojnine. V spodnji tabeli so prikazani indeksi povečanja rent glede na odlog začetka izplačevanja pokojnine ločeno glede na spol in pri dveh različnih naložbenih politikah, ki posledično zagotavljata fiksno in variabilno pokojnino. V času odloga izplačila pokojnine je upoštevana donosnost na privarčevana sredstva v skladu s predpostavljeno naložbeno politiko za posameznike starosti 63

let (glej zgoraj). Indeksi povečanja so določeni ob predpostavki, da se pokojnina izplačuje do smrti zavarovanca, oziroma najmanj do trenutka, ko bi zavarovanec dosegel starost 78 let.

Prikaz 15: Indeksi povečanja rent glede na izhodiščno rento za oba spola

vrsta rente spol pričakovana donosnost	fiksna renta (1%)		variabilna renta (3%)	
	M	Z	M	Z
		1%	1%	3%
začetek	63	100	100	127
izplačevanja	68	125	123	154
ob starosti	73	163	155	194

Vir: lastni izračuni.

Kot kaže tabela je možno povečati pokojnine na dva načina, in sicer, da se odloži začetek njihovega prejetanja, kot je razvidno v stolpcu »fiksna renta« oziroma dodatno tudi z omogočanjem novih oblik rent t.i. »variabilnih rent«, kjer bi bili prejemniki rent prevzemali naložbeno tveganje v zameno za večjo pričakovano donosnost sredstev namenjenih za kritje rent.

Analiza izpada proračunskih prihodkov glede na obseg izkoriščenosti davčne olajšave

Skupne predpostavke

- Starostna pokojnina
 - o povprečje zadnjih 18 let
 - o valorizacijski količnik 0,777
 - o odmera v skladu z ZPIZ-1 od 72,5% - 85% (prehodno obdobje, po letu 2025 72,5%)
- Plače
 - o rast produktivnosti/plač: 0% in 2,5% letno
- Obdobje
 - o začetek varčevanja ob starosti 25 let oziroma v 2. polovici leta 2006
 - o starost upokojitve 63 let za moške in ženske
- Davki
 - o mejna davčna stopnja 35% v času varčevanja

- o mejna davčna stopnja 25% v času prejemanja rente
- Premija
 - o davčna olajšava znaša 100.000 SIT mesečno in se usklajuje z rastjo plač (izračuni za premije v različnih deležih tega zneska)
- Stroški
 - o vstopni stroški 3% vplačila
 - o upravljavska provizija 1% letno
- Renta
 - o usklajevanje z rastjo življenjskih stroškov
 - o tehnična obrestna mera 1% letno realno
 - o umrljivost D94R
 - o stroški izplačevanja 2%
- Populacija
 - o v skladu s popolno tablico umrljivosti prebivalstva Slovenije, 2000-2002
 - o vključene generacije od leta rojstva 1946 dalje

Prikaz 16: Izpad proračunskih prihodkov, rast produktivnosti 2,5% letno (zneski v milijonih SIT)

Leto	% izkoriščenosti davčne olajšave				
	20%	40%	60%	80%	100%
2006	-45.180	-90.360	-135.541	-180.721	-225.901
2007	-92.499	-184.999	-277.498	-369.998	-462.497
2008	-96.172	-192.345	-288.517	-384.690	-480.862
2009	-98.889	-197.778	-296.666	-395.555	-494.444
2010	-100.404	-200.808	-301.213	-401.617	-502.021
2011	-101.537	-203.073	-304.610	-406.147	-507.683
2012	-102.438	-204.877	-307.315	-409.754	-512.192
2013	-103.103	-206.206	-309.308	-412.411	-515.514
2014	-103.473	-206.947	-310.420	-413.894	-517.367
2015	-103.550	-207.100	-310.650	-414.201	-517.751
2016	-103.334	-206.668	-310.001	-413.335	-516.669
2017	-102.854	-205.708	-308.563	-411.417	-514.271
2018	-102.162	-204.324	-306.486	-408.648	-510.810
2019	-101.276	-202.552	-303.828	-405.105	-506.381
2020	-100.256	-200.512	-300.768	-401.023	-501.279
2021	-99.196	-198.393	-297.589	-396.785	-495.982
2022	-98.093	-196.187	-294.280	-392.374	-490.467
2023	-96.853	-193.706	-290.559	-387.413	-484.266
2024	-95.425	-190.850	-286.274	-381.699	-477.124
2025	-93.816	-187.632	-281.447	-375.263	-469.079
2026	-92.082	-184.164	-276.246	-368.328	-460.410
2027	-90.268	-180.537	-270.805	-361.073	-451.341
2028	-88.316	-176.633	-264.949	-353.265	-441.581
2029	-86.168	-172.336	-258.503	-344.671	-430.839
2030	-83.931	-167.863	-251.794	-335.725	-419.657
2031	-81.774	-163.547	-245.321	-327.095	-408.868
2032	-79.736	-159.472	-239.208	-318.944	-398.680
2033	-77.775	-155.551	-233.326	-311.101	-388.877
2034	-75.792	-151.585	-227.377	-303.169	-378.962
2035	-73.621	-147.242	-220.862	-294.483	-368.104
2036	-71.197	-142.394	-213.590	-284.787	-355.984
2037	-68.598	-137.197	-205.795	-274.394	-342.992
2038	-65.849	-131.697	-197.546	-263.395	-329.244
2039	-62.860	-125.719	-188.579	-251.439	-314.299
2040	-59.638	-119.277	-178.915	-238.553	-298.192
2041	-56.278	-112.555	-168.833	-225.110	-281.388
2042	-52.783	-105.567	-158.350	-211.134	-263.917

(nad.)					
2043	-49.165	-98.330	-147.495	-196.660	-245.825
2044	-45.511	-91.023	-136.534	-182.045	-227.557
2045	-42.090	-84.179	-126.269	-168.359	-210.448

Vir: lastni izračuni.

Prikaz 17: Izpad proračunskih prihodkov, rast produktivnosti 0% letno (zneski v milijonih SIT)

Leto	% izkoriščenosti davčne olajšave				
	20%	40%	60%	80%	100%
2006	-45.040	-90.080	-135.120	-180.161	-225.201
2007	-91.184	-182.368	-273.552	-364.736	-455.919
2008	-93.404	-186.808	-280.211	-373.615	-467.019
2009	-94.629	-189.257	-283.886	-378.514	-473.143
2010	-94.663	-189.326	-283.990	-378.653	-473.316
2011	-94.317	-188.634	-282.951	-377.269	-471.586
2012	-93.744	-187.487	-281.231	-374.975	-468.718
2013	-92.944	-185.889	-278.833	-371.777	-464.721
2014	-91.876	-183.752	-275.628	-367.504	-459.380
2015	-90.549	-181.098	-271.647	-362.196	-452.745
2016	-88.973	-177.947	-266.920	-355.893	-444.867
2017	-87.181	-174.362	-261.543	-348.724	-435.905
2018	-85.222	-170.444	-255.666	-340.888	-426.110
2019	-83.117	-166.233	-249.350	-332.466	-415.583
2020	-80.918	-161.835	-242.753	-323.671	-404.589
2021	-78.706	-157.413	-236.119	-314.826	-393.532
2022	-76.481	-152.962	-229.443	-305.924	-382.405
2023	-74.165	-148.330	-222.495	-296.660	-370.825
2024	-71.722	-143.444	-215.166	-286.887	-358.609
2025	-69.162	-138.324	-207.485	-276.647	-345.809
2026	-66.530	-133.060	-199.590	-266.120	-332.650
2027	-63.865	-127.729	-191.594	-255.458	-319.323
2028	-61.123	-122.247	-183.370	-244.493	-305.616
2029	-58.263	-116.526	-174.789	-233.051	-291.314
2030	-55.368	-110.735	-166.103	-221.470	-276.838
2031	-52.560	-105.119	-157.679	-210.239	-262.799
2032	-49.868	-99.736	-149.603	-199.471	-249.339
2033	-47.258	-94.516	-141.773	-189.031	-236.289
2034	-44.655	-89.311	-133.966	-178.622	-223.277
2035	-41.944	-83.888	-125.831	-167.775	-209.719
2036	-39.080	-78.160	-117.240	-156.320	-195.400

(nad.)					
2037	-36.124	-72.248	-108.371	-144.495	-180.619
2038	-33.098	-66.196	-99.295	-132.393	-165.491
2039	-29.944	-59.889	-89.833	-119.777	-149.721
2040	-26.666	-53.332	-79.997	-106.663	-133.329
2041	-23.326	-46.653	-69.979	-93.306	-116.632
2042	-19.935	-39.870	-59.805	-79.740	-99.675
2043	-16.499	-32.998	-49.497	-65.996	-82.495
2044	-13.074	-26.148	-39.221	-52.295	-65.369
2045	-9.845	-19.691	-29.536	-39.382	-49.227

Vir: lastni izračuni.

6.10. Urejenost področja stroškov

Stroškov na način, kot so trenutno opredeljeni v *Odredbi o najvišjem dovoljenem odstotku vstopnih in izstopnih stroškov ter najvišji proviziji za upravljanje vzajemnega pokojninskega sklada* ni potrebno urejati. Pričakujemo, da se bo v novem sistemu na trgu dodatnih pokojninskih zavarovanj vzpostavila zadostna konkurenca, da stroškov ne bo potrebno in smiselno omejevati navzgor. Primerno bi bilo, da ima Agencija za trg vrednostnih papirjev možnost, da po potrebi uredi področje s podzakonskim predpisom.

6.11. Urejenost stroškov prenosa med pokojninskimi načrti

Za spodbujanje večje konkurenčnosti je v okviru individualnih pokojninskih načrtov potrebno zagotoviti nizke stroške ob prenosu iz enega v drug pokojninski načrt. Le sistem, v katerem lahko posamezniki z relativno nizkimi (absolutno določenimi, npr. v višini 3.500 SIT oziroma 15 EUR) administrativnimi stroški prenesejo privarčevana in prigospodarjena sredstva h drugemu izvajalcu, ustvarja konkurenčne pritiske.

6.12. Razkrivanje bruto in neto donosnosti

Kot izhaja iz dosedanjih argumentacij, postaja preglednost in razkrivanje ena najpomembnejši značilnosti dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja (Rebuilding Pensions..., 1999). To še posebej velja za pokojninske načrte z vnaprej določenimi vplačili, kjer posamezniki prevzemajo finančna tveganja (The Pension Issues..., 2005; OECD Guidelines for Pension Fund Governance, 2005).

V skladu s trendom doslednega razkrivanja uspešnosti poslovanja predlagamo, da se uvede način razkrivanja, iz katerega bo jasno razvidna bruto donosnost, neto donosnost in struktura stroškov. Pri tem mora biti razvidno, koliko znaša donosnost kriterijskega indeksa, kateremu sledi naložbenega politika posameznega sklada oz. pokojninskega načrta – torej gre za razkrivanje relativne donosnosti in razkrivanje sledilne napake. Takšno razkrivanje predlaga mnogo avtorjev (glej npr. Shah, 1997). Takšno razkrivanje donosnosti bo pozitivno vplivalo na konkurenčno prenašanje aktivnosti na tretje osebe in tudi povzročilo učinkovitejše nadziranje stroškov upravljanja. Nujen predpogoj je, da se omogoči prost prehod med upravljavci – torej, da lahko člani dodatnega pokojninskega varčevanja prosto in z nizkimi stroški prehajajo med pokojninskimi produkti, in to ne samo tistimi, ki jih upravlja posamezen izvajalec, temveč med pokojninskimi produkti vseh izvajalcev. Ureditev prikazovanja stroškov bi bilo po našem mnenju potrebno prepustiti Agenciji za trg vrednostnih papirjev, ki na podoben način ureja izračunavanje in prikazovanje stroškov vzajemnih skladov.

6.13. Oblike rent, ki so davčno priznane za prenos privarčevanih sredstev oz. oblike, ki niso dovoljene

Glede izbire načina uporabe sredstev zbranih v obdobju varčevanja predlagamo prosto razpolaganje imetnikov sredstev, z možnostjo davčne destimulacije takojšnje uporabe zbranih sredstev (kar pa je posledica

vsakega progresivnega sistema osebnih davkov)⁴⁸. Ob omejevanju namreč posamezniki omejijo varčevanje v dodatnem pokojninskem sistemu, ker je plačilo pogojevano in s tem bolj negotovo.

Podobne napotke v zvezi z vrstami rent podajajo tudi Harrison, Byrne, Blake (2006). Obenem izpostavljajo pomembnost proste opcije izbire izvajalca - OMO (*open market option*), ki predstavlja zaščito pred izplačevanjem nekonkurenčnih rent, kar pomeni možnost nakupa rente pri ponudniku, ki ni določen v obdobju varčevanja oziroma s pokojninskim načrtom.

6.14. Informiranost ob sprejemu

Zaradi dejstva, da je ob demografskih razmerah nujno preudarno in korenito ukrepanje, je potrebno doseči zavedanje celotnega prebivalstva, da je ukrepanje nujno potrebno in do bo v prihodnje vsak posameznik moral poskrbeti za svojo finančno vzdržno starost. Ob tem je po našem mnenju potrebno skrbno zasnovati akcijo informiranja prebivalstva – s pomočjo različnih prijemov, od brošur, okroglih miz, strokovnih člankov, ipd. Pri tem je potrebno operirati s številčnim ovrednotenjem trenutne situacije in posameznikovih pričakovanih bodočih prihrankov pri posameznih predpostavkah. Ves čas je treba imeti pred očmi, da je potrebno informirati in izobraziti večinoma finančno slabo izobraženo prebivalstvo. Obstaja nevarnost, da bo prebivalstvo z najslabšim vedenjem v prihodnosti najbolj izpostavljeno revščini.

6.15. Vzpostavitev enotnega modela uporabe predpostavk

Predlagamo poenoten mehanizem izbire predpostavk, ki so lahko vgrajene v napovedi bodočih donosnosti in odmere rent za potrebe vsega obveščanja (tudi na tržnem gradivu – letakih, v reklamah, ne samo pri

⁴⁸ Možne so izjeme v povezavi s premoženjskim stanjem člana npr. razmejevanje prihodka enkratnega izplačila (dela) zbranih sredstev preko preostale dobe odplačevanja kredita v primeru uporabe sredstev za odplačilo kredita ipd.

rednem obveščanju in obveščanju na zahtevo po Direktivi IORP - 2003/41/EC).

Pri obstoječi praksi izdelave »informativnih« izračunov za različne, predvsem trženjske namene prihaja do uporabe predpostavk, ki:

- ne temeljijo niti na v preteklosti doseženih donosnostih, še manj pa na donosnosti, ki jo je moč dolgoročno pričakovati glede na obstoječo naložbeno politiko upravljavcev pokojninskih skladov;
- temeljijo na nominalnih donosnostih sredstev, ki imajo za posledico projekcije stanja zbranih sredstev, ki se zelo razlikujejo od sedanje kupne moči in je zato njihova informativna vrednost omejena;
- uporabljajo tablice umrljivosti, ki niso več sestavni del tržne ponudbe, še manj pa je pričakovati njihovo uporabo v prihodnosti⁴⁹;
- tehnične obrestne mere uporabljene za odmere informativnih pokojninskih rent so nominalne in implicitno predpostavljajo stalno višino pokojninske rente, kar je lahko v nasprotju s pričakovanji članov pokojninskih načrtov⁵⁰.

Vzpostaviti bi bilo potrebno mehanizem izbire predpostavk, ki bi povezoval uporabljene predpostavke z doseženimi oziroma iz naložbene politike izhajajočimi donosnostmi in dejansko prevzetimi jamstvi ali pa s strani regulatorja določenimi predpostavkami glede umrljivosti, tehnične obrestne mere in stroškov izplačevanja pokojninskih rent.

Smiselno bi bilo vzpostaviti tudi periodično obveščanje zavarovancev o pričakovani donosnosti sredstev pokojninskih skladov v povezavi z njihovo naložbeno politiko.

⁴⁹ Uporaba takšnih tablic umrljivosti bi bila dopustna v primeru, da izvajalec jamči odmere pokojninskih rent v skladu z njimi, oziroma vnaprej določi odmerne faktorje, ki vključujejo tudi tehnično obrestno mero, stroške in morda še nekatere druge vidike rent.

⁵⁰ Pričakovanja članov pokojninskih načrtov se oblikujejo glede na izkušnje pri starostnih pokojninah v prvem stebru, ki se trenutno usklajujejo z rastjo plač, vedno pa so se usklajevale vsaj z rastjo življenjskih stroškov.

6.16. Vzpostavitev registra pokojninskih načrtov, zavarovancev, vplačevalcev

Za potrebe preglednosti in sposobnosti celovitega vpogleda v pravice in obveznosti v dodatnem pokojninskem sistemu predlagamo, da se v novem zakonu ZDPVZ razširi obstoječ register iz 370. do 376. člena ZPIZ-1. Predlagamo, da se register uredi na način, da bo omogočal pregledovanje po posameznih upravičencih, vplačevalcih, in sicer ločeno po kolektivnih in individualnih pokojninskih načrtih. Register pokojninskih načrtov mora vsebovati informacije o višini vplačil in kumulativni vrednosti vplačanih in prigrispospodarjenih sredstev ter omogočati sledljivost po posameznih pokojninskih načrtih skozi celotno varčevalno dobo posameznika.

6.17. Odprava nezmožnosti vključenosti za samostojne podjetnike in družbenike z določenim deležem

293. člen ZPIZ-1 določa, da se v kolektivni dodatni pokojninski sistem ne more vključiti posameznik, samozaposlena oseba in posameznik, ki je pretežni lastnik podjetja, zavoda ali zadruga, v kateri je zaposlen. Za pretežnega lastnika podjetja, zavoda ali zadruga se šteje oseba, če je imetnik poslovnega deleža, delnic ali drugih pravic, na podlagi katerih ima 25 odstotkov glasovalnih pravic ali 25 odstotni delež v kapitalu določene pravne osebe.

Podobna določila so v svetu redkost in niso v skladu z osnovno usmeritvijo in interesom države, da vsak posameznik poskrbi za svojo finančno svobodo po točki upokojitve. Pravzaprav bi omenjeno določilo lahko bilo sporno oziroma predmet izpodbijanja z vidika enakosti pravic državljanov. Vzemimo hipotetični primer. 50 odstotni delež v majhni družbi z omejeno odgovornostjo z minimalnim osnovnim kapitalom pomeni enako premoženje kot nekaj delnic javne delniške družbe. Po drugi strani milijardno premoženje posameznika v delniški družbi, ki kotira v prvi kotaciji Ljubljanske borze, in ki predstavlja manj kot enoodstotno lastništvo, posamezniku omogoča, da varčuje v dodatnem pokojninskem sistemu (v kolikor je zaposlen), 25 odstotnem delničarju v

družbi z omejeno odgovornostjo pa to preprečuje zakon. Finančna svoboda obeh posameznikov je bistveno različna, ob tem, da imata dodatno popolnoma različne možnosti in pravice. Takšna ureditev do določene mere tudi duši podjetništvo.

6.18. *Prag za vključitev delojemalcev*

Določilo sedmega odstavka 302. člena ZPIZ-1 je potrebno črtati iz teksta zakona oziroma izpustiti pri oblikovanju novega *Zakona o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju*. Omenjeni člen namreč določa, da je za pridobitev pravic do davčne olajšave v primeru kolektivnega pokojninskega načrta potrebno doseči 51-odstotno vključenost vseh zaposlenih. Na nesmiselnost določila opozarjajo tudi analitiki svetovalne hiše PragmaConsulting (The Pension Issues..., 2004). Menimo, da takšna omejevalna zakonska določila niso smiselna, saj lahko določena skupina ljudi sodelavcem onemogoči vključenost v sistem pokojninskega varčevanja.

V prihodnje je najbrž za Slovenijo zelo smiselno razmišljati o uvedbi obveznega dodatnega kolektivnega varčevanja.

6.19. *Prenos (prilagoditev) obstoječih pokojninskih načrtov*

Za obstoječe pokojninske načrte predlagamo prehodno obdobje, v katerem jih morajo izvajalci prilagoditi novi ureditvi, pri čemer svetujemo, da prenosi v nove pokojninske načrte niso avtomatični v pokojninske načrte, ekvivalentne obstoječim (z zajamčeno donosnostjo), ampak se ob prenosu vsem zavarovancem pošlje standardizirano obrazložitev nujnosti prenosa in informacije o posameznih naložbenih politikah pri obstoječem izvajalcu, ki je usklajena z enotnim modelom glede uporabe predpostavk. V nasprotnem primeru se bo namreč zgodilo, da bodo celotni novi moderni mehanizmi v okviru dodatnega pokojninskega sistema, oblikovani zaman, ker je vključenost delovno aktivnega prebivalstva že sedaj preko 50 odstotna in bo na nove

pokojninske načrte odpadel le nepomemben delež vseh sredstev v upravljanju (v primerjavi z obstoječimi pokojninskimi načrti) in novih vplačil. V primeru, da se posamezniki ne bodo opredelili na predlagani način, domnevamo, da bo večina vključenih ostala v okviru zjamčene donosnosti zaradi inertnosti. V primeru, da obstoječi pokojninski načrti ne bi bili preoblikovani v nove, bi se v dodatnem pokojninskem sistemu pojavila vzporednost, ki bo povzročila precejšnjo nepreglednosti in dodatno zmedo.

6.20. Dosledna uporaba terminov

V tekstu novega zakona je potrebno zagotoviti dosledno uporabo terminov, ki bodo skrbno izbrani. V obstoječem zakonu se je namreč na več mestih pojavilo precej napak, ki napeljujejo na napačno pojmovanje.

Tako je potrebno povsod uporabljati termin *donosnost* in ne *donos*, kjer se govori o zjamčeni donosnosti. Donosnost je namreč relativna kategorija (torej, merjena v odstotkih), donosi pa so vedno izraženi absolutno, v valutah (donos 1.000 tolarjev npr. predstavlja 10 odstotno donosnost na vložek 10.000 tolarjev). V letošnji noveli zakona ZPIZ-1 je bila ta nekonistentnost sicer že odpravljena.

Kot sledi iz teksta raziskave predlagamo, da se sistem uradno imenuje *pokojninski sistem vnaprej določenimi vplačili* in ne *pokojninski sistem z vnaprej določenimi prispevki*, saj izraz prispevki spominja na prispevke v pretočni sistem prvega stebra pokojninskega sistema.

Termina *zavarovanec* ni primerno uporabljati, saj gre vsebinsko dejansko v času vplačevanja za varčevanje in ne gre za zavarovanje. Izraz *zavarovanec* je vsebinsko primerno uporabljati zgolj v obdobju izplačevanja rent. V splošnem predlagamo ločevanje na čas varčevanja (torej je oseba varčevalec) in na čas zavarovanja (oseba je *zavarovanec*).⁵¹ V primeru, da se v posameznem kontekstu misli na vključenega posameznika, brez da je pomembno ali je vključenost vezana na obdobje

⁵¹ Pomembna posebnost pa je posameznik, ki je v času varčevanja zavarovan za primer invalidnosti ali družinske pokojnine. V tem primeru ima sklenjeno polico invalidskega zavarovanja in je torej tudi *zavarovanec* v sistemu dodatnega pokojninskega sistema.

varčevanja ali zavarovanja, je primerno uporabljati termin *član* v *dodatnem pokojninskem sistemu*.

Predlagamo, da se termin *premija* dosledno uporablja v primeru, ko pokojninski načrt omogoča, da se člani zavarujejo za invalidsko ali družinsko pokojnino, sicer pa naj se uporablja termin *vplačila*.

7. STRUKTURA ZAKONODAJNE REŠITVE

Na podlagi želenih lastnosti in predlogov glede nove ureditve, podajamo naše videnje pregledno zasnovanega zakona o dodatnem pokojninskem sistemu, ki vebuje elemente varčevanja – torej v času aktivne dobe posameznika, in zavarovanja – v času črpanja. V točki 7.2. podajamo zamisel ureditve, po kateri bi se glede finančnih produktov naslonili na obstoječo zasnovo produktov na finančnem trgu.

7.1. PREDLOG STRUKTURE KROVNEGA ZAKONA

Krovni zakon o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju naj bi torej bil *Zakon o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju*. Zajemal naj bi vsebine, ki so v obstoječi ureditvi vključene v III. poglavje *Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju*. Zakon naj bi določal osnovna razmerja med udeleženiimi interesnimi skupinami - člani, izvajalci, upravljavci, vplačevalci, nadzorniki različnih organizacijskih oblik. Opredeljeval naj bi pokojninsko družbo, ki ni opredeljena v nobenem drugem zakonu in določal osnovne oblike, ki služijo za namene pokojninskega varčevanja in zavarovanja. Zakon, vključujoč vse novosti in predlagane spremembe, naj bi vsebinsko ne opredeljeval področij, ki bi pomenila ustvarjanje vzporednega pravnega sistema. Potrebno je slediti načelu povzemanja oz. sklicevanja na posamezne obstoječe ali prenavljajoče se finančne zakone, in določiti zgolj posebnosti, ki se veljajo in so lastne sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja.

Za dosego visoke stopnje preglednosti in razumljivosti mora biti pred začetkom pisanja zakona ustrezna skrb namenjena njegovi strukturi. Le-ta mora biti takšna, da ne prihaja do podvajanja ali/in prekrivanja na različnih delih zakona. Struktura mora biti organizirana logično.

Struktura *Zakona o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju* bi lahko bila sledeča:

I. SPLOŠNE DOLOČBE

I.1 Pojem

I.2 Področje urejanja

I.3 Terminologija

II. OBLIKE POKOJNINSKEGA VARČEVANJA IN ZAVAROVANJA IN PRAVICE ČLANOV
--

II.1 Oblike pokojninskega varčevanja

A. Pokojninski načrti in finančni produkti

(Pokojninski načrt)

(Finančni produkti v sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja)⁵²

B. Načrti upravljanja individualnih pokojninskih premoženj – načrt UIPP

(Načrt upravljanja UIPP)

(UIPP)

C. Individualni pokojninski računi (IPR)

II.2 Oblike pokojninskega zavarovanja

III. IZVAJALCI POKOJNINSKEGA VARČEVANJA IN ZAVAROVANJA IN POSREDNIKI PRI POKOJNINSKEM VARČEVANJU
--

III.1 Izvajalci

A. Pokojninska družba

III.2 Posredniki pri pokojninskem varčevanju⁵³

⁵² Na to msto sodi vse povezano z *Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*, tudi glede ustanovitve pokojninskega vzajemnega sklada (logično sklicevanje na uporabo določil).

⁵³ Kot posredniki so mišljeni tiste finančne institucije, ki do svojih strank nimajo odgovornosti upravljanja premoženja, torej tisti, pri katerih je mogoče odpreti individualni pokojninski račun.

IV. VKLJUČITEV V SISTEM DODATNEGA POKOJNINSKEGA VARČEVANJA IN ZAVAROVANJA

V. REGISTRACIJA OBLIK POKOJNINSKEGA VARČEVANJA IN ZAVAROVANJA

V.1 Register pokojninskih načrtov, načrtov UIPP in IPR

V.2 Postopek registracije in odobritve

VI. PRENEHANJE DODATNEGA POKOJNINSKEGA VARČEVANJA IN ZAVAROVANJA
--

Opomba: določila nadzora predlagam, da so vključena pri vsakem od relevantnih razdelkov in ne kot ločeno poglavje.

7.2. UREJENOST FINANČNIH PRODUKTOV V DODATNEM POKOJNINSKEM SISTEMU

Moderno prenovljen sistem dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja bo posegel na področja, ki so vsebinsko zaključeno urejena v finančnih zakonih, in sicer v *Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*, *Zakonu o trgu vrednostnih papirjev oz. Zakonu o trgih finančnih instrumentov*, *Zakonu o bančništvu* in *Zakonu o zavarovalništvu*. Razmisliti je potrebno o razmejitvi, kaj se na katerem mestu ureja. Najpreglednejša in za uporabnika zakonov najmanj naporna bi bila ureditev, kjer bi bile v *Zakonu o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju* opredelitve in reference na posamezne finančne zakone.

Pri pisanju zakona je potrebno pri posameznem sklicevanju preveriti ali določena specifična določila bolj sodijo v *Zakon o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju* ali posamezni finančni zakon. Zaradi podrobnosti in specifik jih je na tem mestu nesmiselno podrobneje predstaviti, navajam pa najpomembnejša področja. To so:

- Oblike pokojninskih skladov,

- Ustanavljanje pokojninskih skladov, kadar je izvajalec pokojninskega načrta družba za upravljanje,
- Oblike pokojninskih načrtov,
- Poročanje o uspešnosti upravljanja premoženja
- Naložbene politike (kar je zelo podobno prospektu in pravilom upravljanja vzajemnega sklada), vključno z največjimi dopustnimi izpostavljenostmi (posameznemu naložbenemu razredu, valutam, osebam)
- Obvladovanje tveganja,
- Vrednotenje naložb
- Upravljanje premoženja strank, idr.

Pri pisanju zakona je potrebno na nujne spremembe v finančnih zakonih opozoriti in hkrati preveriti ustreznost obstoječih podzakonskih aktov nadzornikov ATPV, Banke Slovenije in Agencije za zavarovalni nadzor, ter predlagati spremembe.

8. UREDITEV ZAJAMČENE DONOSNOSTI

V skladu z v času izdelave raziskave, ki je temelj pričujoče monografije, veljavnim Zakonom o dodatnem pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1-UPB3), minister pristojen za finance predpiše pravila glede izračuna minimalne zajamčene donosnosti. Kot izhaja iz *Okvira gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Sloveniji* in predlogov (glej razdelek 6.2), bodo posamezni člani dodatnega pokojninskega sistema lahko prosto izbirali med pokojninskimi načrti brez zajamčene donosnosti in pokojninskimi načrti, ki bodo urejeni po sistemu zajamčene donosnosti. Za slednje bo še vedno ostajala potreba po urejanju zajamčene donosnosti; in le-to naj bi ostalo v pristojnosti ministra za finance.

Zaradi trenutne neustreznosti ureditve, ki je predvsem povezana s spodnjimi dejstvi, je potrebno sistem zajamčene donosnosti opredeliti na novo:

- kot merodajna podlaga so upoštevane le donosnosti do dospelja, in ne celotna donosnost,
- obdobje izračuna in obdobje presojanja nista usklajena (ugotovljena historična donosnost do dospelja se upošteva v prihodnjem obdobju),
- število in izbor izdaj vrednostnih papirjev sta neustrezna,
- presojanje doseganja zjamčene donosnosti poteka v prekratkih časovnih intervalih,
- delež doseganja donosnosti vrednostnih papirjev 40% ali več je zelo arbitraren in nesmiseln, če bi bila namreč ugotovljena donosnost konsistentna in izvedljiva na trgu, bi smiseln delež znašal blizu 100 odstotkov (dovoljeval bi le prilagoditev za ohranjanje likvidnosti in transakcijske stroške prilagoditve premoženj in upravljanja,
- neupoštevanje celotne donosnosti.

Upoštevanje zgolj donosnosti do dospelja pri institutu zjamčene donosnosti pomeni, da se ob spremenjenih razmerah na kapitalnem trgu spremeni kriterij za presojanje. Še posebej je slabo, če sta obdobji ugotavljanja donosnosti in presojanja doseganja donosnosti zamaknjeni. Tako se lahko npr. zgodi, da se referenčne obrestne mere hitro prilagodijo navzgor, s tem pa tudi vse donosnosti, ki so vezane nanjo. To seveda za običajne obveznice pomeni, da zabeležijo kapitalsko izgubo. V splošnem velja, da obveznice, ki imajo do dospelja dlje časa (čisto natančno je pomembno, koliko znaša popravljeno trajanje (*modified duration*), ki je z deleži sedanje vrednosti posameznega denarnega toka (kupona in glavnice) v tržni ceni obveznice tehtano dospelje denarnih tokov), izgubijo več. V obstoječem sistemu upravljavca premoženja, ki je v premoženju sklada imel obveznice, zabeleži padec vrednosti tega premoženja. Padec vrednosti se sicer v času kompenzira z višjimi denarnimi tokovi, ki jih prejme iz naslova kuponskih obresti, vendar je učinek dosežen šele z nakupom novih obveznic na primarnem trgu, ki zaradi višje ravni obrestne mere prinašajo višjo kuponsko obrestno mero.

V finančni teoriji obstajajo načela, ki jih mora dober kriterijski indeks izpolnjevati (o teh nekoliko več v nadaljevanju), za obstoječi sistem ugotavljanja donosnosti državnih vrednostnih papirjev (še posebej pa skupaj z arbitrarnim odstotkom doseganja) pa lahko hitro ugotovimo, da

temu ni tako. Ena temeljnih lastnosti, ki jih kriterijski indeks mora imeti je tržnost oz. zadostna likvidnost. Kratka primerjava velikosti tržne kapitalizacije in ustvarjenega prometa (navedena v nadaljevanju) pokaže, da četudi so vse obveznice Republike Slovenije uvrščene v borzno dotacijo Ljubljanske borze, d.d., o zadostni likvidnosti ne moremo govoriti. Trenutno je na trgu za postavitev kriterijskega indeksa na voljo deset obveznic, pri čemer ena (RS 55) zapade v februarju 2007.

Presojanje doseganje zajamčene donosnosti, predpisane s pravilnikom, na prekratko obdobje je škodljivo, saj povzroča oportunitetne izgube. Le-te izvirajo iz dejstva, da izvajalci oz. upravljavci ne izkoriščajo optimalnih naložbenih priložnosti, saj so orientirani na zelo kratek rok (obdobje presojanja). Aktivna politika upravljanja premoženja je na tak način destimulirana, saj lahko v primeru, da sicer potencialno nadpovprečno donosna naložba na kratek rok povzroči izgubo oz. celotno donosnost pokojninskega sklada pod zajamčeno, kar pomeni implicitno ali eksplicitno kapitalsko breme za upravljavca (3. odstavek 322. člena ZPIZ-1G zahtevo postavlja implicitno, ker zahteva le oblikovanje rezervacij, ne pa tudi dejanskega vplačila). Strokovnjaki Svetovne banke zagovarjajo stališče, da je primeren časovni horizont bistveno daljši kot trenutno velja v Sloveniji (upošteva se preračunana mesečna minimalna zajamčena donosnost), in sicer tudi do tri leta (Guarantees, 2001). Sistem triletnega preverjanja doseganja donosnosti so uvedli v Čilu, v Poljski je sprva preverja donosnosti na dve leti, v letu 2004 pa je bila z reformo ravno tako uvedeno triletno obdobje (Kominek, 2006).⁵⁴

Zajamčeno donosnost je zelo smiselno vezati na pregleden, vnaprej opredeljen kriterijski indeks, katerega morajo izvajalci pokojninskih načrtov oziroma upravljavci premoženja pokojninskih skladov dosegati. To pomenijo, da morajo imeti z njim usklajene naložbe. Gre za t.i. strateško razporeditev naložb, ki predstavlja temelj oblikovanja naložbenih strategij. Pri tem gre namreč za določitev osnovnega izbora profila tveganja in donosnosti naložbene oblike, za katerega se, skličeč na

⁵⁴ Poljska ima sicer sistem relativnega presojanja, ki je vezan na uspešnost (donosnost) konkurenčnih ponudnikov, in v tovrstnem sistemu ni osamljenja – takšen sistem uporabljajo tudi Argentina, Čile, Peru, Kolumbija, Urugvaj (Guarantees, 2001). Takšen sistem ima sicer številne pomanjkljivosti, ker povzroča čredno vedenje in posnemanje drug drugega, ne glede na trdne razmere in pritok sredstev (Kominek, 2006).

študijo Brinsona s sodelavci (1986) navadno navaja, da pojasnjuje okrog 90 odstotkov donosnosti premoženja. S predpisom o doseganju zajamčene donosnosti regulator zelo vpliva na izbor naložbenih razredov upravljavcev, saj se v primeru neusklajenosti naložb pokojninskega sklada z naložbami, zajetimi v izračun prilagojenega kriterijskega indeksa in neugodnih razmer na v naložbenih razredih (relativno glede na razmere v naložbenih razredih, vključenih v kriterijski indeks), ki so vključeni v premoženju pokojninskih skladov, zgodi, da zabeležijo slabšo donosnost, kar kliče po zagotavljanju dodatnih sredstev iz naslova lastnega kapitala (lahko zgolj implicitno, pa vendarle).

Ko torej predpišemo kriterijski indeks zajamčene donosnosti, vplivamo na oblikovanje takšnih premoženj (naložbene politike) pokojninskih skladov, ki so za člane pokojninskega sklada najprimernejša. Osnovna ideja oblikovanja strateške razporeditve kapitala je namreč v oblikovanju profila donosnosti in tveganja vzajemnega sklada. Ta naj bi bila prilagojena odnosu do tveganja članov.

Pri oblikovanju se je smiselno opreti na tržne kriterijske indekse priznanih finančnih ustanov, npr. Standard&Poors, EuroMTS, MSCI, Russell, FTSE, idr., in oblikovati svoj indeks kot tehtano vrednost posameznih izbranih indeksov. Pri tem izbor temeljimo na primernih kriterijskih indeksih, ki dobro predstavljajo ciljne trge. Lahko pa indeks tudi sestavimo sami. V tem primeru moramo upoštevati določena načela, da dosežemo želene lastnosti le-tega. Prilagojen kriterijski indeks mora dobro predstavljati premoženje, ki ga želimo oblikovati. Reilly in Brown (1999) se sklicujeta na CFA Institute, ki je svetovna krovna organizacija na področju finančne analitike in upravljanja premoženja, in poudarjata, da mora imeti (prilagojen) kriterijski indeks naslednje lastnosti:

- *nedvoumnost* – naložbe in njihovi deleži so v kriterijskem indeksu jasno opredeljeni;
- *tržnost* – omogočeno mora biti, da lahko upravljavec premoženja začasno odstopi od načela aktivnega upravljanja premoženja in kupi finančno naložbo, ki posnema kriterijski indeks. Za zagotovitev te lastnosti je nujno potrebno, da so v izračun zajete naložbe, ki so dovolj likvidne.
- *možnost merjenja* – možnost neprestanega izračunavanja donosnosti kriterijskega indeksa;

- *primernost in možnost uresničitve naložbe (investability)* – kriterijski indeks mora biti konsistenten s premoženjem, katerega z njim primerjamo in mora odslikavati investicijski stil,
- *poznavanje vrednosti posameznih naložb (preglednost)* – (prilagojeni) kriterijski indeks mora biti sestavljen iz vrednostnih papirjev, katerih vrednosti so lahko določljive. Zanje si lahko upravljavec ustvari mnenje (pozitivno, negativno ali nevtravno);
- *vnaprejšnja sestava* – (prilagojeni) kriterijski indeks mora biti oblikovan preden se na njegovi podlagi ocenjuje uspešnost upravljanja premoženja.

Morgan Stanley pri oblikovanju svojih kriterijskih indeksov, poleg upoštevanj zgornjih načel, strmi še k (The MSCI Global Capital Market Index, 2005):

- *širini zajetja naložb* – možnost vključitve velikega števila različnih naložbenih možnosti, in
- *objektivnosti*.

Fabozzi (2001) poudarja, da je oblikovanje kriterijskih obvezniških indeksov precej bolj zapleteno kot oblikovanje delniških kriterijskih indeksov, in sicer zaradi naslednjih dejstev:

- nabor obvezniških naložbenih razredov je mnogo večji kot nabor delniških naložbenih razredov,
- nabor se neprestano spreminja, saj so obveznic vrednosti papirji z določnim rokom dospelosti, delnic pa obdobja dospelosti nimajo,
- nestanovitnost niha v času in med izdajami (ključno vlogo pri tem ima popravljeno trajanje in stopnja konveksnosti),
- pri obveznicah je proces odkrivanja cene lahko bistveno otežen, ker na mnogo trgih ne obstaja dovolj velika likvidnost.

8.1. Osnove in simulacije za določitev prilagojenega kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti

Določanje kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti je torej velikega pomena, saj neposredno vpliva na naložbene politike izvajalcev pokojninskih načrtov oziroma upravljavcev premoženj pokojninskih skladov, s tem pa na donosnost in nestanovitnost premoženja članov dodatnega pokojninskega sistema. Še posebej je velikega pomena zaradi socialnega pomena. Za naložbeno politiko z zajamčeno donosnostjo naj bi se odločali predvsem starejši člani dodatnega pokojninskega sistema, katerih premoženje ne sme biti podvrženo nestrokovnemu upravljanju in špekuliranju.

Glavni cilj določanja zajamčene donosnosti po pokojninskih načrtih z zajamčeno donosnostjo in s tem vplivanja na naložbene politike je stabilnost oziroma varnost (nizka nestanovitnost donosnosti) in manj doseganje visoke donosnosti. Zato je primerno, da je kriterijski indeks zasnovan na državnih vrednostnih papirjih, ki niso izpostavljeni kreditnemu tveganju (t.j. tveganju nevračila ali prestrukturiranja obveznosti), in še to tistih s krajšim popravljenim trajanjem.⁵⁵ Razlog za to je v relativno velikem tveganju spremembe obrestne mere (oziroma cenovnemu tveganju pri obveznicah, ki je ključno odvisen od gibanja obrestnih mer) glede na višino donosnosti, ki jo naložbeni razred(i) državnih obveznic zagotavlja(jo). Za ponazoritev problematike tveganja sprememb obrestne mere v nadaljevanju simuliramo učinke po posameznih scenarijih gibanja obrestnih mer pri državnih obveznicah različnih ročnosti. Osnovne značilnosti obveznic so namreč najboljše razvidne iz simulacije učinkov. Predstavljeni so učinki na celotno donosnost obveznic (*total return*) skladno s tremi scenariji donosnosti do dospelja.

⁵⁵ Popravljeno trajanje obveznice je prvenstveno odvisno od višine in časovne razporeditve denarnih tokov, za poenostavitev pa lahko predpostavljamo, da je tesno povezano z obdobjem dospelosti obveznice.

8.1.1. Osnovni scenarij

V osnovnem scenariju je so zajeti učinki na kapitalsko apreciacijo in učinki na tekočo donosnost (donosnost kuponskih obresti) v skladu s scenarijem donosnosti do dospelja državnih obveznic držav EMU v obdobju od avgusta 2004 do avgusta 2006. Trend obrestnih mer in torej tudi donosnosti državnih obveznic je bil v prvi polovici proučevanega obdobja rahlo padajoč, potem pa se je obrnil – torej obrestne mere so naraščale (glej tabelo 1). V simulacijo učinkov so zajete obveznice različnih ročnosti (dospelosti). Tako so upoštevane obveznice, katerih dospelost znaša dve (2), tri (3), pet (5), sedem (7) in deset (10) let. Podatki so povzeti po mesečnem biltenu Evropske centralne banke (Monthly Bulletin, 2006) in žepni statistiki (Statistics: Pocket Book, 2006).

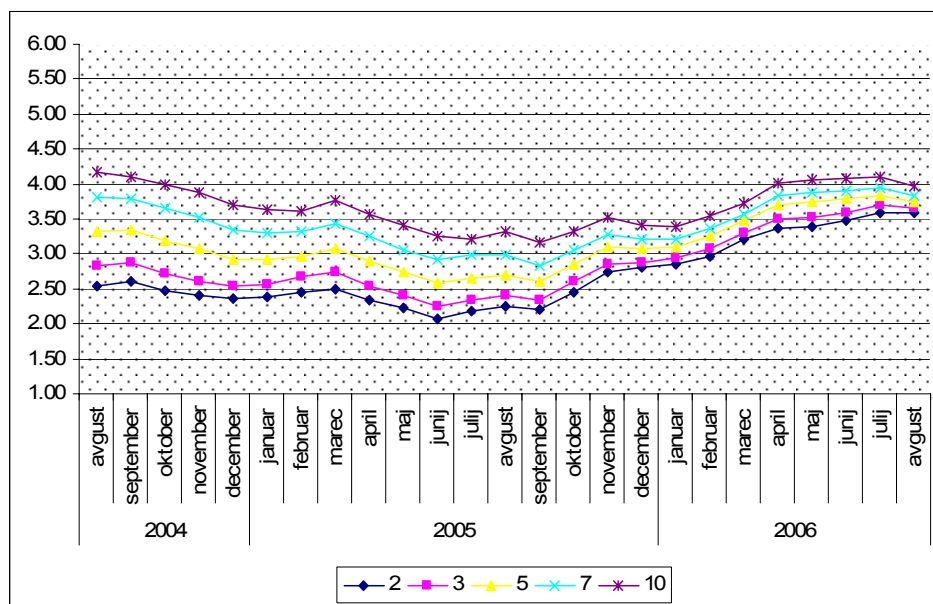
V prikazu 18 in prikazu 19 je prikazano gibanje donosnosti do dospelja pri posamezni dospelosti in spremembe obrestnih mer v odstotnih točkah.

Prikaz 18: Donosnosti do dospelja dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU (levo) in spremembe donosnosti (desno)

(%)	2	3	5	7	10	(% točke)	2	3	5	7	10
2004 avgust	2.53	2.83	3.33	3.82	4.17	2004 avgust	0.07	0.04	0.02	-0.03	-0.06
september	2.60	2.87	3.35	3.79	4.11	september	-0.13	-0.16	-0.17	-0.13	-0.13
oktober	2.47	2.71	3.18	3.66	3.98	oktober	-0.06	-0.10	-0.10	-0.13	-0.11
november	2.41	2.61	3.08	3.53	3.87	november	-0.05	-0.08	-0.15	-0.18	-0.18
december	2.36	2.53	2.93	3.35	3.69	december	0.03	0.04	-0.01	-0.04	-0.06
2005 januar	2.39	2.57	2.92	3.31	3.63	2005 januar	0.06	0.10	0.05	0.01	-0.01
februar	2.45	2.67	2.97	3.32	3.62	februar	0.04	0.07	0.11	0.12	0.14
marec	2.49	2.74	3.08	3.44	3.76	marec	-0.15	-0.19	-0.19	-0.19	-0.19
april	2.34	2.55	2.89	3.25	3.57	april	-0.12	-0.14	-0.15	-0.20	-0.16
maj	2.22	2.41	2.74	3.05	3.41	maj	-0.15	-0.17	-0.16	-0.12	-0.16
junij	2.07	2.24	2.58	2.93	3.25	junij	0.12	0.10	0.08	0.06	-0.03
julij	2.19	2.34	2.66	2.99	3.22	julij	0.05	0.06	0.04	0.00	0.10
avgust	2.24	2.40	2.70	2.99	3.32	avgust	-0.03	-0.06	-0.10	-0.15	-0.16
september	2.21	2.34	2.60	2.84	3.16	september	0.24	0.27	0.25	0.21	0.16
oktober	2.45	2.61	2.85	3.05	3.32	oktober	0.28	0.25	0.25	0.23	0.21
november	2.73	2.86	3.10	3.28	3.53	november	0.07	0.02	-0.03	-0.07	-0.12
december	2.80	2.88	3.07	3.21	3.41	december	0.06	0.06	0.03	0.00	-0.02
2006 januar	2.86	2.94	3.10	3.21	3.39	2006 januar	0.11	0.13	0.16	0.16	0.16
februar	2.97	3.07	3.26	3.37	3.55	februar	0.25	0.23	0.21	0.20	0.18
marec	3.22	3.30	3.47	3.57	3.73	marec	0.15	0.19	0.24	0.26	0.28
april	3.37	3.49	3.71	3.83	4.01	april	0.01	0.03	0.03	0.06	0.05
maj	3.38	3.52	3.74	3.89	4.06	maj	0.09	0.07	0.04	0.02	0.01
junij	3.47	3.59	3.78	3.91	4.07	junij	0.11	0.10	0.06	0.03	0.03
julij	3.58	3.69	3.84	3.94	4.10	julij	0.00	-0.04	-0.09	-0.10	-0.13
avgust	3.58	3.65	3.75	3.84	3.97	avgust					
povp.(mes)	2.70	2.86	3.15	3.41	3.68	povp.(mes)	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01
stdev	0.48	0.43	0.52	0.77	1.26	stdev	0.12	0.13	0.14	0.14	0.14

Vir: Monthly Bulletin (2006) in Statistics: Pocket Book (2006).

Prikaz 19: Gibanje donosnosti do dospelja dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU



Vir: Monthly Bulletin (2006) in Statistics: Pocket Book (2006).

V levem delu prikaza 20 in v prikazu 21 je prikazan vpliv spremembe donosnosti na spremembo cene obveznice. Gre za kapitalno donosnost, ki je zaradi značilne negativne povezave med obrestnimi merami (donosnostmi do dospelja) in cenami obveznic, negativne v primeru rasti donosnost do dospelja, in pozitivna v primeru zniževanja donosnosti do dospelja. Vpliv donosnosti do dospelja y na ceno P (in kapitalno donosnost) se povečuje s popravljenim trajanjem obveznice $DUR_{mod.}$, in sicer prek linearne povezave:⁵⁶

$$\frac{\Delta P}{P} = -\Delta y * DUR_{mod.}$$

⁵⁶ Povezava je sicer konveksna, vendar lahko zaradi nazornosti podobnosti zanemarimo (večina učinka tudi sicer odpade na linearno ugotovljeno povezavo).

Prikaz 20: Sprememba cene zaradi spremembe obrestne mere dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU (levo) in denarni tok iz naslova obresti v odstotkih (desno)

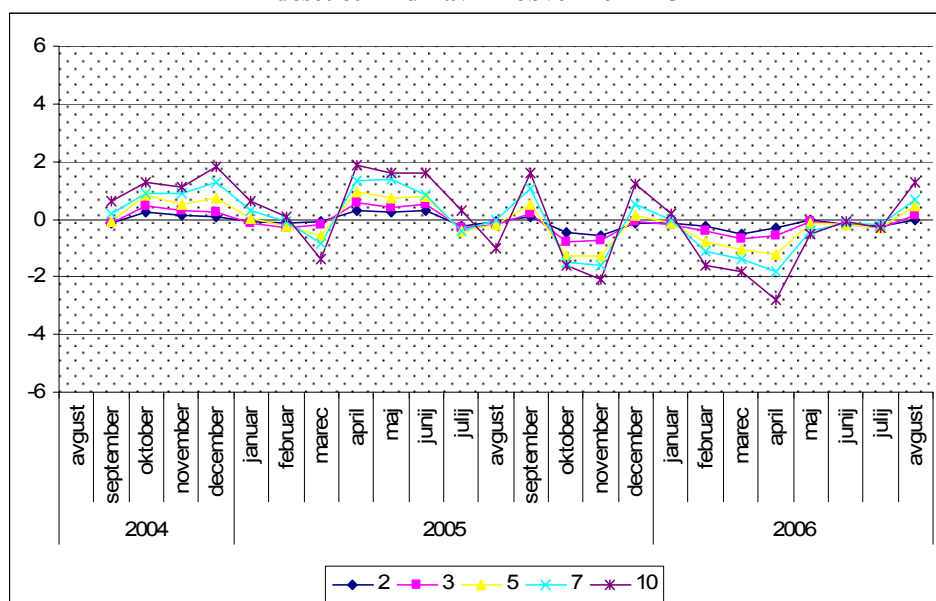
(%)	2	3	5	7	10	(%)	2	3	5	7	10
2004 avgust						2004 avgust	0.21	0.24	0.28	0.32	0.35
september	-0.14	-0.12	-0.10	0.21	0.60	september	0.21	0.24	0.28	0.32	0.35
oktober	0.26	0.48	0.85	0.91	1.30	oktober	0.21	0.24	0.28	0.32	0.35
november	0.12	0.30	0.50	0.91	1.10	november	0.21	0.24	0.28	0.32	0.35
december	0.10	0.24	0.75	1.26	1.80	december	0.21	0.23	0.28	0.32	0.35
2005 januar	-0.06	-0.12	0.05	0.28	0.60	2005 januar	0.21	0.23	0.28	0.32	0.35
februar	-0.12	-0.30	-0.25	-0.07	0.10	februar	0.21	0.23	0.28	0.32	0.35
marec	-0.08	-0.21	-0.55	-0.84	-1.40	marec	0.21	0.23	0.28	0.32	0.35
april	0.30	0.57	0.95	1.33	1.90	april	0.21	0.23	0.27	0.32	0.34
maj	0.24	0.42	0.75	1.40	1.60	maj	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
junij	0.30	0.51	0.80	0.84	1.60	junij	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
julij	-0.24	-0.30	-0.40	-0.42	0.30	julij	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
avgust	-0.10	-0.18	-0.20	0.00	-1.00	avgust	0.20	0.23	0.27	0.31	0.34
september	0.06	0.18	0.50	1.05	1.60	september	0.20	0.23	0.27	0.31	0.34
oktober	-0.48	-0.81	-1.25	-1.47	-1.60	oktober	0.20	0.23	0.27	0.31	0.34
november	-0.56	-0.75	-1.25	-1.61	-2.10	november	0.20	0.23	0.27	0.31	0.34
december	-0.14	-0.06	0.15	0.49	1.20	december	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
2006 januar	-0.12	-0.18	-0.15	0.00	0.20	2006 januar	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
februar	-0.22	-0.39	-0.80	-1.12	-1.60	februar	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
marec	-0.50	-0.69	-1.05	-1.40	-1.80	marec	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
april	-0.30	-0.57	-1.20	-1.82	-2.80	april	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
maj	-0.02	-0.09	-0.15	-0.42	-0.50	maj	0.22	0.23	0.27	0.31	0.34
junij	-0.18	-0.21	-0.20	-0.14	-0.10	junij	0.22	0.24	0.27	0.31	0.34
julij	-0.22	-0.30	-0.30	-0.21	-0.30	julij	0.22	0.24	0.27	0.31	0.34
avgust	0.00	0.12	0.45	0.70	1.30	avgust	0.23	0.24	0.27	0.31	0.34
povp.(mes)	-0.09	-0.10	-0.09	-0.01	0.08	povp.(mes)	0.21	0.23	0.27	0.31	0.34
stdev	0.24	0.39	0.69	0.98	1.40	stdev	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00

Vir: lastni izračuni.

Desni del prikaza 20 prikazuje spremenjen denarni tok iz naslova kuponskih obresti (tekoči dohodek). Le-ta upošteva spremenjeno dinamiko pri določanju kuponske obrestne mere pri novih izdajah (pri rasti donosnosti do dospelja raste tudi kuponska obrestna mera, saj se navadno obveznice prodajajo po nominalni vrednosti oz. blizu nje). Pri dvoletnih obveznicah je prilagoditev tekočega dohodka hitrejša kot pri desetletnih (pri dvoletnih se letno zamenja polovica obveznic in tako ponovno določi višino kuponskih obresti, pri desetletnih pa le desetina).

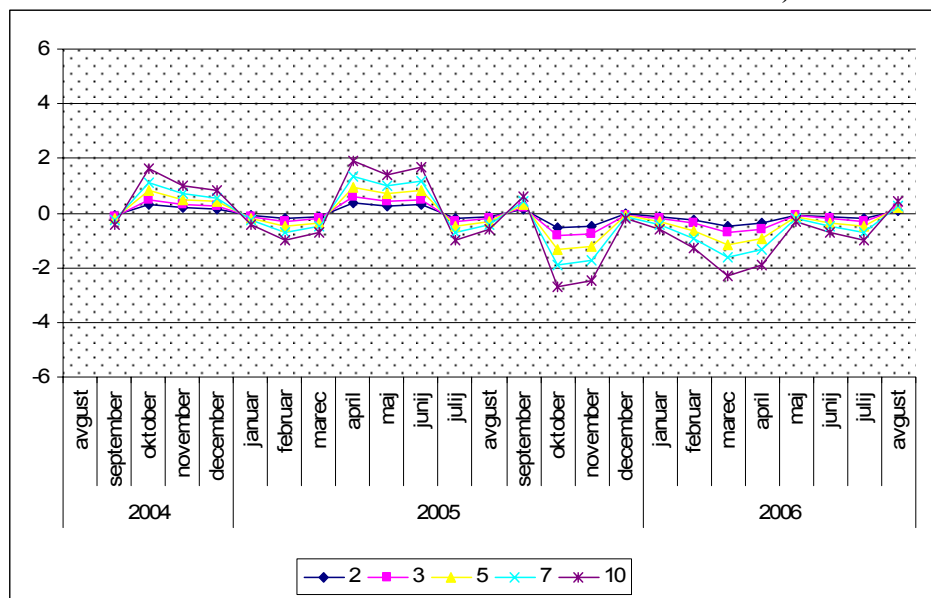
Prikaz 22 je po vsebini enak prikazu 21, le da so zaradi enake primerjave kapitalske donosnosti pri vseh dospelostih prikazane glede na časovno serijo donosnosti triletnih obveznic.

Prikaz 21: Vpliv spremembe donosnosti na ceno (kapitalska donosnost) dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU



Vir: lastni izračuni.

Prikaz 22: Vpliv spremembe donosnosti na ceno (kapitalska donosnost) dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU (prikaz prilagojen na standardizirano donosnost triletnih državnih obveznic)



Vir: lastni izračuni.

Iz obeh zgornjih prikazov je razvidno, da je učinek spremembe obrestne mere bistveno večji pri obveznicah z daljšimi dospelji (trajanji), kar se zrcali tudi v celotni donosnosti (*total return*) obveznic, prikazanih v prikazu 23 in prikazu 24. Celotna donosnost je izračunana kot seštevek tekoče donosnosti (donosnost tekočega dohodka iz naslova kuponskih obresti) in kapitalske donosnosti.

Iz ugotovljenega lahko sklepamo, da je kljub temu, da gre za pokojninsko varčevanje, ki poteka v zelo dolгих naložbenih horizontih, še posebej v sistemu, kjer je članom omogočeno prehajanje med pokojninskimi načrti, zelo tvegano priporočiti obveznice, ki imajo dospelje (oz. trajanje) deset ali več let. Pri takšnih naložbah se namreč lahko zgodi, da ob rasti obrestnih mer oz. donosnosti do dospelja, premoženja z naložbenimi politikami, temelječimi na tovrstnih obveznicah, utrpijo precejšnjo kapitalsko apreciacijo (pri povprečnem trajanju premoženja obveznic 10

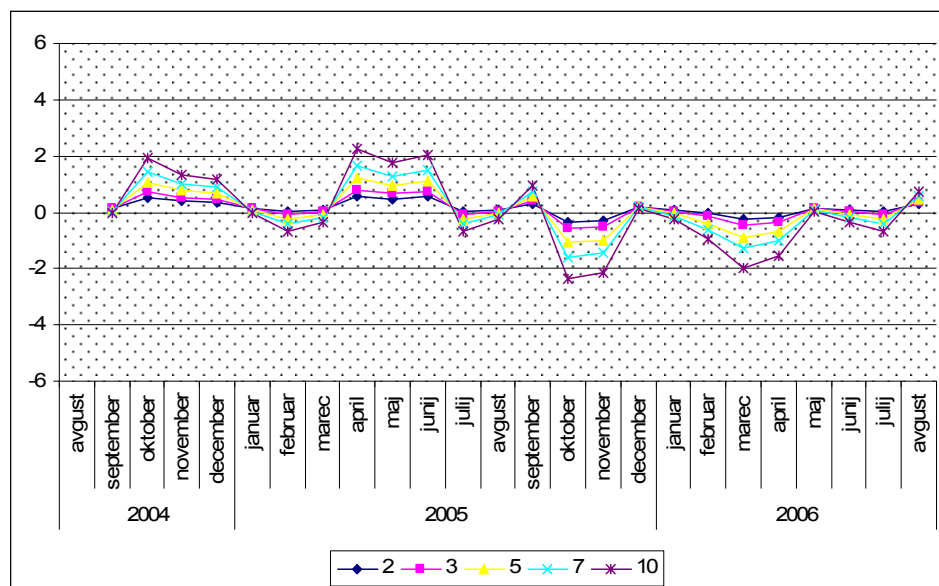
let npr. za vsako odstotno točko višjo donosnostjo do dospelja deset (10) odstotkov). Učinek je nazorno prikazan pri naslednjem scenariju.

Prikaz 23: Celotna letna donosnost dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU

(%)	2	3	5	7	10
2004 avgust					
september	0.13	0.12	0.08	0.04	-0.05
oktober	0.53	0.72	1.08	1.44	1.95
november	0.41	0.54	0.78	1.02	1.35
december	0.37	0.47	0.68	0.88	1.15
2005 januar	0.13	0.11	0.08	0.04	-0.05
februar	0.01	-0.07	-0.22	-0.38	-0.65
marec	0.07	0.02	-0.07	-0.17	-0.35
april	0.59	0.80	1.22	1.65	2.24
maj	0.49	0.65	0.97	1.29	1.74
junij	0.55	0.74	1.12	1.50	2.04
julij	0.01	-0.07	-0.23	-0.39	-0.66
avgust	0.08	0.05	-0.03	-0.11	-0.26
september	0.32	0.41	0.57	0.73	0.94
oktober	-0.34	-0.58	-1.08	-1.58	-2.36
november	-0.30	-0.52	-0.98	-1.44	-2.16
december	0.17	0.17	0.17	0.17	0.14
2006 januar	0.09	0.05	-0.03	-0.11	-0.26
februar	-0.05	-0.16	-0.38	-0.60	-0.96
marec	-0.25	-0.46	-0.88	-1.30	-1.96
april	-0.17	-0.34	-0.68	-1.02	-1.56
maj	0.16	0.14	0.12	0.10	0.04
junij	0.08	0.03	-0.08	-0.18	-0.36
julij	0.02	-0.06	-0.23	-0.39	-0.66
avgust	0.31	0.36	0.47	0.59	0.74
povp.(mes)	0.14	0.13	0.10	0.07	0.00
stdev	0.26	0.40	0.66	0.92	1.31

Vir: lastni izračuni.

Prikaz 24: Celotna donosnost dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU



Vir: lastni izračuni.

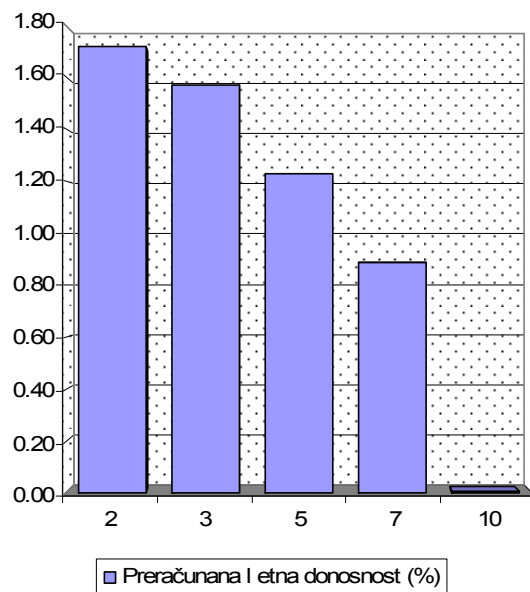
Sistem dodatnega pokojninskega varčevanja, ki zajamčeno donosnost opredeljuje na podlagi naložb daljših ročnosti, je zelo izpostavljen padcu zaupanja članov dodatnega pokojninskega zavarovanja, saj, če temelji na predpisovanju kriterijskega indeksa celotne donosnosti (kar je najboljše od vseh možnih alternativnih opcij, če ne upoštevamo strategij, ki so značilne za *hedge sklade* ali pa uporabo zaklepanja donosnosti za npr. petletno obdobje, kar dosežemo z investiranjem v brezcuponske državne obveznice, ki jih držimo do dospelja, in ostanek vplačil v nakupne opcije – pristop predlaga Bodie (2001)⁵⁷), v obdobjih hitro naraščajočih obrestnih mer predpisuje negativno zajamčeno donosnost. Predstavljamo si lahko reakcije vlagateljev in načetega zaupanja, ki lahko povzroči škodo za več let ali celo desetletje. Nestanovitnost donosnosti nas navaja

⁵⁷ Tudi v tem primeru, se, če morajo biti naložbe (obveznice) vrednotene po tržni vrednostih, v primeru rasti obrestnih mer, težko izogniti negativnim vmesnim donosnostim. Kakšne dejansko so, je odvisno od uspešnosti izbora opcij (navadno so to opcije na delniške indekse). V takšni ureditvi postane regulacija zajamčene donosnosti precej kompleksna.

tudi na sum, da ni modro doseganja zajamčene donosnosti preverjati na zelo kratka obdobja.

V prikazu 25 so ob prvem scenariju dinamike donosnosti do dospelja prikazane povprečne letne donosnosti za premoženja, sestavljena iz obveznic različnih dospelij oziroma trajanj.

Prikaz 25: Letna celotna donosnost v obdobju dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU od avgusta 2004 do avgusta 2006



Vir: Monthly Bulletin (2006) in Statistics: Pocket Book (2006) in lastni izračuni.

8.1.2. Scenarij naraščajočih obrestnih mer (oz. donosnosti do dospelja)

Drugi scenarij je zasnovan na naraščajočih obrestnih merah oziroma donosnostih do dospelja. Simulirana je rast donosnosti do dospelja v višini treh (3) odstotnih točk – donosnost do dospelja državnih obveznic porast iz 1,22 na 4,20 odstotka letno. Pri tem scenariju so prikazane iste

kategorije (v skladu z isto strukturo), ponovno za ročnosti dveh (2), treh (3), petih (5), sedmih (7) in desetih (10) let.

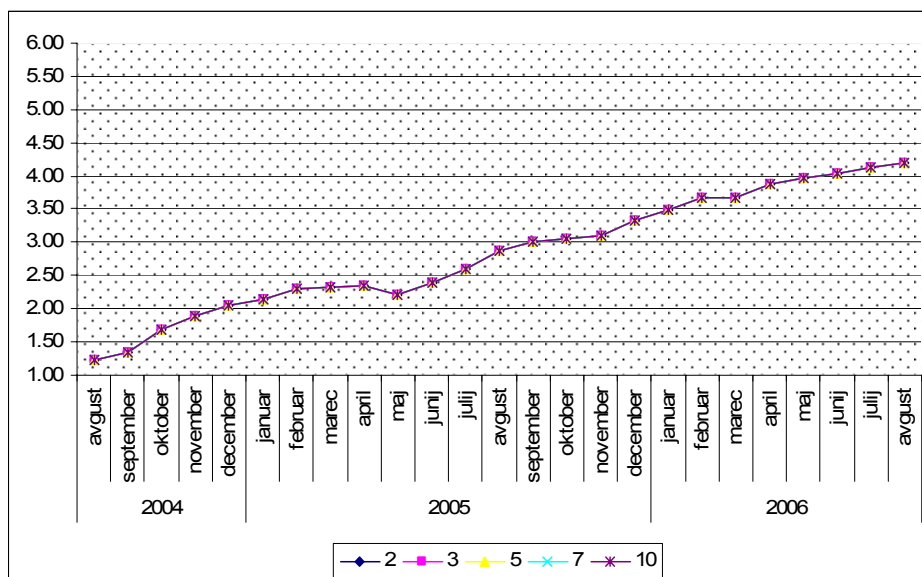
Prikaz 26: Donosnosti do dospelja dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic (levo) in spremembe donosnosti (desno)

(%)	2	3	5	7	10	(% točke)	2	3	5	7	10
2004 avgust	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22	2004 avgust					
september	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34	september	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
oktober	1.68	1.68	1.68	1.68	1.68	oktober	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
november	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	november	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
december	2.06	2.06	2.06	2.06	2.06	december	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
2005 januar	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2005 januar	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
februar	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	februar	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
marec	2.33	2.33	2.33	2.33	2.33	marec	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
april	2.34	2.34	2.34	2.34	2.34	april	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
maj	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	maj	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12
junij	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	junij	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
julij	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	julij	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
avgust	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	avgust	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27
september	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	september	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
oktober	3.05	3.05	3.05	3.05	3.05	oktober	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
november	3.11	3.11	3.11	3.11	3.11	november	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
december	3.34	3.34	3.34	3.34	3.34	december	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
2006 januar	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	2006 januar	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
februar	3.67	3.67	3.67	3.67	3.67	februar	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
marec	3.68	3.68	3.68	3.68	3.68	marec	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
april	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	april	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
maj	3.96	3.96	3.96	3.96	3.96	maj	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
junij	4.03	4.03	4.03	4.03	4.03	junij	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
julij	4.12	4.12	4.12	4.12	4.12	julij	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
avgust	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	avgust	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
povp.(mes)	2.84	2.84	2.84	2.84	2.84	povp.(mes)	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
stdev	0.87	0.86	0.95	1.17	1.62	stdev	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

Vir: lastni scenarij obrestnih mer.

Donosnosti so zaradi nazornosti prikaza pri vseh ročnostih enake, saj želim prikazati vpliv iste dinamike obrestnih mer pri obveznicah različnih dospelostih.

Prikaz 27: Gibanje donosnosti do dospelja dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic



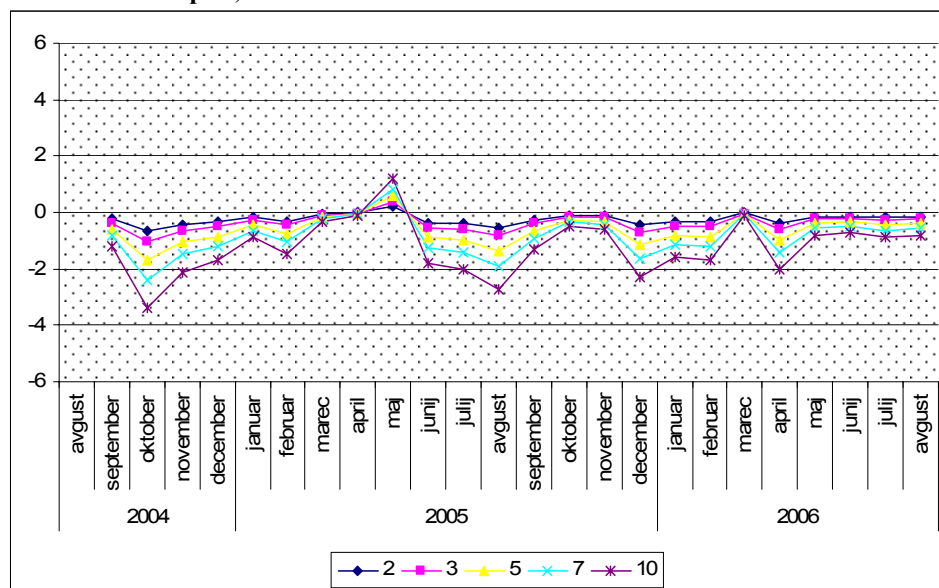
Vir: lastni scenarij obrestnih mer.

Prikaz 28: Sprememba cene zaradi spremembe obrestne mere dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic (levo) in denarni tok iz naslova obresti v odstotkih (desno)

(%)	2	3	5	7	10	(%)	2	3	5	7	10
2004 avgust						2004 avgust	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
september	-0.24	-0.36	-0.6	-0.84	-1.2	september	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
oktober	-0.68	-1.02	-1.7	-2.38	-3.4	oktober	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
november	-0.42	-0.63	-1.05	-1.47	-2.1	november	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10
december	-0.34	-0.51	-0.85	-1.19	-1.7	december	0.11	0.11	0.10	0.10	0.10
2005 januar	-0.18	-0.27	-0.45	-0.63	-0.9	2005 januar	0.11	0.11	0.11	0.10	0.10
februar	-0.3	-0.45	-0.75	-1.05	-1.5	februar	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
marec	-0.06	-0.09	-0.15	-0.21	-0.3	marec	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11
april	-0.02	-0.03	-0.05	-0.07	-0.1	april	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11
maj	0.24	0.36	0.6	0.84	1.2	maj	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11
junij	-0.36	-0.54	-0.9	-1.26	-1.8	junij	0.13	0.12	0.11	0.11	0.11
julij	-0.4	-0.6	-1	-1.4	-2	julij	0.13	0.12	0.11	0.11	0.11
avgust	-0.54	-0.81	-1.35	-1.89	-2.7	avgust	0.14	0.13	0.12	0.11	0.11
september	-0.26	-0.39	-0.65	-0.91	-1.3	september	0.14	0.13	0.12	0.11	0.11
oktober	-0.1	-0.15	-0.25	-0.35	-0.5	oktober	0.14	0.13	0.12	0.12	0.11
november	-0.12	-0.18	-0.3	-0.42	-0.6	november	0.15	0.14	0.12	0.12	0.12
december	-0.46	-0.69	-1.15	-1.61	-2.3	december	0.16	0.14	0.13	0.12	0.12
2006 januar	-0.32	-0.48	-0.8	-1.12	-1.6	2006 januar	0.16	0.14	0.13	0.12	0.12
februar	-0.34	-0.51	-0.85	-1.19	-1.7	februar	0.17	0.15	0.13	0.12	0.12
marec	-0.02	-0.03	-0.05	-0.07	-0.1	marec	0.17	0.15	0.13	0.13	0.12
april	-0.4	-0.6	-1	-1.4	-2	april	0.18	0.16	0.14	0.13	0.12
maj	-0.16	-0.24	-0.4	-0.56	-0.8	maj	0.19	0.16	0.14	0.13	0.13
junij	-0.14	-0.21	-0.35	-0.49	-0.7	junij	0.19	0.17	0.14	0.13	0.13
julij	-0.18	-0.27	-0.45	-0.63	-0.9	julij	0.20	0.17	0.15	0.14	0.13
avgust	-0.16	-0.24	-0.4	-0.56	-0.8	avgust	0.20	0.18	0.15	0.14	0.13
povp.(mes)	-0.25	-0.37	-0.62	-0.87	-1.24	povp.(mes)	0.14	0.13	0.12	0.12	0.11
stdev	0.20	0.29	0.49	0.69	0.98	stdev	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01

Vir: lastni izračuni.

Prikaz 29: Vpliv spremembe donosnosti na ceno (kapitalska donosnost) dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU



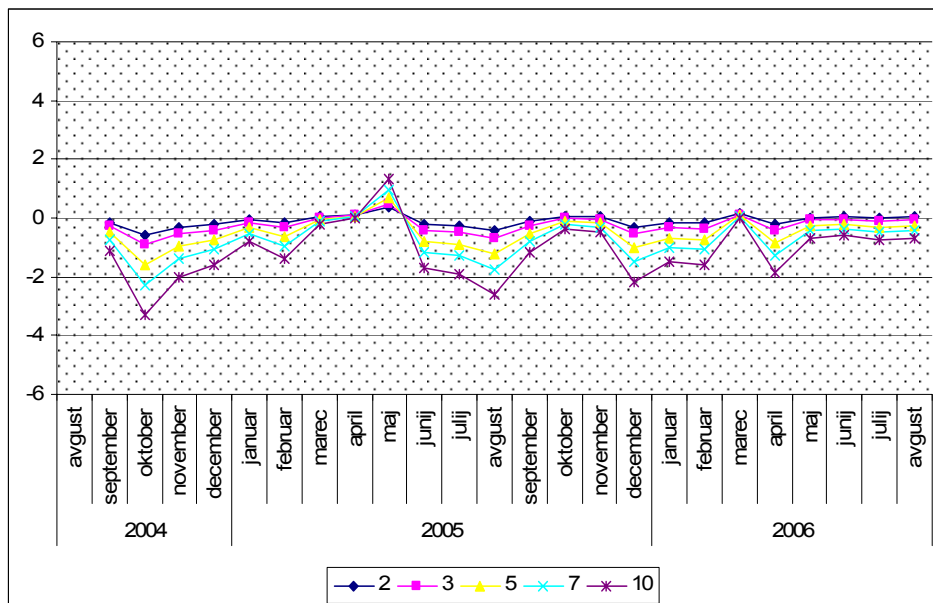
Vir: lastni izračuni.

Prikaz 30: Celotna letna donosnost dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic

(%)	2	3	5	7	10
2004 avgust					
september	-0.14	-0.26	-0.50	-0.74	-1.10
oktober	-0.58	-0.92	-1.60	-2.28	-3.30
november	-0.31	-0.53	-0.95	-1.37	-2.00
december	-0.23	-0.40	-0.75	-1.09	-1.60
2005 januar	-0.07	-0.16	-0.34	-0.53	-0.80
februar	-0.19	-0.34	-0.64	-0.94	-1.39
marec	0.06	0.02	-0.04	-0.10	-0.19
april	0.10	0.09	0.06	0.04	0.01
maj	0.36	0.48	0.71	0.95	1.31
junij	-0.23	-0.42	-0.79	-1.15	-1.69
julij	-0.27	-0.48	-0.89	-1.29	-1.89
avgust	-0.40	-0.68	-1.23	-1.78	-2.59
september	-0.12	-0.26	-0.53	-0.80	-1.19
oktober	0.04	-0.02	-0.13	-0.23	-0.39
november	0.03	-0.04	-0.18	-0.30	-0.48
december	-0.30	-0.55	-1.02	-1.49	-2.18
2006 januar	-0.16	-0.34	-0.67	-1.00	-1.48
februar	-0.17	-0.36	-0.72	-1.07	-1.58
marec	0.15	0.12	0.08	0.06	0.02
april	-0.22	-0.44	-0.86	-1.27	-1.88
maj	0.03	-0.08	-0.26	-0.43	-0.67
junij	0.05	-0.04	-0.21	-0.36	-0.57
julij	0.02	-0.10	-0.30	-0.49	-0.77
avgust	0.04	-0.06	-0.25	-0.42	-0.67
povp.(mes)	-0.10	-0.24	-0.50	-0.75	-1.13
stdev	0.20	0.30	0.49	0.69	0.98

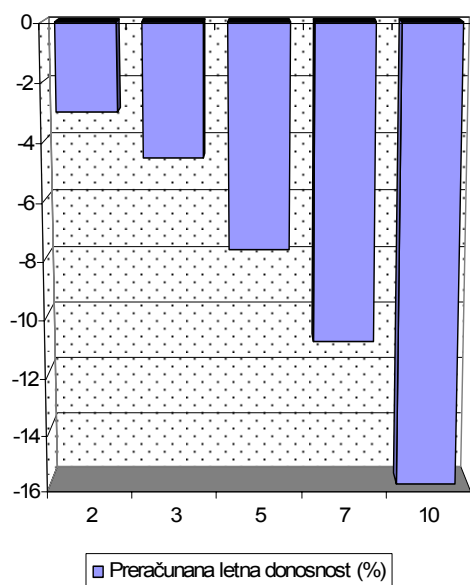
Vir: lastni izračuni.

Prikaz 31: Celotna donosnost dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic EMU



Vir: lastni izračuni.

Prikaz 32: Letna celotna donosnost v obdobju dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic od avgusta 2004 do avgusta 2006



Vir: lastni scenarij obrestnih mer in izračuni.

Iz simulacije izhaja, da je v obdobju konstantne rasti obrestnih mer (prikazano je za obdobje dveh let, velikost spremembe pa je tri odstotne točke), nemogoče pričakovati pozitivne donosnosti, niti pri premoženju obveznic z dospelostjo (trajanjem) dveh let. Pokojninski sklad, ki ima povprečno trajanje obveznic deset let pa pride do 16-odstotnega zmanjšanja vrednosti premoženja. Le-to se seveda ob preobratu obrestnih mer tudi poveča bolj kot premoženje s povprečnim trajanjem dve leti. Ta scenarij je prikazan v nadaljevanju (glej točko 4.1.3.).

Ureditev zjamčene donosnosti, za katero je logično, da se jo oprimejo člani dodatnega pokojninskega sistema, ki jim do upokojitve manjka nekaj let (npr. zadnjih 5 do 7 let), je po našem mnenju modro zasnovati na državnih obveznicah s povprečnim trajanjem okrog treh (3) let.

8.1.3. Scenarij padajočih obrestnih mer (oz. donosnosti do dospelja)

Tretji scenarij pa je zasnovan na padajočih obrestnih merah oziroma donosnostih do dospelja. Simulirano je padanje donosnosti do dospelja v višini nekaj več kot treh (3) odstotnih točk – gre za scenarij, ki se je dejansko zgodil v obdobju med avgustom 2000 in avgustom 2002 v ZDA. Obrestne mere za posojilo rezerv centralne banke med bankami (*Fed funds rate*) so iz nivoja 6,17 odstotka padle na 2,52 odstotka letno.

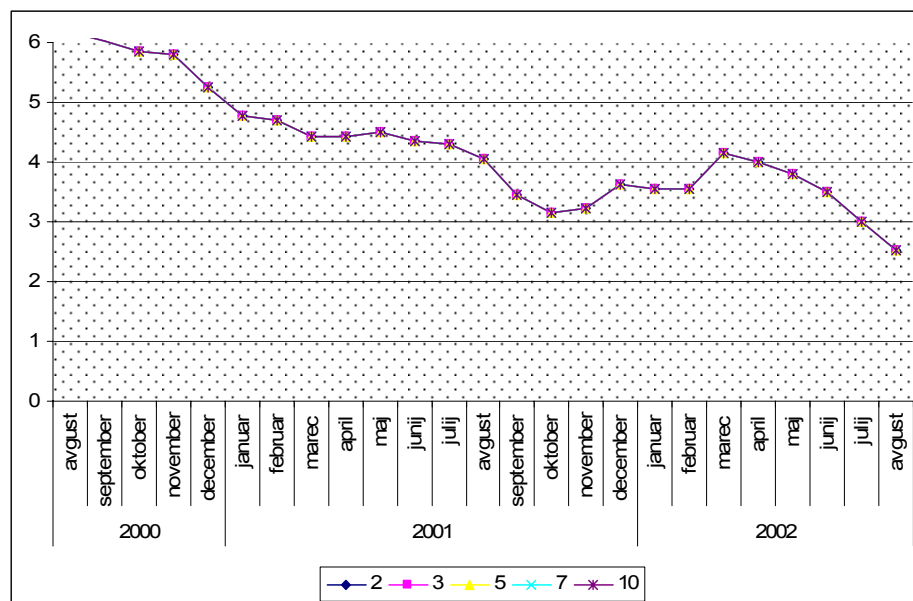
Pri tem scenariju so ponovno prikazane iste kategorije (v skladu z isto strukturo), za ročnosti državnih obveznic dveh (2), treh (3), petih (5), sedmih (7) in desetih (10) let.

Prikaz 33: Donosnosti do dospelja v ZDA v obdobju od avgusta 2000 do avgusta 2002 (levo) in spremembe donosnosti (desno)

(%)	2	3	5	7	10	(% točke)	2	3	5	7	10
2000 avgust	6.17	6.17	6.17	6.17	6.17	2000 avgust					
september	6.02	6.02	6.02	6.02	6.02	september	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
oktober	5.85	5.85	5.85	5.85	5.85	oktober	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17
november	5.79	5.79	5.79	5.79	5.79	november	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
december	5.26	5.26	5.26	5.26	5.26	december	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53	-0.53
2001 januar	4.77	4.77	4.77	4.77	4.77	2001 januar	-0.49	-0.49	-0.49	-0.49	-0.49
februar	4.71	4.71	4.71	4.71	4.71	februar	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
marec	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	marec	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
april	4.42	4.42	4.42	4.42	4.42	april	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
maj	4.51	4.51	4.51	4.51	4.51	maj	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
junij	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	junij	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16
julij	4.31	4.31	4.31	4.31	4.31	julij	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
avgust	4.04	4.04	4.04	4.04	4.04	avgust	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27
september	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	september	-0.59	-0.59	-0.59	-0.59	-0.59
oktober	3.14	3.14	3.14	3.14	3.14	oktober	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
november	3.22	3.22	3.22	3.22	3.22	november	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
december	3.62	3.62	3.62	3.62	3.62	december	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
2002 januar	3.56	3.56	3.56	3.56	3.56	2002 januar	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
februar	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55	februar	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
marec	4.14	4.14	4.14	4.14	4.14	marec	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59
april	4.01	4.01	4.01	4.01	4.01	april	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13
maj	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	maj	-0.21	-0.21	-0.21	-0.21	-0.21
junij	3.49	3.49	3.49	3.49	3.49	junij	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
julij	3.01	3.01	3.01	3.01	3.01	julij	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48
avgust	2.52	2.52	2.52	2.52	2.52	avgust	-0.49	-0.49	-0.49	-0.49	-0.49
povp.(mes)	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	povp.(mes)	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
stdev	1.04	0.97	0.95	1.08	1.45	stdev	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28

Vir: Selected interest rates (2006).

Prikaz 34 Gibanje obrestnih mer v ZDA v obdobju od avgusta 2000 do avgusta 2002



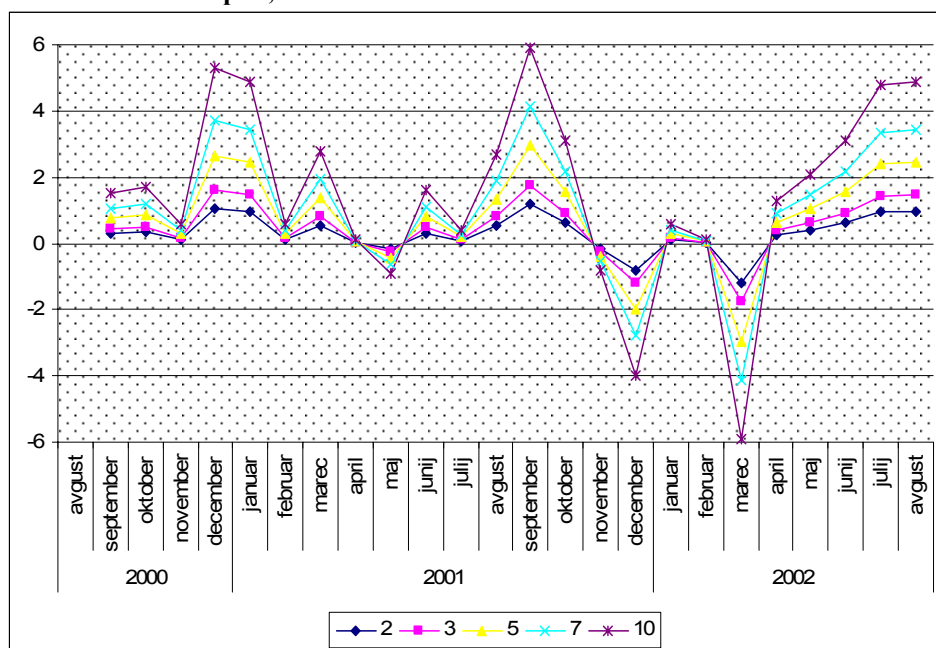
Vir: Selected interest rates (2006).

Prikaz 35: Sprememba cene zaradi spremembe obrestne mere dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic (levo) in denarni tok iz naslova obresti v odstotkih (desno)

(%)	2	3	5	7	10	(%)	2	3	5	7	10
2000 avgust						2000 avgust	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51
september	0.3	0.45	0.75	1.05	1.5	september	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51
oktober	0.34	0.51	0.85	1.19	1.7	oktober	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51
november	0.12	0.18	0.3	0.42	0.6	november	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51
december	1.06	1.59	2.65	3.71	5.3	december	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51
2001 januar	0.98	1.47	2.45	3.43	4.9	2001 januar	0.50	0.51	0.51	0.51	0.51
februar	0.12	0.18	0.3	0.42	0.6	februar	0.50	0.50	0.51	0.51	0.51
marec	0.56	0.84	1.4	1.96	2.8	marec	0.49	0.50	0.51	0.51	0.51
april	0.02	0.03	0.05	0.07	0.1	april	0.49	0.50	0.50	0.51	0.51
maj	-0.18	-0.27	-0.45	-0.63	-0.9	maj	0.48	0.49	0.50	0.50	0.51
junij	0.32	0.48	0.8	1.12	1.6	junij	0.48	0.49	0.50	0.50	0.50
julij	0.08	0.12	0.2	0.28	0.4	julij	0.47	0.49	0.50	0.50	0.50
avgust	0.54	0.81	1.35	1.89	2.7	avgust	0.47	0.48	0.49	0.50	0.50
september	1.18	1.77	2.95	4.13	5.9	september	0.46	0.48	0.49	0.50	0.50
oktober	0.62	0.93	1.55	2.17	3.1	oktober	0.45	0.47	0.49	0.49	0.50
november	-0.16	-0.24	-0.4	-0.56	-0.8	november	0.44	0.46	0.48	0.49	0.49
december	-0.8	-1.2	-2	-2.8	-4	december	0.44	0.46	0.48	0.49	0.49
2002 januar	0.12	0.18	0.3	0.42	0.6	2002 januar	0.43	0.46	0.48	0.49	0.49
februar	0.02	0.03	0.05	0.07	0.1	februar	0.43	0.45	0.47	0.48	0.49
marec	-1.18	-1.77	-2.95	-4.13	-5.9	marec	0.42	0.45	0.47	0.48	0.49
april	0.26	0.39	0.65	0.91	1.3	april	0.42	0.45	0.47	0.48	0.49
maj	0.42	0.63	1.05	1.47	2.1	maj	0.42	0.44	0.47	0.48	0.48
junij	0.62	0.93	1.55	2.17	3.1	junij	0.41	0.44	0.46	0.48	0.48
julij	0.96	1.44	2.4	3.36	4.8	julij	0.40	0.43	0.46	0.47	0.48
avgust	0.98	1.47	2.45	3.43	4.9	avgust	0.40	0.43	0.46	0.47	0.48
povp.(mes)	0.30	0.46	0.76	1.06	1.52	povp.(mes)	0.46	0.48	0.49	0.50	0.50
stdev	0.56	0.84	1.40	1.96	2.80	stdev	0.04	0.03	0.02	0.01	0.01

Vir: lastni izračuni.

Prikaz 36: Vpliv spremembe donosnosti na ceno (kapitalska donosnost) dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic



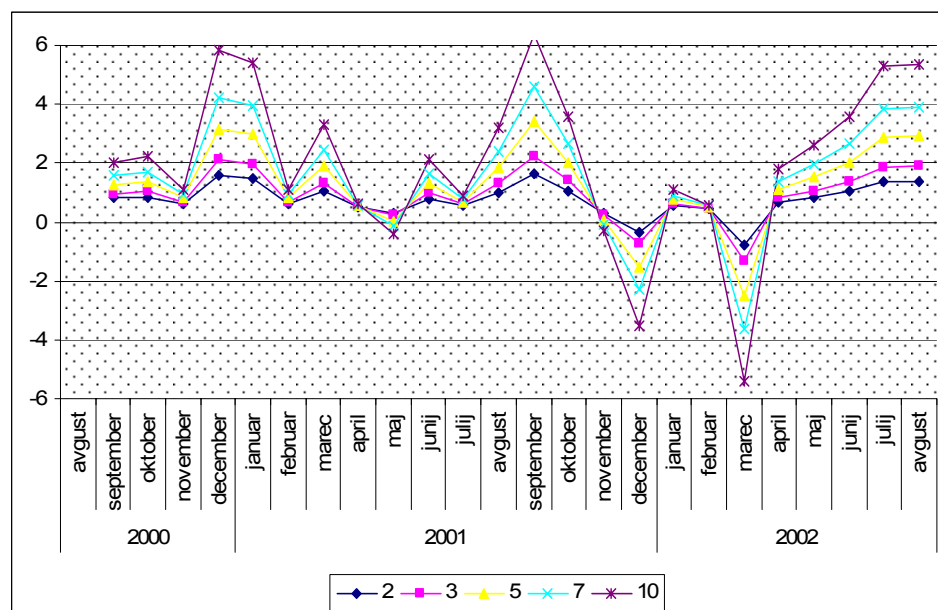
Vir: lastni izračuni.

Prikaz 37: Celotna letna donosnost dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic

(%)	2	3	5	7	10
2000 avgust					
september	0.81	0.96	1.26	1.56	2.01
oktober	0.85	1.02	1.36	1.70	2.21
november	0.63	0.69	0.81	0.93	1.11
december	1.57	2.10	3.16	4.22	5.81
2001 januar	1.48	1.98	2.96	3.94	5.41
februar	0.62	0.68	0.81	0.93	1.11
marec	1.05	1.34	1.91	2.47	3.31
april	0.51	0.53	0.55	0.58	0.61
maj	0.30	0.22	0.05	-0.13	-0.39
junij	0.80	0.97	1.30	1.62	2.10
julij	0.55	0.61	0.70	0.78	0.90
avgust	1.01	1.29	1.84	2.39	3.20
september	1.64	2.25	3.44	4.63	6.40
oktober	1.07	1.40	2.04	2.66	3.60
november	0.28	0.22	0.08	-0.07	-0.31
december	-0.36	-0.74	-1.52	-2.31	-3.51
2002 januar	0.55	0.64	0.78	0.91	1.09
februar	0.45	0.48	0.52	0.55	0.59
marec	-0.76	-1.32	-2.48	-3.65	-5.41
april	0.68	0.84	1.12	1.39	1.79
maj	0.84	1.07	1.52	1.95	2.58
junij	1.03	1.37	2.01	2.65	3.58
julij	1.36	1.87	2.86	3.83	5.28
avgust	1.38	1.90	2.91	3.90	5.38
povp.(mes)	0.76	0.93	1.25	1.56	2.02
stdev	0.56	0.84	1.40	1.96	2.80

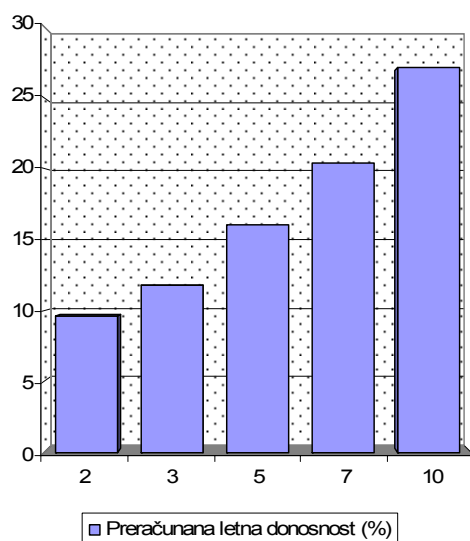
Vir: lastni izračuni.

Prikaz 38: Celotna donosnost dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic



Vir: lastni izračuni.

Prikaz 39: Letna celotna donosnost v obdobju dve-, tri-, pet-, sedem- in desetletnih državnih obveznic od avgusta 2000 do avgusta 2002



Vir: Selected interest rates (2006) in lastni izračuni.

Scenarij padajočih obrestnih mer (oz. donosnosti do dospelja) je torej do premoženja, sestavljenega iz obveznic, prijazen, saj vlagatelji prek učinka povečevanja cen obveznic (na podlagi značilne negativne povezanosti med obrestnimi merami in cenami) dosežejo pozitivne kapitalske donosnosti. Posebej privlačen zgleda scenarij pri premoženju, sestavljenem iz obveznic s povprečnim trajanjem 10 let. Pri tem ne smemo pozabiti na bistveno višje tveganje – standardni odklon donosnosti na mesečni ravni pri tem premoženju znaša 2,80, pri premoženju, sestavljenem iz obveznic s povprečnim trajanjem pa le 0,56.

8.2. Zaščita pred izgubo kupne moči

Eno temeljnih tveganj, ki mu je vlagatelj v obveznic izpostavljen, je tveganje povečanja cen življenjskih potrebščin (padca kupne moči) oz. inflacije. Obveznice namreč prinašajo denarni tok v obliki kuponskih obresti, ki so določene nominalno. Tako lahko v primeru, da kupna moč pade, nominalni denarni tok predstavlja bistveno manjšo kupno moč

(oziroma realno donosnost). Poleg zmanjšanja vrednost denarnih tokov iz naslova kuponskih obresti se zmanjšajo tudi cene obveznic, saj jih nihče ni več pripravljen kupovati po nespremenjenih cenah, ki predstavljajo negativno realno donosnost.

Posebej slab znak za upravljavca premoženja obveznic (npr. pokojninskega sklada, ki naložbeno politiko temelji pretežno na obveznicah), so novice o polni zaposlenosti in visoki gospodarski rasti (Risk vs. Reward..., 2006). To namreč pomeni, da gospodarstvo prihaja v stanje, ko obstaja možnost pregrevanja (inflacijskih pritiskov), kar monetarna oblast ublaži z ohlajanjem – t.j. dvigom obrestnih mer. Pri drugem scenariju zgoraj smo videli, kaj to pomeni za cene obveznic – padanje oz. beleženje kapitalske izgube.

Za reševanje problematike izgube kupne moči, so se na finančnih trgih pojavile obveznice, ki so vezane na porast cen življenjskih potrebščin (ali kak drug cenovni indeks) – t.i. *inflation-linked bonds*. Prve je izdala zakladnica Združenega kraljestva, in sicer v letu 1975, sledile so ZDA, ki so tovrstne vrednostne papirje (*treasury inflation-protected securities* - TIPS) uvedle leta 1981.⁵⁸ Gre za naložbeni razred, katerega prednost je neobčutljivost na spremembo inflacije. Korelacija med realnimi donosnostmi tovrstnih obveznic in inflacijskimi stopnjami je nič, med nominalnimi donosnostmi in inflacijskimi stopnjami pa nizka (najmanjša izmed vseh vrst in ročnosti obveznic, čeprav istosmerno povezana kot ostali državni vrednostni papirji).

Niso pa obveznice, vezane na indekse cen življenjskih potrebščin imune na spremembe realnih donosnosti, ki ne temeljijo na spremembi inflacijskih stopenj. Še vedno so občutljive na ravni obrestnih mer, ki izhajajo iz rasti produktivnosti, kapitalskih tokov, idr. Navedena lastnost povzroča relativno visoko korelacijo z dolgoročnimi obveznicami – nad 0,50, merjeno tako nominalno, kot realno (glej prikaz 40 spodaj). Poleg tega so tovrstne obveznice prinašale nekoliko nižje donosnosti od pričakovanih in precej nižje kot dolgoročne obveznice.⁵⁹ Zanje se

⁵⁸ Nekateri avtorji tovrstne obveznice imenujejo tudi *inflation-linked sovereign bonds*.

⁵⁹ Dimson s sodelavci (Dimson et al., 2002) navaja, da so razlog za nizke donosnosti predvsem relativno velike spremembe v realnih donosnostih v obdobju proučevanja.

pričakuje nižjo donosnost od dolgoročnih vrednostih papirjev, saj predstavljajo učinkovito zaščito pred izgubo kupne moči. Delujejo kot stabilizator v obdobju, ko navadne obveznice, ki so podvržene tveganju razvrednotenja zaradi padca kupne moči, odpovedo.⁶⁰

Prikaz 40: Mesečne donosnosti za Združeno kraljestvo v obdobju od aprila 1981 do decembra 2000

	Inflacija	Zakladne menice	Srednj. obveznice	Dolgor. obveznice	ILB
Povprečna donosnost (%)	0.00	0.38	0.53	0.67	0.29
Standardni odklon donosnosti (%)	0.00	0.47	1.78	2.90	2.37
Korelacija z inflacijo	-	0.35	-0.30	-0.10	0.00
Korelacija z zakladnimi menicami	-0.87	-	0.20	0.10	0.01
Korelacija s srednjeročnimi obveznicami	-0.31	0.37	-	0.89	0.58
Korelacija z dolgoročnimi obveznicami	-0.27	0.30	0.90	-	0.53
Korelacija z ILB	-0.21	0.19	0.60	0.56	-

Vir: Dimson et al. (2002).

Op.: ILB – obveznice, vezane na indeks cen življenjskih potrebščin (*inflation-linked bonds*); Korelacije v navadnem tisku so izračunani na realnih donosnostih, korelacije v krepkem tisku pa na nominalnih donosnostih.

Številni avtorji (glej npr. Dalio in Bernstein, 2005; Dimson et al., 2002) trdijo, da obveznice, vezane na indeks cen življenjskih potrebščin razširijo obseg naložbenih možnosti, zaradi značilne medsebojne povezanosti z drugimi naložbenimi razredi pa izboljšajo učinkovitost premoženj - premik meje učinkovitosti (*efficiency frontier*). Dalio in Bernstein (2005, str. 49) ugotavljata, da je v primeru, ko ni na voljo obveznic, vezanih na indekse cen življenjskih potrebščin, učinkovita pot uporaba tovrstnih obveznic na finančnih trgih, ki jih ponujajo s hkratnim ščitenjem deviznega tečaja (*currency hedged portfolios*). Razlog za to možnost so seveda mednarodne paritete (predvsem pariteta kupne moči in obrestna pariteta), ki se izkazujejo za veljavne vsaj na dolgi, če že ne na kratek rok.

⁶⁰ V zgodovini poznamo nakaj izrazitih razvrednotnj premoženj, sestavljenih pretežno iz obveznic, npr. v času globokih gospodarskih kriz, hiperinflatornih obdobjih - npr. nemško ali japonsko v polpretekli zgodovini (Siegel, 2002).

8.3. Izbor prilagojenega kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti

V pričujočem razdelku je predstavljen koncept novega kriterijskega indeksa (benchmarka), ki ga na osnovi lastnih izsledkov in izsledkov avtoritet s področja upravljanja premoženja predlagamo za uporabo za namene določanja zajamčene donosnosti, ki naj bi jo morali dosežati izvajalci pokojninskih načrtov z zajamčeno donosnostjo po novem *Zakonu o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju*. Kriterijski indeks naj bi posedoval določene zelene lastnosti. Jedrnato so predstavljene v naslednjem razdelku.

8.3.1. Zelene lastnosti kriterijskega indeksa

Prva lastnost premoženja pokojninskih skladov z zajamčeno donosnostjo mora biti varnost. Predlagamo, da pokojninski skladi, ki zagotavljajo zajamčeno donosnost, premoženje vlagajo izključno v državne vrednostne papirje, saj je pri njih kreditno tveganje minimalno. Varnost implicira tudi izbor naložb s kratkimi dospelostmi (trajanjem). Zakaj je temu tako, smo pokazali zgoraj. Naložbe z daljšimi ročnostmi so bistveno bolj nestanovitne, daljša obdobja naraščajočih obrestnih mer oz. donosnosti do dospelja pa lahko omajajo zaupanje v pokojninski sistem, ki brez dvoma predstavlja enega najbolj občutljivih ureditev vsake moderne družbe.

Izbor naložb krajših ročnosti predlagamo kljub temu, da gre pri pokojninskem varčevanju v splošnem za daljše naložbene horizonte. Gre namreč za le en vidik (ko generalno razmišljamo o pokojninskem varčevanju), ki je z drugega vidika (zagotavljanja zajamčene donosnosti) sporen. S strokovnega vidika je mogoče konzervativno naložbeno politiko, kar naložbena politika z zajamčeno donosnostjo vsekakor je in mora biti, priporočiti zgolj starejšim članom dodatnega pokojninskega sistema in posameznikom, ki so izredno tveganju neneklonjeni, pa še za nje je tak nasvet zelo strokovno vprašljiv. Torej, pričakovati je, da bodo v pokojninskih načrtih z zajamčeno donosnostjo vse bolj »pristajali« le posamezniki z naložbenim horizontom, krajšim od deset let –recimo 5 do

7 let. Zanje pa je naložbena politika, ki vsebuje državne vrednostne papirje s popravljenim trajanjem okrog treh (3) let, zelo smiselna.

Druga zelena lastnost premoženj tovrstnih skladov je učinkovitost upravljanja. To lahko dosežemo na način, da so izvajalci pokojninskih načrtov in upravljavci premoženja strokovni in da dobro poznajo delovanje finančnih trgov in lastnosti posameznih naložbenih skladov ter vlogo, ki jo morajo igrati pri zagotavljanju skrbniških storitev za svoje stranke (člane v pokojninskih načrtih). Z vidika kriterijskega indeksa, ki ureja zajamčeno donosnost, takšno zeleno stanje spodbuja relativno močna zaveza k sledenju vnaprej določenega indeksa, in sicer indeksa, ki ga je mogoče posnemati, ki vsebuje likvidne naložbe, je transparenten in znan vnaprej, ter je vezan na celotno donosnosti (in ne na donosnost do dospelja v nekem obdobju), saj ni nujno, da je le-to mogoče dosegati v spremenjenih tržnih razmerah (glej uvodne odstavke razdelka 8). Kot kriterijski indeks prav gotovo ni modro, da je določena neka izhodiščna obrestna mera, katere zgolj en del (kot npr. velja v trenutnem sistemu) morajo izvajalci pokojninskih načrtov oz. upravljavci premoženja dosegati.

Tretja zelena lastnost je zadostna likvidnost, kar predstavlja zmožnost izvajalca pokojninskega načrta oz. upravljavca premoženja pokojninskega sklada, da po poštenih tržnih cenah unovči del premoženja zaradi rednih in izrednih prenehanj pokojninskega varčevanja. V kolikor tega ni sposoben narediti, so namreč vsi člani pokojninskega sklada izpostavljeni nepotrebnemu zmanjšanju premoženja (saj je za potrebno izplačilo unovčiti več premoženja sklada).

8.3.2. Predlog novega kriterijskega indeksa

Sistem, ki ga predlagamo, temelji na izsledkih sodobne finančne teorije in odpravlja trenutne nekonsistentnosti ter prinaša spodbudo za učinkovitejše upravljanje premoženja. Izvajalci pokojninskih načrtov naj bi namreč v prihodnosti bili zavezani k doseganju bruto donosnosti na ravni 95 odstotkov prilagojenega kriterijskega indeksa za določanje zajamčene donosnosti.

Nov kriterijski indeks naj bi bil sestavljen iz naslednjih posamičnih indeksov, od katerih vsak predstavlja celotne donosnosti naložbenega razreda, ki ga predstavljajo v posameznem obdobju:

- **15 odstotkov** novo oblikovanega indeksa donosnosti zakladnih menic Republike Slovenije (ZM),
- **30 odstotkov** novo oblikovanega indeksa celotne donosnosti obveznic Republike Slovenije s povprečnim popravljenim trajanjem med dvema (2) in petimi (5) leti, ki naj bi ga izračunavalo in objavljalo Ministrstvo za finance (obv RS),
- **45 odstotkov** indeksa državnih obveznic držav EMU EMTX 1-3 yrs⁶¹ s povpečnim popravljenim trajanjem med enim (1) in tremi (3) leti, ki ga dnevno brezplačno objavlja priznано podjetje MTSNext (joint venture MTS S.P.A. in Euronext) (EMTX),
- **10 odstotkov** indeksa državnih obveznic držav EMU, ki so vezane na rast cen življenjskih potrebščin (*inflation-linked sovereign bonds*) EMTXi 1-10 yrs⁶² s povprečnim popravljenim trajanjem do deset (10) let (ILB ali EMTXi).

⁶¹ Indeks predstavlja državne obveznice z največjimi tržnimi kapitalizacijami in najvišjo likvidnostjo, izdanih s strani držav EMU. Sestava na dan 4. aprila 2006 je vključevala 22 obveznic in je upoštevala relativno velikost posameznih držav EMU (po vrednosti izdanega dolga) v tem segmentu dospelosti. Vsaka država je zastopana z največ dvema obveznicama. Sestava po državah je sledeča (EuroMTS Indices. 1-3 year Q1 2006 Index factsheet, 2006):

- Nemčija 25%,
- Francija 21%,
- Italija 21%,
- Belgija 8%,
- Španija 8%,
- Nizozemska 6%,
- Grčija 5%,
- Avstrija 2%,
- Finska 2%,
- Portugalska 1%, in
- Irska 1%.

⁶² Indeks predstavlja vse državne obveznice, izdane s strani držav EMU, z najmanj 2mlrd EUR (na posamično obveznico) tržne kapitalizacije. Index je na dan 4. aprila 2006 vključeval 15 obveznic. Največ jih ima dospelosti med 7 in 10 let (29%), sledijo pa dospelosti nad 15 let (21%), med tremi in petimi leti (17%), petimi in sedmimi leti

Ministrstvo za finance bo moralo (to bi vsaj predstavljalo optimalno rešitev) oba indeksa dnevno izračunavati in objavljati na domači strani, in ju v zgoraj predlaganih razmerjih združiti v enoten indeks. Pokojninski skladi, ki bodo oblikovani kot vzajemni skladi (oziroma krovni skladi), bi na tak način lahko dnevno primerjali rast VEP (vrednosti enote premoženja) in vrednosti kriterijskega indeksa, kar bi sistem dodatnega pokojninskega varčevanja naredilo popolnoma pregleden.

V prvem in drugem letu predlagam, da delež donosnosti pokojninskega sklada znaša manj kot 95 odstotkov prilagojenega kriterijskega indeksa – v prvem 90 odstotkov in v drugem 92,5 odstotkov. Delež naj se sproti povečuje in namere o povečevanju naj se vnaprej ne objavi. Tako se namreč pridobi prostor za dodatno signaliziranje za doseganje še večje učinkovitost, po drugi strani pa omogoča fino nastavitve z upoštevanja objektivnih in subjektivnih zmožnosti doseganje takšne donosnosti. 100 odstotkov menim, da od upravljavcev ni primerno zahtevati, saj je potrebno nekaj prostora pustiti za transakcijske stroške prestrukturiranja (uskladitve naložb, tudi zaradi spremembe obveznosti v posameznih indeksih, ki sestavljajo prilagojeni kriterijski indeks), ki bremenijo pokojninski sklad.

Ključnega pomena za učinkovito upravljanje premoženja pokojninskih skladov je natančna sestava kriterijskega indeksa. Pri sledenju obveznic (v nasprotju z obveznicami) se namreč pojavlja neminljiva težava – krajšanje dospelosti in s tem tudi prilagojene donosnosti. Kot je poudarjeno zgoraj, mora biti sestava kriterijskega indeksa znana vnaprej, sicer se pojavlja sledilna napaka, ki lahko v sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja za izvajalca oziroma upravljavca pomeni zahteve po oblikovanju rezerv.

Če bi kriterijski indeks postavljali sedaj (torej, septembra 2006), bi predlagali, da v indeks celotne donosnosti obveznic Republike Slovenije,

(16%), desetimi in petnajstimi leti (9%) in enim in tremi leti (8%). Sestava po državah je sledeča (EuroMTS Indices. Inflation Linked Q1 2006 Index Fact Sheet, 2006):

- Francija 62%,
- Italija 31%,
- Grčija 4%, in
- Nemčija 3%.

ki se trgovane na segmentu TUVL Ljubljanske borze, ne bi bili vključeni obveznici RS 57 in RS 59, ker njuna izključitev znatno zmanjša popravljeno trajanje celotnega kriterijskega indeksa. Zaradi dospelosti v februarju 2007 pa bi bila iz omenjenega indeksa izključena tudi obveznica RS55 (in seveda vključena v segment zakladnih menic).

Kriterijski indeks smo sprva želeli oblikovati z vključitvijo indeksa EMTX v segmentu ročnosti med tremi (3) in petimi (5) leti, vendar se je izkazalo, da je ob omejitvi, da še vedno pokojninske sklade vežemo na obveznice RS, to ni najbolj modro, saj se na tak način dosega previsoko popravljeno trajanje kriterijskega indeksa, s tem pa (kot izhaja iz prikazov zgoraj) do prevelike nestanovitnosti donosnosti glede na gibanje obrestnih mer.⁶³ Tako smo v kriterijskem indeksu obdržali 30 odstotkov dolgoročnih obveznic, menimo pa, da je ustrezno, da bi se izključilo obveznici RS 57 in RS 59. Namesto indeksa EMTX 3-5 yrs smo uporabili indeks EMTX 1-3 yrs, in s tem dosegli nižjo popravljeno trajanje – t.j. kompenzirali nekoliko višje trajanje (5.14 oziroma 3.69) pri domačih obveznicah. Spodnja tabela prikazuje strukturo posameznega naložbenega razreda v kriterijskem indeksu zajamčene donosnosti, njihova popravljena trajanja in skupno popravljeno trajanje. Menimo, da bi bilo (če bi se kriterijski indeks določal sedaj) modro zasledovati strukturo, prikazano na desni strani tabele – t.j. brez upoštevanja obveznic RS 57 in RS 59.

Da slovenski pokojninski skladi (tisti, ki so vezani na pokojninske načrte z zajamčeno donosnostjo) ostanejo na strani povpraševanja po domačih državnih obveznicah, je popolnoma normalno. S tem se vzdržuje trg in v svetu ravno tako velja, da so premoženja institucionalnih vlagateljev (tudi bank, zavarovalnic in investicijskih skladov) sestavljena v bistveno večji meri iz domačih vrednostnih papirjev, kot bi izhajalo iz optimalne izpostavljenosti domačim gospodarstvom v skladu z načeli in empiričnimi izsledki učinkov mednarodne razpršitve. Gre za do domačih naložb pristranska premoženja – za t.i. *home bias*.

⁶³ Prikaz vpliva izbora segmenta trajanja med enim in tremi leti (EMTX 1-3 yrs) in tremi in petimi leti (EMTX 3-5 yrs) na nestanovitnost, se nahaja v razdelku prilogi 1.

Prikaz 41: Izračun prilagojenega trajanja kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti

naložbeni razred	delež v kriterijskem indeksu	vse obveznice RS TUVL		obveznice RS TUVL brez RS 57 in RS 59	
		EMTX 3-5 yrs	EMTX 1-3 yrs	EMTX 3-5 yrs	EMTX 1-3 yrs
		popravljeno trajanje		popravljeno trajanje	
ZM	0.15	0.6	0.6	0.6	0.6
obv RS	0.3	5.14	5.14	3.69	3.69
EMTX	0.45	3.34	1.86	3.34	1.86
ILB	0.1	8.64	8.64	8.64	8.64
Kritijski indeks		3.999	3.333	3.564	2.898

Vir: EuroMTS Indices (2006), Bilten javnih finance (2006), lastni izračun.

Kandidat za izključitev je bila tudi obveznica RS 62, vendar je to v zadnjem preteklem polletju najbolj likvidna obveznica RS na slovenskem trgu - promet v prvem polletju 2006 je dosegel skoraj 50 odstotkov njene tržne kapitalizacije. Skoraj enak učinek je lahko dosežen z izključitvijo RS 57 in RS 59, ki sta bistveno manj likvidni in imata ravno tako dolgo dospelje (glej prikaz 41).

Za oblikovanje indeksa celotne donosnosti obveznic Republike Slovenije so sicer primerne le obveznice, s katerimi poteka trgovanje v segmentu TUVL, in sicer zaradi likvidnostnih razlogov. Obveznice RS, ki so trgovane zgolj preko sistema BTS (Borzno-trgovalni sistem Ljubljanske borze), večinoma dosegajo delež polletnega prometa v tržni kapitalizaciji pod enim odstotkom (glej prikaz 42 in prikaz 43). Tako naj bi bile trenutno v indeks obveznic Republike Slovenije uvrščene naslednje obveznice: RS 52, RS 54, RS 56, RS 58, RS 60, RS 61 in RS 62.

Prikaz 42: Obveznice RS trgovane na segmentu TUVL Ljubljanske borze

	dospelje	let do dospelja	kapitalizacija (mlrd SIT)	promet I-VI 2006 (mlrd SIT)	delež prometa (%)
RS 59	februar 2016	9.42	184.00	25.82	14.03
RS 60	marec 2010	3.50	130.00	12.88	9.91
RS 58	april 2008	1.58	99.33	25.53	25.70
RS 57	oktober 2014	8.08	90.00	11.84	13.16
RS 62	marec 2017	10.50	88.83	42.69	48.06
RS 61	januar 2011	4.33	87.38	35.15	40.23
RS 56	februar 2009	2.42	50.00	6.48	12.96
RS 52	april 2008	1.58	40.00	7.58	18.95
RS 55	februar 2007	0.42	40.00	15.02	37.55
RS 54	oktober 2013	7.08	30.00	4.19	13.97
		5.71	839.53	187.18	22.30

Vir: Bilten javnih financ (2006), Mesečne in polletne statistike Ljubljanske borze (2006), lastni izračuni.

Op.: delež prometa (%) predstavlja delež prometa v prvem polletju 2006 glede na tržno kapitalizacijo; popravljeno trajanje v tabeli 11 je ocenjeno kot 90 odstotkov let do dospelja.

Prikaz 43: Obveznice RS trgovane preko BTS Ljubljanske borze

	dospelje	let do dospelja	kapitalizacija (mld SIT)	promet I-VI 2006 (mld SIT)	delež prometa (%)
RS 18	april 2010	3.58	11.98	0.18	1.50
RS 21	marec 2015	8.5	6.56	0.27	4.12
RS 23	februar 2011	4.42	9.58	0.00	0.03
RS 26	junij 2011	4.75	11.98	0.09	0.78
RS 29	januar 2012	5.33	13.18	0.10	0.74
RS 32	januar 2012	5.33	5.72	0.03	0.58
RS 33	marec 2033	26.5	30.47	0.02	0.06
RS 38	april 2017	10.58	23.96	0.11	0.46
RS 39	september 2008	2	13.49	0.54	4.00
RS 44	november 2012	6.17	2.96	0.00	0.03
RS 47	november 2012	6.17	70.34	0.00	0.00
RS 48	december 2012	6.25	14.38	0.04	0.28
RS 49	januar 2022	15.33	7.14	0.05	0.64
RS 50	februar 2013	6.42	14.68	0.12	0.84
		9.02	236.42	1.56	0.66

Vir: Bilten javnih finance (2006), Mesečne in polletne statistike Ljubljanske borze (2006), lastni izračuni.

Op.: delež prometa (%) predstavlja delež prometa v prvem polletju 2006 glede na tržno kapitalizacijo.

Za vsako naslednje obdobje (predlagamo, da je to vsak mesec, ker je takšen tudi sistem popravljanja indeksov EMTX in MTXi). Ministrstvo na svoji domači strani vzpostavi pregled vključenosti posameznih izdaj. Načelni pravili pri odločanju o vključenosti pa naj bosta likvidnost (torej delež prometa v preteklih mesecih oz. polletju v tržni kapitalizaciji) in dospelje novo vključenih (izdanih) obveznic, ki naj ne presega 10 let oz. popravljeno trajanje 9 let. Za indeks zakladnih menic naj velja podobno.⁶⁴

Temeljne značilnosti indeksov EMTX 1-3 yrs in EMTXi 1-10 yrs so navedene v preglednih dokumentih (*fact sheet*), ki jih na svoji domači strani objavlja MTSNext (<http://www.euromtsindex.com>), objavljene pa so tudi (kakor tudi dnevne vrednosti indeksa) na informacijskem sistemu Bloomberg (»EMIT<GO> in informacijskem sistemu Reuters »EUROMTSINDEX« RIC:EMTXART=). V splošnem gre za indekse celotne donosnosti, ki upoštevajo reinvestiranje kuponskih obresti, cene

⁶⁴ Z likvidnostjo sicer pri zakladnih menicah ni težav, so namreč zelo likvidne; pri nekaterih izdajah je trgovanja celo več kot znaša tržna kapitalizacija (Mesečne in polletne statistike Ljubljanske borze, 2006; Bilten javnih financ, 2006).

obveznic za izračun kapitalske donosnosti pa so zajete kot *bid* cene. EMTXi (torej indeks obveznic, vezanih na rast cen življenjskih potrebščin) upošteva indeks HICP kot merilo inflacije.⁶⁵

8.3.3. Obrazložitev pomena izbranih posamičnih naložbenih razredov

Zakladne menice so v prilagojenem kriterijskem indeksu upoštevane zaradi likvidnostnih razlogov, vezane pa so samo na domače zakladne menice. Trenutno struktura in globina domačega trga namreč omogočata absorpcijo sredstev pokojninskih skladov, ki bodo ponujali pokojninske načrte z zajamčeno donosnostjo, četudi bi le-ti sprva še predstavljali relativno velik delež sredstev v upravljanju v pokojninskih skladih.⁶⁶

Kriterijski indeks zajamčene donosnosti je logično sestavljen iz državnih vrednostnih papirjev, ki pa so razdeljeni na domače dolžniške vrednostne papirje držav članic Evropske monetarne unije, saj so le tovrstni vrednostni papirji smatrani kot netvegani (z vidika kreditnega tveganja). Z vidika razpršitve premoženja kriterijskega indeksa (in posledično premoženj pokojninskih skladov) omejitev na države EMU sicer predstavlja nekoliko neoptimalen izbor, vendar se po drugi strani na ta način izognemo valutnemu tveganju, ki pa je lahko, ekonomsko gledano, bistveno večja grožnja, kot pa korist zaradi ugodnih učinkov razpršitve. V primeru, da bi prilagojeni kriterijski indeks vseboval tudi vrednostne papirje, denominirane v tujih valutah, bi izvajalci pokojninskih načrtov oziroma upravitelji premoženj pokojninskih skladov morali skrbeti za valutno zaščito (*currency hedging*), kar pa menimo, da bi ob trenutnem preskoku v smeri strokovnosti in učinkovitosti za domače izvajalce oz. upravljavce predstavljalo nezanemarljiv dodatni napor. Po drugi strani prostor EMU nudi dovolj velik finančni trg, ki je dosegljiv brez povečevanja valutne izpostavljenosti.

⁶⁵ Podrobnosti o tem harmoniziranem indeksu rasti cen so lepo predstavljene v Harmonized Indices of Consumer Prices (2004).

⁶⁶ Zaradi nezaupanja javnosti v naložbeni razred delnic. Sindikalisti so namreč, po številnih izjavah za medije, trdno prepričani, da ljudje sploh ne bi bili zainteresirani varčevati, če bi bilo mogoče varčevati zgolj po pokojninskih načrtih brez zajamčene donosnosti (glej npr. Smrekar, 2006).

Obveznice vezane na rast cen življenjskih potrebščin pa so dodane predvsem z namenom zaščite pred izgubo kupne moči. Eden najmočnejših argumentov proti varčevanju pretežno v obveznicah je namreč izguba kupne moči v času nepričakovanega povečanja inflacije. Obveznice v nepričakovanih inflatornih obdobjih izkažejo za izredno slabe naložbe, bistveno slabše kot delnice, ki so vezane na realna sredstva in katerih denarni tokovi so vezani na trenutne inflacijsko povečane cene (Siegel, 2002). Obveznice, vezane na indeks cen življenjskih potrebščin blažijo tovrstne negativne učinke na premoženja oz. zajamčeno donosnost, sicer pa so ravno zaradi te lastnosti (z njimi je povezanega manj tveganja) nekoliko manj donosne. V kriterijski indeks je vključen indeks, ki ima popravljeno trajanje med enim in desetimi leti. Relativno dolga dospelost (oz. trajanje) je v kombinaciji z kratkimi ročnostmi obveznic in zakladni menic z vidika razpršitve premoženja zelo smiselna. Zaradi korelacije na ravni okoli 0,5 (kar ni zanemarljivo; to dejstvo te obveznice zaradi sprememb v realnih donosnostih, ki niso posledica inflacijskih stopenj, najbolj približuje dolgoročnim obveznicam) je njihov delež majhen in v okviru izkustvenih smiselnih meja.

8.3.4. Obdobje preverjanja

Avtorji študij o zajamčeni donosnosti opozarjajo na nevarnosti oziroma neustreznosti kratkih obdobj preverjanja doseganja zajamčene donosnosti (Guarantees, 2001). V trenutno obstoječem sistemu pri nas gre za ugotavljanje kumulativnega doseganja donosnosti (pri čemer so različni izvajalci po statusno-pravnih oblikah, zaradi posebnosti teh oblik, različno obvezani). Zaradi vezave na relativno nelikvidno premoženje (čemur se bomo po tem predlogu izognili⁶⁷) je trenutna ureditev preverjanja doseganja donosnosti na relativno kratko obdobje, precej neprimerna in neoptimalna.

⁶⁷ Na to bosta vplivala predvsem dva dejavnika: prvi bo izbor le najbolj likvidnih obveznic iz segmenta TUVL Ljubljanske borze in zakladnih menic, drugi pa vezava 55 odstotkov kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti na največje in najbolj likvidne obveznice držav EMU.

Kljub temu, da bo likvidnost kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti in premoženj pokojninskih skladov bistveno izboljšana, je trenutna pogostost preverjanja doseganja zajamčene donosnosti še vedno prevelika. Predlagamo, da se v prihodnje doseganje zajamčene donosnosti (z vidika implikacij na kapital – torej na oblikovanje rezervacij) preverja četrtno, in sicer za preteklo dve- do triletno obdobje, izvajalci pokojninskih načrtov pa so zavezani, da v primeru ko v preteklem četrtnem obdobju od zajamčene donosnosti odstopajo navzdol za več kot 2,5 odstotka⁶⁸ (merjeno od vrednosti zajamčene donosnosti), ATPV pojasniti, kaj so vzroki za odstopanje. V primeru, da izvajalec pokojninskega načrta v preteklih dveh letih ne doseže zajamčene donosnosti, za razliko med vrednostjo zajamčene donosnosti in vrednosti premoženja v pokojninskem načrtu (pokojninskem skladu), oblikuje rezervacija na kapitalu.

Za vmesna obdobja (torej četrtno oz. za obdobja krajša od dveh let) lahko ATPV predpiše posamične ukrepe (ki so v skrajni sili lahko vezani tudi na oblikovanje rezervacij, običajno pa naj bi bili vezani na povečanje učinkovitosti upravljanja premoženja (kadrovski ukrepi, ukrepi prenosa, in podobni, ki so tudi sicer v pristojnosti ATPV po *Zakonu o trgu vrednostnih papirjev* oz. *Zakonu o trgih finančnih instrumentov* in *Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*).

Preverjanje doseganja zajamčene donosnosti naj temelji na primerjavi gibanja VEP pokojninskega sklada in gibanja kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti v obdobju preverjanja (brez morebitnega upoštevanja višjih donosnosti v preteklih obdobjih). Na tak način bodo izvajalci pod neprestanim pritiskom zagotavljanja ustrezne donosnosti, ne glede na morebitne “rezerve”, ustvarjene v preteklosti. Ustvarjene rezervacije za nedoseganje zajamčene donosnosti lahko izvajalci sproščajo (izničujejo) iz kapitala že v naslednjem obdobju preverjanja (torej četrtno), in sicer na način, da je stanje oblikovanih rezervacij vedno enako (morebitni) razliki med vrednostjo kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti za obdobje od vzpostavitve pokojninskega načrta in donosnosti pokojninskega načrta (ravno tako od ustanovitve, torej

⁶⁸ Kar na letni ravni predstavlja nekaj več kot 10-odstotno odstopanje.

kumulativna donosnost pokojninskega načrta). Šlo naj bi torej za simetričen sistem oblikovanja in izničevanja rezervacij.

9. POVZETEK UGOTOVITEV

Pokojninski sistem je eden ključnih sistemov vsake države, saj je od njegovih lastnosti, ki izhajajo iz institucionalne ureditve, odvisna blaginja ljudi v zrelih letih življenja. Pokojninska ureditev ima zelo velik učinek na javne finance, stabilnost in vzdržnost fiskalne politike. V zadnjem času, ko smo povsod v razvitem svetu, pa tudi v državah v razvoju oziroma tranziciji, priča zaostrenim demografskim gibanjem in progresivnemu staranju prebivalstva, se priporočila različnih (mednarodnih) institucij osredotočajo ravno na pokojninski sistem.

Slovenija je glede trenutnih in projiciranih demografskih gibanj v veliki meri izpostavljena problemu fiskalne nevzdržnosti. Nanjo opozarja tudi konvergenčno poročilo Evropske komisije iz letošnjega leta, ki razkriva, da se Slovenija sooča z visokim tveganjem dolgoročne nevzdržnosti javnih financ iz naslova izdatkov za starejše prebivalce. Tako je nujno, da se prizadevanja za krepitev javnih financ usmerijo v primerno vzdržno zasnovo celotnega pokojninskega sistema. Pričujoča monografija je namenjena pregledu sistemov po razvitem svetu, kjer se s pokojninsko problematiko srečujejo že dlje časa in kjer razpolagajo z bogatimi preteklimi izkušnjami. V začetku je podano kratko izhodišče glede javnih pokojninskih sistemov, ki sicer niso primarna tematika. Ker ti sistemi predstavljajo osnovo za razumevanje dodatnega pokojninskega sistema (t.j. drugega stebra, ki predstavlja kolektivne oblike in tretjega, ki predstavlja individualne oblike), jih vsekakor ne smemo prezreti. Poudarek monografije pa je na dodatnem pokojninskem sistemu, ustreznosti in prihodnji zasnovi.

Dodatno pokojninsko zavarovanje je v Sloveniji zaživelo januarja 2000, ko je stopil v veljavo prenovljen Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1). Pokojninske načrte lahko izvajajo banke, zavarovalnice ter pokojninske družbe. Sistem temelji na modelu vnaprej

določenih vplačil, pri čemer je določena minimalna skupna vrednost sredstev sklada, ki je vezana na delež pretekle donosnosti izbranih državnih vrednostnih papirjev. Pokojninske družbe in zavarovalnice oblikujejo pokojninske načrte na način, ki jim omogoča izračunavanje odkupne vrednosti na podlagi sorazmernega deleža zavarovanca v donosu kritnega sklada, ki je opredeljen v *Zakonu o zavarovalništvu* (ZZavar), lahko pa oblikujejo vzajemni pokojninski sklad (kot banke). Vsi izvajalci prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja so ob koncu tretjega četrtletja 2005 upravljali s 166 milijardami tolarjev sredstev. Kljub temu dodatni pokojninski sistem predstavlja komaj približno 1,5 odstotka celotnega slovenskega finančnega sistema oziroma 2,2 odstotka BDP, kar je bistveno manj kot v državah EMU kjer sedanji delež znaša 89 odstotkov BDP.

Problematiko slovenskega dodatnega pokojninskega sistema, ki dosledno ne ločuje med kolektivnim in individualnim delom, bi lahko opredelili z zelo konzervativno naložbeno politiko, ki temelji na ureditvi zajamčene donosnosti, kar ima za posledico nizke donosnosti in relativno stroškovno neučinkovitost. Čeprav je pokojninski produkt precej natančno definiran, so se v praksi pojavile različne oblike oziroma različni načini upravljanja, ki zmanjšujejo preglednost. Znotraj produkta ni jasne ločitve med obdobjem zbiranja sredstev (varčevanjem) in obdobjem črpanja pravic (zavarovanjem), kar povzroča zmedo. Nadzor na izvajanju dodatnega pokojninskega sistema izvaja več nadzornih organov, ki upoštevajo določila različnih predpisov.

Dodatni pokojninski sistem naj bi bil ob dejstvu, da so vanj vključeni nezadostno finančno izobraženi posamezniki, in to na prostovoljni bazi, ki si želijo nadomestiti izpad dohodka za stara leta, čim bolj enostaven in pregleden. Le-tak je namreč lahko zaupanja vreden in ima potencial rasti. Poudarek v monografiji je namenjen različnim vidikom dodatnega pokojninskega sistema in preverjanje morebitnega neenakega obravnavanja pravic članov. Pri tem so upoštevane zakonitosti področja v razvitih državah, usmeritve in različna priporočila dobrih praks. Glede na izsledke podajamo napotke za oblikovanje vzdržnega in stabilnega sistema za prihodnja desetletja.

9.1. Dodatni pokojninski sistemi po svetu

Po zbranih sredstvih v dodatnem (privatnem) pokojninskem sistemu, po državah obstajajo velike razlike. Absolutno največ jih je v raznih oblikah pokojninskih načrtov zbranih v ZDA (6,700 milijard USD), vendar se ZDA glede na zbrana sredstva na prebivalca (ne člana pokojninskega sistema) v svetovnem merilu z 22 tisoč USD uvrščajo na tretje mesto. Prvo mesto pripada Švici z 39 tisoč EUR na prebivalca, drugo pa Nizozemski s 26 tisoč EUR na prebivalca. Predvsem je opaziti, da nove članice EU, čeprav se večinoma zavedajo problematike drugega in tretjega stebra pokojninskega sistema, le-teh praktično nimajo ali pa ta zagotavljata bistveno premajhno nadomeščanje izpada dohodka iz naslova prvega stebra.

Kolektivni pokojninski načrti v okviru dodatnega pokojninskega sistema so po svetu, kljub ogromnim težavam, s katerimi se po letu 2000 soočajo, še vedno večinoma organizirani po načelu vnaprej določenih pravic. Takšnih načrtov je v okviru drugega stebra pokojninskega sistema EU nekaj manj kot 75 odstotkov. Delodajalci zaradi velikih deficitov zapirajo tovrstne načrte za nove člane, ter spodbujajo delojemalce, da se vključijo v načrte z vnaprej določenimi vplačili. Prednosti sistema z vnaprej določenimi vplačili se kažejo v možnosti svobodne izbire glede razporeditve sredstev in razumnejši porazdelitvi tveganj. Ključnega pomena pri tovrstnih pokojninskih načrtih sta tudi enostavnost in razumljivost. S tega vidika je v Sloveniji temeljna zasnova dodatnega pokojninskega sistema po modelu pokojninskih načrtov z vnaprej določenimi vplačili ustrezna.

9.2. Lastnosti zelene slovenske ureditve v prihodnje

Pokojninski načrti dodatnega pokojninskega sistema, ki so se pojavili na slovenskem trgu, v obdobju zbiranja sredstev temeljijo na načinu vnaprej določeni vplačil. Kljub zakonsko predvideni možnosti, da bi se članom zagotavljale tudi invalidske in družinske pokojnine, se le-te niso pojavile. Odsotnost slednjih v praksi pomeni, da imamo v obdobju zbiranja sredstev opravka s »čistim« varčevanjem brez prevzemanja biometričnih

tveganj s strani upravljavca. Zaradi problemov, ki so se pojavili v praksi kot posledica mešanja konceptov upravljanja značilnih za varčevanja in zavarovanja predlagamo, da je treba jasno ločiti varčevalni in zavarovalni del. V varčevalnem delu predlagamo, da se zaradi odsotnosti zavarovalnih tveganj pokojninski načrt v varčevalnem delu veže na Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje in tudi dopustiti družbam za upravljanje, da v omejenem obsegu izvajajo pokojninske načrte, to je tiste brez zjamčene donosnosti.

Področje dodatnega pokojninskega sistema je zaradi številnih posebnosti in potrebe po ponovnih opredelitvah nekaterih temeljnih sestavnih elementov, smiselno urediti v ločenem zakonu. To pomeni, da naj bi bila tematika, ki je trenutno zapisana v III. poglavju ZPIZ-1, obravnavana v ločenem zakonu, kjer bi opredelili vsa medsebojna razmerja, tipe izvajalcev, posamezne elemente in zahteve, ki dosledno upoštevajo direktivo o kolektivnih pokojninskih načrtih EU (Direktiva 2003/42/EC), vključitev in prenehanje, nadzor nad izvajalci (ne pa tudi nad finančnimi produkti, ki jih le-ti uporabljajo) in register. Takšna ureditev bi po našem mnenju, ob ustrezno podkrepljeni kampanji osveščanja vseh generacij in davčnim olajšavam prinesla želene učinke, saj bi bila pregledna, nediskriminatorna, učinkovita in konkurenčna. (tudi zaradi izločitve morebitnih težav pri usklajevanju s socialnimi partnerji pri spreminjanju obstoječih predpisov).

Posamezni segmenti, kjer bi bilo smiselno uvesti (bolj ali manj korenite) spremembe, so:

- *preimenovanje zakona v Zakon o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju (ZDPVZ)*, ki omogoča bolj jasno pojmovanje pokojninskega sistema, in smiselno ločuje obdobje varčevanja (zbiranja sredstev) in zavarovanja (črpanja pravic);
- *ukinitev zjamčene donosnosti* oziroma jo omogočiti na prostovoljni bazi tistim članom, ki to želijo, saj za večino članov/varčevalcev obstoječe, pretirano konzervativne naložbene politike niso primerne, ker jim povzročajo oportunitetno izgubo – ta usmeritev je zapisana v ukrepu 65 Okvira gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Sloveniji;
- *ločitev na kolektivne in individualne pokojninske načrte*, ki omogoča ločeno priznavanje davčne olajšave za podjetja in posameznike oz.

posameznike ščiti pred izrivanjem davčne olajšave – ta usmeritev je zapisana v ukrepu 64 Okvira gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Sloveniji;

- *razširitev pravice do varčevanja v sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja* – do vključitve v dodatno pokojninsko varčevanje naj bi skladno s pričakovano povečano prilagodljivost trga delovne sile imeli vse osebe, ki imajo središče osebnih in ekonomskih interesov v Sloveniji oz. vsi davkoplačevalci;
- *pravne oblike izvajalcev in finančnih produktov ter nadzor nad njimi*, ki sledijo iz pričujoče monografije – različni izvajalci pokojninskih načrtov niso sporni – nasprotno, so celo zaželeni (zavarovalnice, banke, pokojninske družbe), vendar izenačenost pravic terja poenotenje finančnega produkta, ki je najprimernejši za pokojninsko varčevanje v Sloveniji – najbolj smiselna je vezava na prenavljajoči se *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*, ki v slovensko zakonodajo uvaja institut krovnih skladov, ki združujejo sklade, npr. z različnimi naložbenimi politikami, kar je primerno za varčevalce v pokojninskem sistemu, saj si lahko s prehodi med pokojninskimi načrti/skladi, uvrščenimi pod isti krovni sklad, izbirajo naložbeno politiko glede na stopnjo nenaklonjenosti tveganju (ki s starostjo narašča). Predlagamo tudi, da naj bo pokojninsko varčevanje dodatno prilagodljivo, kar bi lahko dosegli z dopuščanjem upravljanja pokojninskih premoženj posameznikov – torej bi izvajalcem pokojninskega varčevanja razširili dejavnost z individualnim pristopom k upravljanju, hkrati pa zagotovili, da so upoštevani sodobni prijemi individualnega upravljanja premoženja. Z vidika nove ureditve, ko so pokojninski skladi urejeni na enak način kot vzajemni skladi in vsebujejo le elemente finančnega, ne pa tudi zavarovalnega tveganja (razen v delu ko gre za invalidsko ali družinsko zavarovanje), bi bilo ustrezno, da bi pokojninske vzajemne sklade v omejenem obsegu (brez zjamčene donosnosti) smele oblikovati tudi družbe za upravljanje;
- *naložbena politika*, ki bi morala, v skladu s (prostovoljno) odpravo zjamčene donosnosti, postati bolj liberalna in dopuščati svobodo razvrščanja naložbenih razredov (torej delnic, obveznic, instrumentov denarnega trga, produktov, vezanih na nepremičnine, idr.), po drugi strani pa biti pogojevana z konsistentnim aktivnim pristopom obvladovanja vseh relevantnih vrst tveganja;

- *dosledna uvedba instituta skrbnika*, ki mora postati brezpogojni standard;
- *možnost prenosa (dela) aktivnosti (outsourcing)* ne glede na obliko pokojninskega produkta in izvajalca;
- *višina davčnih olajšav* – le-te morajo biti dovoljene v višini, da omogočajo varčevalcem v dodatnem pokojninskem sistemu, ob predpostavkah, narejenih na podlagi zgodovinskih podatkov in razumnih aktuarskih pričakovanj glede izračuna rent, doseganje zadostne blaginje, ki je opredeljena glede na pokritost povprečne plače v Republiki Sloveniji ne pa glede na trenutno višino plače posameznika. V monografiji predstavljamo simulacijo učinkov za univerzalno davčno olajšavo posameznika, ki znašala 1.200.000 tolarjev (5.000 EUR) ali ustrezen delež;
- *urejenost področja stroškov upravljanja sredstev pokojninskih skladov* – višine stroškov z zgornjo mejo dovoljenih stroškov, ki jih izvajalec lahko izračunava varčevalcem, v konkurenčnem okolju ni smiselno določevati, saj za to poskrbi konkurenčni boj med izvajalci. Področja, ki spodbujajo, da do le-tega pride so boljša informiranost, večja prenosljivost (vključno z nižjimi stroški prenosa med pokojninskimi načrti različnih izvajalcev), in razkrivanje uspešnosti poslovanja. Pri razkrivanju stroškov je ključnega pomena, da se prikazujejo vsi stroški, tudi tisti, ki jih izvajalec plača za prenos dela aktivnosti (npr. upravljanje premoženja) na podizvajalce;
- *urejenost stroškov prenosa med pokojninskimi načrti* – zagotoviti je potrebno zgornji dopusten znesek za prenos sredstev od enega na drugega izvajalca pokojninskega varčevanja, in sicer v takšni višini, ki pokriva administrativne stroške prenosa, ne pomeni pa kazni za predčasno prekinitev, če so le sredstva prenesena na drugega izvajalca;
- *razkrivanje bruto in neto donosnosti* – za potrebe celotnega poročanja o uspešnosti upravljanja s sredstvi naj bi izvajalci navajali tako bruto kot neto donosnosti, kakor tudi strukturo vseh nastalih stroškov;
- *oblike rent, ki so davčno priznane za prenos privarčevanih sredstev oz. oblike, ki niso dovoljene* – predlagamo možnost proste izbire posameznikov glede vrste rente, z davčno destimulacijo ob takojšnjem črpanju;

- *informiranost ob sprejemu zakona* – menimo, da je ključnega pomena, da se organizira kampanja osveščanja prebivalstva o nujnosti dodatnega pokojninskega varčevanja.
- *enoten model glede uporabe predpostavk* – z namenom, da ne prihaja do zavajanja javnosti z uporabo nerealnih predpostavk o donosnosti naložbenih politik, minister, pristojen za finance predpiše način oblikovanja predpostavk o pričakovani donosnosti privarčevanih sredstev za vse namene obveščanja;
- *vzpostavitev registra pokojninskih načrtov, zavarovancev, vplačevalcev*, ki mora poleg ločenega prikaza po pokojninskih načrtih vsebovati tudi podatke o višini v tekočem letu vplačanih premij podatke o višini privarčevanih in prigrisposodarjenih sredstev ter zagotavljati sledljivost prenosov sredstev znotraj celotnega dodatnega pokojninskega sistema;
- *odprava nezmožnosti vključenosti za samostojne podjetnike in družbenike z določenim deležem* – na podlagi diskusij po svetu in proučitve vidikov glede pravic, ki naj bi jih v dodatnem pokojninskem sistemu imeli samostojni podjetniki in družbeniki z določenimi deleži, avtorji monografije menimo, da diskriminacija teh dveh skupin prebivalstva ni smiselna, saj si morajo podobno kot drugi zagotoviti varno prihodnost;
- *prag za vključitev delojemalcev* – menimo, da trenutni prag 51 odstotkov vključenih delojemalcev posameznega delodajalca, ni smiseln;
- *prenos (prilagoditev) obstoječih pokojninskih načrtov* – za obstoječe načrte predlagamo prehodno obdobje, v katerem jih morajo izvajalci prilagoditi novi ureditvi, pri čemer svetujemo, da prenosi v nove pokojninske načrte niso avtomatični v pokojninske načrte, ekvivalentne obstoječim (z zajamčeno donosnostjo), ampak se ob prenosu vsem članom posameznega pokojninskega načrta pošlje standardizirano obrazložitev smiselnosti prenosa in informacije o posameznih naložbenih politikah in njenih načelih ter ostalih lastnostih pokojninskih načrtov pri obstoječem izvajalcu, ki je usklajena z enotnim modelom glede uporabe predpostavk; *in*
- *dosledna uporaba terminov*, ki nedvoumno opredelijo posamezne pojme, saj je v preteklosti tudi zaradi neprimerne rabe besed prihajalo do zmede, nesporazumov in napačnega tolmačenja.

Zakonodajno rešitev v dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju je po našem prepričanju potrebno iskati v razmejitev vsebinsko povezanih sklopov in vezavi na že obstoječe in urejene sistemske zakone. Tako je pokojninsko varčevanje vezano na vzajemne pokojninske sklade in krovne vzajemne pokojninske sklade, ki jih na novo uvaja prenavljajoči se *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*. Monografija torej vsebuje razmejitev vsebin med dvema temeljnima zakonoma, ki naj bi urejala prihodnje dodatno pokojninsko varčevanje in zavarovanje – *Zakon o dodatnem pokojninskem varčevanju in zavarovanju* in *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*. Poleg omenjenih dveh zakonov pa vsebuje tudi predlagane vezave na dva druga zakona, in sicer *Zakon o bančništvu* in *Zakon o trgu finančnih instrumentov*. Vezava na slednja je potrebna zaradi uvajanja prilagodljivih in stimulativnih oblik dodatnega pokojninskega varčevanja. Predlagamo namreč, da bi se posameznikom omogočilo dolgoročno, davčno spodbujeno pokojninsko varčevanje tudi prek individualnih pokojninskih računov – t.i. IPRA-ov, ki bi jih lahko odprli oziroma odpirali pri bankah, borznoposredniških družbah in družbah za upravljanje. Posameznik bi namreč lahko sam prilagodljivo »upravljaj« svoje premoženje, npr. z depoziti pri bankah, neposrednim nakupom domačih ali tujih delnic, obveznic in drugih vrednostnih papirjev in vzajemnih skladov, za kar bi bil upravičen do davčne olajšave pri vplačilu sredstev in kapitalskih dobičkah in tekočih dohodkih (ekvivalentno kot pri varčevanju v pokojninskih skladih).

V sklopu dodatnega pokojninskega sistema pa je (predvsem zaradi socialnih vidikov) ureditev zajamčene donosnosti. Kljub temu, da bodo v skladu z *Okvirom gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Sloveniji* in priporočili, uvedeni pokojninski načrti brez zajamčene donosnosti, uporabljali zgolj za pokojninske načrte z zajamčeno donosnostjo. Sistem, ki ga avtorji predlagamo, temelji na izsledkih sodobne finančne teorije in odpravlja trenutne nekonsistentnosti ter prinaša spodbudo za učinkovitejše upravljanje premoženja. Izvajalci pokojninskih načrtov naj bi namreč v prihodnosti bili zavezani k doseganju bruto donosnosti na ravni 95 odstotkov kriterijskega indeksa (benchmarka), ki naj bi bil sestavljen iz:

- 15 odstotkov novo oblikovanega indeksa donosnosti zakladnih menic Republike Slovenije,

- 30 odstotkov novo oblikovanega indeksa celotne donosnosti obveznic Republike Slovenije s povprečnim popravljenim trajanjem (*modified duration*) med dvema (2) in petimi (5) leti, ki naj bi ga izračunavalo Ministrstvo za finance,
- 45 odstotkov indeksa državnih obveznic držav EMU EMTX 1-3 yrs s povprečnim popravljenim trajanjem med enim (1) in tremi (3) leti, ki ga dnevno brezplačno objavlja priznано podjetje MTSNext (joint venture MTS S.P.A. in Euronext), in
- 10 odstotkov indeksa državnih obveznic držav EMU, ki so vezane na rast cen življenjskih potrebščin (*inflation-linked sovereign bonds*) EMTXi 1-10 yrs s povprečnim popravljenim trajanjem do deset (10) let.

V prvem in drugem letu predlagamo, da delež donosnosti pokojninskega sklada znaša manj kot 95 odstotkov prilagojenega kriterijskega indeksa – v prvem 90 odstotkov in v drugem 92,5 odstotkov. Delež naj se sproti povečuje in namere o povečevanju naj se vnaprej ne objavi. Tako se namreč pridobi prostor za dodatno signaliziranje za doseganje še večje učinkovitosti upravljanja premoženja pokojninskih skladov, po drugi strani pa omogoča fino nastavitve z upoštevanja objektivnih in subjektivnih zmožnosti doseganje takšne donosnosti. 100 odstotkov menimo, da od upravljavcev ni primerno zahtevati, saj je potrebno nekaj prostora pustiti za transakcijske stroške prestrukturiranja (uskladitve naložb, tudi zaradi spremembe obveznosti v posameznih indeksih, ki sestavljajo prilagojeni kriterijski indeks), ki bremenijo pokojninski sklad.

Zakladne menice so v prilagojenem kriterijskem indeksu upoštevane zaradi likvidnostnih razlogov, vezane pa so zgolj na domače zakladne menice. Trenutno struktura in globina domačega trga namreč omogočata absorpcijo sredstev pokojninskih skladov, ki bodo ponujali pokojninske načrte z zajamčeno donosnostjo, četudi bi le-ti sprva še predstavljali relativno velik delež sredstev v upravljanju v pokojninskih skladih. Kriterijski indeks zajamčene donosnosti je logično sestavljen iz državnih vrednostnih papirjev, ki pa so razdeljeni na domače dolžniške vrednostne papirje držav članic Evropske monetarne unije, saj so le tovrstni vrednostni papirji smatrani kot netvegani (z vidika kreditnega tveganja). Z vidika razpršitve premoženja omejitev na države EMU sicer predstavlja nekoliko neoptimelen izbor, vendar se po drugi strani na ta način

izognemo valutnemu tveganju, ki pa je lahko, ekonomsko gledano, bistveno večja grožnja, kot pa korist zaradi ugodnih učinkov razpršitve. V primeru, da bi prilagojeni kriterijski indeks vseboval tudi vrednostne papirje, denominirane v tujih valutah, bi izvajalci pokojninskih načrtov oziroma upravljavci premoženj pokojninskih skladov morali skrbeti za valutno zaščito (*currency hedging*), kar pa menimo, da bi ob trenutnem preskoku v smeri strokovnosti in učinkovitosti za domače izvajalce oz. upravljavce predstavljalo precejšen dodatni napor. Po drugi strani prostor EMU nudi dovolj velik finančni trg, ki je dosegljiv brez povečevanja valutne izpostavljenosti. Obveznice vezane na rast cen življenjskih potrebščin pa so dodane predvsem z namenom zaščite pred izgubo kupne moči. Eden najmočnejših argumentov proti varčevanju pretežno v obveznicah je namreč izguba kupne moči v času nepričakovanega povečanja inflacije. Obveznice v nepričakovanih inflatornih obdobjih izkažejo za izredno slabe naložbe, bistveno slabše kot delnice, ki so vezane na realna sredstva in katerih denarni tokovi so vezani na trenutne inflacijsko povečane cene. Obveznice, vezane na indeks cen življenjskih potrebščin blažijo tovrstne negativne učinke na premoženja oz. zajamčeno donosnost, sicer pa so ravno zaradi te lastnosti (z njimi je povezano nižje tveganje) nekoliko manj donosne.

Avtorji po preteku dobrih treh let od zaključka raziskave ugotavljamo, da je Slovenija na isti točki, kot je bila za časa našega raziskovanja leta 2006. Definitivno smo izgubili dragocen čas, katerega bi lahko izkoristili za dolgoročno varčevanje, pri tem pa ne reševali samo problematiko financiranja pokojnin, temveč tudi pomagali razvijati domači finančni sistem, katerega razvitost je predpogoj za stabilno gospodarsko rast in blaginjo državljanov. Bojimo se, da se bo zaradi nepripravljenosti interesnih skupin in lobijev, podoben scenarij zgodil še večkrat, medtem pa se bodo razmere na področju pokojnin poslabšale dramatično.

LITERATURA IN VIRI

1. *A Blueprint for the Future of Italian Pensions has been created and the country is Readyng Itself for a Wide-Ranging Reform in 2008, primarily focusing on HArmonising the Supplementary Pensions Landscape.* European Pensions & Investment, 17.7.2006.
2. *A way out of mess: Reforming Pensions.* The Economist, 25.5.2006.
3. Algira, Bob: *To freeze or Not to Freeze: Observations on the US Pension Landscape.* Mercer Human Resource Consulting, 17.7.2006.
4. Allen, Steven: *Financial Risk Management: A Practicioner's Guide to Managing Market and Credit Risk.* Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2003.
5. Augusztinovits, Maria: *Issues in Pension System Design.* International Social Security Review 55, no. 1, 2002.
6. Bailey, V. Jeffrey: *Investment Policy: The Missing Link.* v: Fabozzi, J. Frank: *Pension Fund Investment Management.* New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1997, str. 17-30.
7. Battocchio, Paolo, Menoncin Francesco, Scaillet, Olivier: *Optimal Asset Allocation for Pension Funds Under Mortality Risk During the Accumulation and Decumulation Phases.* FAME Research Paper No. 66, januar 2003.
8. Benaben, Brice (ur.): *Inflation-Linked Products. A Guide for Investors and Asset&Liability Managers.* London: RiskBooks in ABN.AMRO, 2005.
9. Bešter, Helena: *Pokojninski skladi na razpotju.* Ljubljana: Bančni vestnik, št. 3/2004, 2004.
10. Bilten javnih financ. Republika Slovenija, Ministrstvo za finance. Letnik VIII, Št. 7-8, julij-avgust 2006.
11. Black, Keneth (jr.), Skipper, D. Harold (jr.): *Life & Health Insurance.* Thirteenth edition, Upper Saddle River: Prentice Hall, 2000.

12. Blake, David, Lehmann, N. Bruce, Timmermann, Allan. *Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance*. Journal of Business, 72, 4, 1999.
13. Bodie, Zvi, Hammond, P. Brett, Mitchell, S. Olivia: *Analysing and Managing Retirement Risks*. v: Mitchell, S. Olivia, Bodie, Zvi, Brett, P. Hammond in Zeldes, Stephen: *Innovations in Retirement Financing*. Pension Research Council, The Wharton School of the University of Pennsylvania. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2002.
14. Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus, J. Alan: *Investments*. Sixth Edition, Boston, ...: McGraw-Hill/ Irwin
15. Bodie, Zvi: *Life-Cycle Finance in Theory and in Practice*. Boston University School of Management Working Paper # 2002-02, 2002.
16. Bodie, Zvi: *On the Time Dimension of Investing*. Boston University School of Management Working Paper # 2005-28, 2005.
17. Bodie, Zvi: *Retirement Investing: A New Approach*. Boston University School of Management Working Paper # 2001-03, 2001.
18. Boncelj, Jože. *Zavarovalna ekonomika*. Maribor: Založba obzorja, 1983.
19. Bond Basics: Global Bond Market Growth Expands Opportunities. PIMCO, [<http://www.pimco.com/LeftNav/Bond+Basics/2004/Global+Bond+Basics.htm>] 2004.
20. Booth, P., Chadburn, R., Haberman, S., James, D., Khorasanee, Z., Plumb, R.H., Rickayzen, B.: *Modern Actuarial Theory and Practice. Second Edition*. Florida, 2005.
21. Brinson, G.P., Hood, L.R, Beebower, G.L.: *Determinants of Portfolio Performance*. Financial Analyst Journal, 1986.
22. Brown, R. Jeffrey, Weisbenner, Scott: *Individual Account Investment Options and Portfolio Choice: Behavioral Lessons from 401(k) Plans*. Trans-atlantic Public Economics Seminar, maj2006.
23. Campbell, S. Tim, Kracaw, A. William: *Financial Risk Management: Fixed Income and Foreign Exchange*. Harper Collins College Publishers, 1993.

24. Chetcuti, Jean-Philippe: *EU Pension Regulation: Liberalisation of Pension Investment*. Interlawyer, dostopno na: <http://www.inter-lawyer.com/lex-e-scripta/articles/eu-pensions-regulation.htm>
25. Chris Daykin, Chris: *Global Pension Trends - An Actuarial Perspective*. International Pension Seminar, Taipei. 30-31 May 2005.
26. Chris Dykin: *Global Pension Trends: An Actuarial Perspective Privately Managed Old Age Pension Schemes: Theory and Reality*, Taipei . maj 2005.
27. *Classification of Funded Pension Schemes and Impact on Government Finance. Methods and Nomenclatures*, Theme 2: Economy and Finance, edition 2004, European Commission, Eurostat, Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg, 2004.
28. *Commission Regulation (EC) No. 2236/2004 of 29 December 2004 amending Regulation (EC) No. 1725/2003 adopting certain international accounting standards in accordance with regulation (EC) No. 1606/2002 of the European Parliament and of the Council as regards International Financial Reporting Standards (IFRSs) Nos. 1, 3 to 5, International Accounting Standards (IASs) Nos. 1, 10, 12, 14, 16 to 19, 22, 27, 28, 31 to 41 and the interpretations by the Standard Interpretations Committee (SIC) Nos. 9, 22, 28 and 32.*
29. Coval, J., Moskowitz, T.: *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*. Journal of Finance 54, 2045-73 1999.
30. Cuthbertson, Keith, Nitzsche, Dirk: *Financial Engineering: Derivatives and Risk Management*. Chicester: John Wiley & Sons, Inc., 2001.
31. Dalio, T. Raymond in Bernstein, S. Daniel: *The Benefits of Global Inflation-Indexed Bonds*. v: Benaben Brice (ur.): *Inflation-Linked Products: A Guide for Investors and Asset-Liability Managers*. London, RiskBooks, 2005, str. 47-64.
32. Davis, E. Philip: *Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies: Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds*. Book 2, Part 1:3)a. Pariz: OECD, 2001.

33. Davis, Philip: *Issues in Regulation of Annuities Market*. Discussion Paper P-0213, The Pensions Institute, Birkbeck College, University of London, London, 2003.
34. Davis, Philip: *Policy and Implementation Issues in Reforming Pension Systems*. London: EBRD, Working paper 31, 1998.
35. *Defined Benefit and Contribution Pension Plans*. [http://retireplan.about.com/cs/retirement/a/aa_defined_a5.htm/], dostopno, 7.8.2006.
36. *Demographic Projections, Number of people aged 65 years and over as a percentage of people aged 15-64 years old*. Eurostat, 2003.
37. Dickinson, Garry: *Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies: Principles for Investment Regulation of Pension Funds and Life Insurance Companies*. Pariz: OECD, 2001.
38. Dimson, Elroy, Marsh, Paul, Staunton, Mike: *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*. Princeton: Princeton University Press, 2002.
39. *Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002 concerning Life Insurance*. L 345/1, 19.12.2002.
40. *Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision*. Official Journal of the European Union L235/10, 23.9.2003.
41. *Directive 2003/41/EC on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision: A legal Commentary* by Simon Arnot. European Federation for Retirement Provision, Steptoe & Johnson, LLP, 2004.
42. *Direktiva Sveta 2001/23/ES z dne 12. marca 2001 o približevanju zakonodaje držav članic v zvezi z ohranjanjem pravic delavcev v primeru prenosa podjetij, obratov ali delov podjetij ali obratov*, L 82/16, 22.3.2001.
43. *Direktiva Sveta 98/49/ES z dne 29. junija 1998 o zaščiti pravic iz dodatnega pokojninskega zavarovanja zaposlenih in samozaposlenih oseb, ki se gibljejo v Skupnosti*. L 209, 15. 7. 1998.

44. *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001*. Public Law 107-16, 7.6.2001.
45. *Economic Policy Committee: Reform Challenges Facing Public Pension System: The Impact of Certain Parametric Reforms on Pension Expenditure*. EPC/ECFIN/237/02 – final, European Commission, Brussels, 2002.
46. *EFAMA Fact Book 2005: Trends in European Investment Funds*. 3rd edition, 2006.
47. Epstein, J. Berry, Mirza, Ali Abbas: *IFRS 2005: Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards*. John Wiley & Sons, Inc., 2005.
48. EuroMTS Indices. 1-3 year Q1 2006 Index factsheet. [http://www.euromtsindex.com/index_new/content/information/literature_fact_emtx.php] dostopno 1.10.2006.
49. EuroMTS Indices. 3-5 year Q1 2006 Index factsheet. [http://www.euromtsindex.com/index_new/content/information/literature_fact_emtx.php] dostopno 1.10.2006.
50. EuroMTS Indices. Inflation Linked Q1 2006 Index Fact Sheet. [http://www.euromtsindex.com/index_new/content/information/literature_fact_emtxi.php], dostopno 1.10.2006.
51. *European Pension Reform and Private Pensions: An Analysis of the EU's Six Largest Countries*. Association of British Ensurers, maj 2004.
52. Fabozzi, J. Frank: *The Handbook of Fixed Income Securities*. Sixth edition, New York, ...: McGraw-Hill, 2001.
53. Feldstein, Martin: *Introduction: An American Perspective*. v: Feldstein, Martin in Horst Siebert (ur.): *Social Security Pension Reform in Europe*. NBER, London, Chicago: The University of Chicago Press, 2002.
54. *Financial Market Trends. Ageing and Pension System Reform. Implications for Financial Markets and Economic Policies*. Volume 2005, Supplement 1, Pariz: OECD.
55. *Finančni trgi*. Ljubljana: Banka Slovenije, januar 2006.
56. FTSE GLoal Bond Index Series. FTSE – The Index Company, 2005.
57. Gern, Klaus-Jurgen: *Recent Developments in Old Age Pension Systems: An International Overview*. v: Feldstein, Martin in Horst

- Siebert (ur.): Social Security Pension Reform in Europe. NBER, London, Chicago: The University of Chicago Press, 2002.
58. Global Capital Market Update: Third Quarter 2005 Results for Defined Benefir Pension Plans in Selected Countries. Towers Perrin HR Services, 2005.
 59. Global Inflation-Linked Index. Lehman Brothers, 2006.
 60. *Global Pension Statistics Project: Data Update*. OECD, 2005.
 61. Gollier, Christian: *Optimal Portfolio Management for Individual Pension Plans*. CESIFO Working Paper No. 1394, februar 2005.
 62. *Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds – COM(2005)314. EFRP Response*. European Federation for Retirement Provision, 2005.
 63. Ground Rules for the Management of the FTSE Global Bond Index Series. FTSE – The Index Company. Version 1.5, 2006.
 64. Gruber, Jonathan in Wise, A. David: *Different Approaches to Pension Reform from an Economic Point of View*. v: Feldstein, Martin in Horst Siebert (ur.): Social Security Pension Reform in Europe. NBER, London, Chicago: The University of Chicago Press, 2002.
 65. *Guarantees: Counting the Cost of Guaranteeing Defined Contribution Pensions*. World Bank Pension Reform Primer, 2001.
 66. *Harmonized Indices of Consumer Prices (HICPs). A Short Guide for Users*. Methods and Nomenclatures, 2004.
 67. Harrington, E. Scott, Niehaus, R. Gregory: *Risk Management and Insurance*. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 1999.
 68. Harrison, Debbie, Byrne Alistair, Blake, David: *Annuities and Accessibility: How the Industry Can Empower Consumers to Make Rational Choices*. The Pensions Institute, Cass Business School, London, 2006.
 69. Hinz, Richard: *Regulation of Pension Funds*. The World Bank, Washington D.C.
 70. Holzmann, Robert: *Toward a Reformed and Coordinated Pension System in Europe: Rationale and Potential Structure*. Social Protection Discussion Paper Series. Washington D.C.: The World Bank, 2004.
 71. Horneff, J. Wolfram, Maurer, Raimond, Mitchell, S. Olivia, Dus, Ivica: *Optimizing the Retirement Portfolio: Asset Allocation*,

- Annuity, and Risk Aversion*. Pension Research Council Working Paper, PRC WP 2006-10, 2006.
72. Howard, E. Winklevoss: *Pension Mathematics with Numerical Illustrations*. Second Edition, Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1993.
 73. Ignjatović, M.: *Družbene posledice povečanja trga delovne sile*. Doktorska disertacija, Ljubljana: Univerza v Ljubljani, Fakulteta za družbene vede, 2002.
 74. *Implementing an Integrated Package of Pension Reforms: The Final Report of the Pensions Commission*. London: Pensions Commission, 2006.
 75. Jarvis, Stuart in James, Alan: *Quantifying and Hedging Inflation Risk for Pension Funds*. v: Benaben Brice (ur.): *Inflation-Linked Products: A Guide for Investors and Asset-Liability Managers*. London, RiskBooks, 2005, str. 267-286.
 76. Jarvis, Stuart in James, Alan: *Quantifying and Hedging Inflation Risk for Pension Funds*. v: Benaben Brice (ur.): *Inflation-Linked Products: A Guide for Investors and Asset-Liability Managers*. London, RiskBooks, 2005, str. 267-286.
 77. Jensen, Bjarne Astrup, Sorensen Carsten: *Paying for Minimum Interest Rate Guarantees: Who Should Compensate Who?* Copenhagen Business School, Department of Finance, Working paper. 2001.
 78. *Joint Committee on Taxation, Technical Explanation of H.R. 4, the "Pension Protection Act of 2006," as Passed by the House on July 28, 2006, and as Considered by the Senate on August 3, 2006* (JCX-38-06), August, 2006.
 79. *Joint Report on Social Protection and Social Inclusion 2006. Synthesis Report on Adequate and Sustainable Pensions*. Commission of the European Communities, SEC(2006) 304, 2006.
 80. Jorion Philippe: *Financial Risk Manager Handbook*. GARP. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2005.
 81. Joustin, Alain, Pestieau, Pierre: *Labor Mobility, Redistributions, and Pension Reform in Europe*. v: Feldstein, Martin in Horst Siebert (ur.): *Social Security Pension Reform in Europe*. NBER, London, Chicago: The University of Chicago Press, 2002.

82. Kominek, Zbigniew: *Regulatory Induced Herding? Evidence from Polish Pension Funds*. European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper no. 96, 2006.
83. Kremers, J.M. Jeroen: *Pension Reform: Issues in the Netherlands*. v: Feldstein, Martin in Horst Siebert (ur.): *Social Security Pension Reform in Europe*. NBER, London, Chicago: The University of Chicago Press, 2002.
84. *Kriteriji za izbor uradnih vzdrževalcev likvidnosti*. Ministrstvo za finance RS, 403-01-3/2003/231, 10.8.2005.
85. *Law on Organization and Operation of Pension Funds*. 28.8.1997.
86. Leibowitz, L. Martin, Durham, J. Benson, Hammond, P. Brett in Heller, Michael: *Retirement Planning and the Asset/Salary Ratio*. v: Mitchell, S. Olivia, Bodie, Zvi, Brett, P. Hammond in Zeldes, Stephen: *Innovations in Retirement Financing*. Pension Research Council, The Wharton School of the University of Pennsylvania. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2002.
87. *Main Conclusions of the Meeting on 22 October 2004 and 19 April 2005 on the Transposition of the IORP Directive*. European Commission, Internal Market and Services DG, MARKT/2520/05-EN.
88. Majcen, Boris, Nieuwkoop, van Renger, Verbič, Miroslav, Mueller, Andre, Stanovnik, Tine, Sambt, Jože, Čok, Mitja, Kuzmin, Franc: *Ekonomске posledice spreminjanja demografske strukture slovenskega prebivalstva*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja, 2005.
89. Majcen, Boris, Nieuwkoop, van Renger, Verbič, Miroslav, Mueller, Andre, Stanovnik, Tine, Sambt, Jože, Čok, Mitja, Kuzmin, Franc, Pavlič Damjan, Jože, Stropnik, Nada: *Ekonomске posledice spreminjanja demografske strukture slovenskega prebivalstva*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja, 2005.
90. McDermott, Brian: *Ireland Gallops Ahead*. The Lawyer.com, 25.8.2006, [<http://www.thelawyer.com/cgi-bin/item.cgi?id=120540>].
91. McKinney, Jenny in McKinney Patrick: *Retirement Planning: IRA Explained*, http://retireplan.about.com/od/rothandtraditionaliras/a/ira_facts.htm, dostopno 13.9.2006.

92. McKinney, Jenny, McKinney, Patrick: *Defined Benefit and Contribution Pension Plans: Differences along with Advantages and Disadvantages of Both*. 2006.
93. Menssen, J. Michael: *Illustration of an Investment Policy*. Appendix. v: Fabozzi, J. Frank: *Pension Fund Investment Management*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1997, str. 31-34.
94. Mesečne in polletne statistike Ljubljanske borze: Junij 2006 in prvo polletje 2006, Letnik XII, št. 6/06.
95. Milevski, Arye Moshe: *Optimal Asset Allocation Towards the End of the Life Cycle: To Annuitize or Not To Annuitize?*. Schulich School of Business, working paper, september 1996.
96. *Minimum Pension Guarantees: Introductory Report*. Seminar for Social Security Actuaries and Statisticians: Actuarial Aspects of Pension Reform, Moscow, 3-5 July 2002, International Social Security Association, 2002.
97. *Minimum Pension Guarantees: Introductory Report*. Seminar for Social Security Actuaries and Statisticians: Actuarial Aspects of Pension Reform, Moscow, 3-5 July 2002, International Social Security Association, 2002.
98. *Monthly Bulletin*, European Central Bank, August 2006.
99. *MSCI Launches Euro Credit Index and Sovereign Debt Indices*. Newswatch, Morgan Stanley Capital International, Volume 5, Number 9, 1998.
100. MSCI Sovereign Debt Indices Methodology, 2006, [<http://www.msci.com/income/sovdebt.htm>], dostopno 10.9.2006.
101. *OECD Guidelines for Pension Fund Governance: Recommendation of the Council*. Pariz: OECD, 28.4.2005.
102. *OECD Guidelines on Funding and Benefit Security*. Pariz: OECD, dokument o posvetovanju, odprt do 15.9. 2006.
103. *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management: Recommendations of the Council*. Pariz: OECD, 26.1.2006.
104. *OECD Recommendation on Core Principles of Occupational Pension Regulation*. Pariz: OECD, 21.7.2004.
105. *Okvir gospodarskih in socialnih reform za povečanje blaginje v Sloveniji*. Ljubljana: Republika Slovenija, Služba vlade Republike Slovenije za razvoj, 2006.

106. Olson, L. Russell: *The Independent Fiduciary: Investing for Pension Funds and Endowment Funds*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1999.
107. *Open Pension Funds in Poland 2004*. Warsaw Insurance and Pension Funds Supervisory Commission, 2005.
108. *Pension Facts: July 2006*. London: Pension Policy Institute, 2006.
109. *Pension Markets in Focus*, Newsletter, Issue 2, OECD, December 2005.
110. *Pension Protection Act Passes Congress*. The ERISA Industry Committee. Avgust 2006.
111. Pensions at a Glance: *Public Policies Across OECD Countries*. 2005 Edition.
112. *Pokojninnski načrt prostovoljnega dodatnega zavarovanja INDIVIDUALNI PN-PDPZ-MN-02/2001*. Moja naložba, 2001.
113. *Pokojninski načrt kolektivnega prostovoljnega dodatnega zavarovanja PNA-01*. Pokojninska družba A, 2005.
114. *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije, maj 2006.
115. *Poročilo o razvoju 2001*. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2001.
116. *Poročilo o razvoju 2006*. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2006.
117. *Portfolio Limits: Pension Investment Restrictions Compromise Fund Performance*. Washington: World Bank Pension Reform Premier, 2001.
118. *Povprečne mesečne plače in indeksi povprečnih mesečnih plač po dejavnostih, Slovenija, mesečno*. Statistični urad Republike Slovenije, dostopno na http://www.stat.si/pxweb/Database/Dem_soc/07_trg_dela/10_place/01_07010_place/01_07010_place.asp, 20.8.2006.
119. *Pravila borze* (prečiščeno besedilo). Ljubljanska borza, 9.12.2005.
120. *Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti do dospelja državnih vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Ministrstvo za finance, EVA: 2005-1611-0195, 21.12.2005.

121. *Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti do dospelja državnih vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Ministrstvo za finance, EVA: 2004-1611-0119, 2004.
122. *Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti do dospelja državnih vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Ministrstvo za finance, EVA: 2005-1611-0195, 21.12.2005.
123. *Predlog zakona o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1)* (2004), Poročevalec državnega zbora RS, št.7: 3-63.
124. *Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju*. Skrajšani postopek, EVA:2006-2611-0019, 4.5.2006.
125. *Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju*. Skrajšani postopek, EVA:2006-2611-0019, 4.5.2006.
126. *Private Pensions*. OECD Classification and Glossary. Pariz: OECD, 2005.
127. Publication 590: Individual Retirement Arrangements. Washington : Internal Revenue Service. 2005, dostopno na <http://www.irs.gov/publications/p590/index.html>, 13.9.2006.
128. *Rebuilding Pensions: Security, Efficiency, Affordability. Recommendation for a European Code of Best Practice for Second Pillar Pension Funds*. European Commission, 1999.
129. Rechsteiner, R: *Neugestaltung der schweizerischen Alterssicherung: Flexibler, funktioneller und sozialer*. Schweizerische Zeitschrift fuer Socialversicherung 49, 5, 1996, str. 372-98.
130. *Report from the Commission: Convergence Report 2006 on Slovenia*. COM(2006)224, 16.5.2006.
131. Retirement and Planning: Setting Up an IRA. http://finance.yahoo.com/retirement/ira/article/101849/Setting_Up_an_IRA, dostopno 13.9.2006.
132. Risk vs. Reward: How Bonds Behave. [http://finance.yahoo.com/bonds/bonds_101/article/100997/Risk_vs_Reward:_How_Bonds_Behave], dostopno, 20.9.2006.
133. Rother, P.C., Catenaro, M., Schwab, G.: *Ageing and Pensions in the Euro Area: Survey and Projection Results*. Washington D.C.: The World Bank, Social Protection Discussion Paper Series No. 0307. 2003.

134. Rubin, Harwey W.: *Dictionary of Insurance Terms – 4th ed.* Barron's Educational Series, Inc. 2000.
135. Rules of the EuroMTS Indices. V2.0, EuroMTS Limited, 26. June 2006.
136. Saunders, Anthony: *Financial Institutions Management: A Modern Perspective.* McGraw-Hill, 2000.
137. Selected Interest rates. Federal Reserve Statistical Release, H.15. dostopno na: <http://www.federalreserve.gov/RELEASES/H15/data.htm>, 15.8.2006.
138. Shah, Hemant: *Towards Better Regulation of Private Pension Funds.* The World Bank, Washington D.C., 1997.
139. Sieber, Horst: *Introduction: A European Perspective.* v: Feldstein, Martin in Horst Siebert (ur.): *Social Security Pension Reform in Europe.* NBER, London, Chicago: The University of Chicago Press, 2002.
140. Siegel, J. Jeremy: *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies.* Third Edition, New York, ...: McGraw-Hill, 2002.
141. *Sklep o letnem poročilu in trimesečnih računovodskih izkazih zavarovalnic – SKL2002*, Ur. List RS 111/02, 19.12.2002, 129/03, 22.12.2003, 74/04, 9.7.2004 in 139/04, 28.12.2004
142. *Sklep o načinu vrednotenja knjigovodskih postavk vzajemnega pokojninskega sklada.* Ur. List RS 109/01, 28.12.2001.
143. *Sklep o podrobnejšem načinu vrednotenja knjigovodskih postavk in sestavljanju računovodskih izkazov.* Ur. List RS 95/02, 13.11.2002 in 30/03, 27.3.2003.
144. *Sklep o poročanju upravljavca vzajemnega pokojninskega sklada* (Ur. List RS 27/02, ... in 137/04)
145. *Sklep o prvi sestavitvi računovodskih poročil zavarovalnic v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja.* Ur. List RS 10/05, 28.1.2005.
146. Skok, Meta, Berk, Aleš: *Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v Sloveniji.* Bančni vestnik, 54, 3, marec 2005, str 17-24.
147. Smrkar, Tanja: Državni uslužbenci skeptični do pokojninskega zavarovanja. Finance, št. 190/2377, torek, 3.10.2006, stran 6.

148. *Statistični letopis 2005*. Statistični urad Republike Slovenije, 2006.
149. *Statistics: Pocket Book*. European Central Bank, September 2006.
150. *Strategija razvoja Slovenije: Razvojne vizije in prioritete*. Ljubljana: Republika Slovenija, 2005.
151. Štrovs, Marko: Zajamčena donosnost pokojninskih skladov. Gradivo predavanj, Borzna konferenca 2005, Portorož, 2005.
152. *Study on Pension Schemes of the Member States of the European Union*. European Commission, MARKT/2005/99-EN Rev.2.
153. *Study on the Social Protection Systems in the 13 Applicant Countries. Synthesis Report*, European Commission, Gesellschaft fuer Versicherungswissenschaft und -gestaltung e.V. 2003.
154. Suh, Jungwon: *Home Bias Among Institutional Investors: A Study of The Economist Quarterly Portfolio Poll*. SK Economic Research Institute, working paper, 2001.
155. *Survey of Investment Regulation of Pension Funds*. Pariz: OECD, 20.9.2004.
156. The MSCI Global Capital Markets Index. Index Description, Construction Objectives, and Methodology for the MSCI Global Capital Markets Index. MSCI Methodology Book, 2005.
157. *The New Global Defined Contribution Environment*. Mercer Human Resource Consulting. 21. oktober 2005.
158. *The Pension Issues in the New Member States*. PragmaConsulting, Global Asset Consulting Services. June 2005.
159. *The Pension Protection Act of 2006*. Detailed Summary of Tax, Trade and Other Provisions. The Committee on Ways and Means. Julij 2006.
160. *The World Factbook 2006*. Central Intelligence Unit. 2006. [<https://www.cia.gov/cia/publications/factbook/index.html>], dostopno 20.6.2006
161. Thode, Eric: *Pension Reforms in Europe: Securing Pensions for the Next Fifty Years – Achievements of Recent Reforms in Selected Countries*. CESifo DICE Report 1/2003, 2003, str. 3-10.
162. *Total Pension Fund Assets*. EFRP, 2004, [<http://www.efrp.org/downloads/basicStatistics/general%20statistics>]

- cs.update2.2004.pdf#search=%22efrp%20total%20pension%20assets%22], dostopno 20.6.2006.
163. Verbič, Miroslav, Majcen, Boris, Nieuwkoop, van Renger: Sustainability of the Slovenian Pension System: An Analysis with an Overlapping-generations Equilibrium Model. Ljubljana : Inštitut za ekonomska raziskovanja, Working Paper no. 29, 2005.
 164. Vitas, Dimitri: *Pension Funds and Financial Systems*. The World Bank, Washington D.C., 2005.
 165. Vitas, Dimitri: *Regulatory Controversies of Private Pension Funds*. The World Bank, Washington D.C., 1998.
 166. Vitas, Dimitri: *The Regulation of Private Pension Funds*. The World Bank, Washington D.C., 2004
 167. Vovk B., Musil M, *Donosnost upravljanja pokojninskih skladov*. 9. dnevi slovenskega zavarovalništva, Portorož, 2002.
 168. Warnke, Joerg in Letzgus Oliver: *An Asset Manager's Approach to Real Yield Management*. v: Benaben Brice (ur.): *Inflation-Linked Products: A Guide for Investors and Asset-Liability Managers*. London, RiskBooks, 2005, str. 3-46.
 169. Warnke, Joerg in Letzgus Oliver: *An Asset Manager's Approach to Real Yield Management*. v: Benaben Brice (ur.): *Inflation-Linked Products: A Guide for Investors and Asset-Liability Managers*. London, RiskBooks, 2005, str. 3-46.
 170. Warshawsky, J. Mark, Spillman, C. Brenda, Murtaugh, M. Christopher: *Integrating Life Annuities and Long-Term Care Insurance*. v: Mitchell, S. Olivia, Bodie, Zvi, Brett, P. Hammond in Zeldes, Stephen: *Innovations in Retirement Financing*. Pension Research Council, The Wharton School of the University of Pennsylvania. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2002.
 171. Werding, Martin: *After Another Decade of Reform: Do Pension Systems in Europe Converge?* CESifo Dice Report 1/2003, 2003, str. 11-16.
 172. White, I. Gerald, Sondhi, C. Ashwinpaul, Fried, Dov: *The Analysis and Use of Financial Statements*. Third Edition, Wiley, 2003.
 173. Yermo, Juan: *Insurance and Private Pensions Compendulum for Emerging Economies: Investment Regulation of Insurance*

Companies and Pension Funds. Book 2, Part 1:3)b. Pariz: OECD, 2000.

174. Yermo, Juan: *Revised Taxonomy for Pension Plans, Pension Funds and Pension Entities*. Pariz: OECD, 2002.
175. *Zakon o bančništvu* ZBan-UPB2 (Uradni list 104/04, 24.9.2004).
176. *Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb* ZDDPO-1-UPB2 (Uradni list RS, št. 33/06, 30.3.2006).
177. *Zakon o dohodnini* ZDoh-1-UPB4 (Uradni list RS, št. 59/06, 8.6.2006).
178. *Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje* – ZISDU-1-UPB1 (Uradni list RS, št. 26/05, 15.3.2005).
179. *Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju* – ZPIZ-1-UPB3 (Uradni list RS, št. 104/05, 21.11.2005).
180. *Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje* – ZISDU-1B (neuradno besedilo z dne 6.9.2006).
181. *Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju* – ZPIZ-1G (Uradni list RS, št. 69/06, 3.7.2006).
182. *Zakon o zavarovalništvu* ZZavar-UPB1 (Uradni list RS, št. 102/04, 21.9.2004).

Priloga 1: Prikaz vpliva izbora segmenta dospelost na nestanovitnost donosnosti

- **P1.1: Prikaz gibanja vrednosti indeksov (str. 139)**
- **P1.2: Prikaz gibanja dnevnih donosnosti indeksov (str. 141)**
- **P1.3: Prikaz gibanja mesečnih donosnosti indeksov (str. 142)**
- **P1.4: Prikaz letnih donosnosti indeksa, sestavljenega iz EMTXi in EMTX v razmerju 1:4,5 (str. 143)**
- **P1.5: Prikaz donosnosti in nestanovitnosti indeksov za obdobje od maja 2004 do septembra 2006 (str. 144)**

Priloga 1: Prikaz vpliva izbora segmenta dospelost na nestanovitnost donosnosti

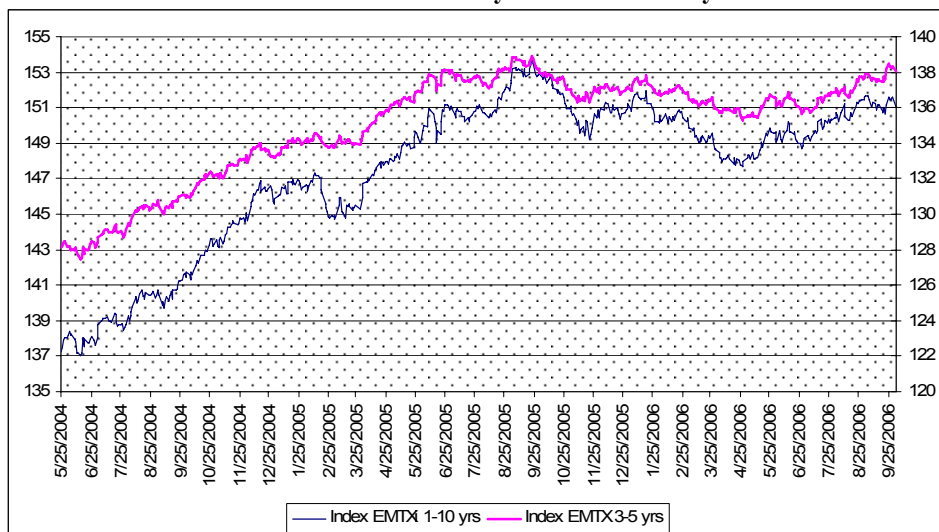
Priloga prikazuje gibanje dveh izbranih indeksov podjetja MTSNext v zadnjih 30 mesecih, njuni donosnosti, nestanovitnosti in vpliv, ki ga imata na kriterijski indeks zajamčene donosnosti. V njem sta zastopana v razmerju 1:4,5 (indeks obveznic, vezanih na rast cen življenjskih potrebščin – EMTXi 1-10 yrs: indeks obveznic z dospelostjo med enim in tremi leti EMTX 1-3 yrs). S primerjavo EMTXi in EMTX 1-3 yrs na eni ter EMTXi in EMTX 3-5 yrs na drugi strani vidimo vpliv dospelosti obveznic. Zaključimo lahko, da je nestanovitnost z uporabo indeksa, ki zajema obveznice s krajšimi dospelostmi, bistveno manjša. Poleg tega se zaradi večje raznolikosti obeh obveznic (torej tistih, vezanih na rast cen življenjskih potrebščin in navadnih obveznic) dosega večji učinek razpršitve kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti in s tem tudi premoženj pokojninskih skladov.

Spodnji prikazi so zelo zgovorni in nakazujejo, da je odločitev o izbiri med indeksoma EMTX 1-3 yrs in EMTX 3-5 yrs v prid prvemu (torej indeksu, ki vključuje obveznice s krajšim dospetjem), še posebej če upoštevamo, da bo kriterijski indeks upošteval velik delež domačih državnih obveznic, ki imajo relativno dolge dospelosti. Indeksa EMTXi in EMTX sta prikazana tudi kot premoženje, in sicer v razmerju 1:4,5 – t.j. tako, kot sta zastopana v kriterijskem indeksu zajamčene donosnosti.⁶⁹ Za vsakega so navedene donosnosti in standardni odklon (kot mera tveganja).

⁶⁹ Celotno premoženje kriterijskega indeksa – torej takšno, ki bi vključevalo tudi indeks obveznic RS in indeks zakladnih menic RS, ni prikazano. Glavni razlog je, da indeksa obveznic in zakladnih menic Republike Slovenije še nista konsistentno oblikovana.

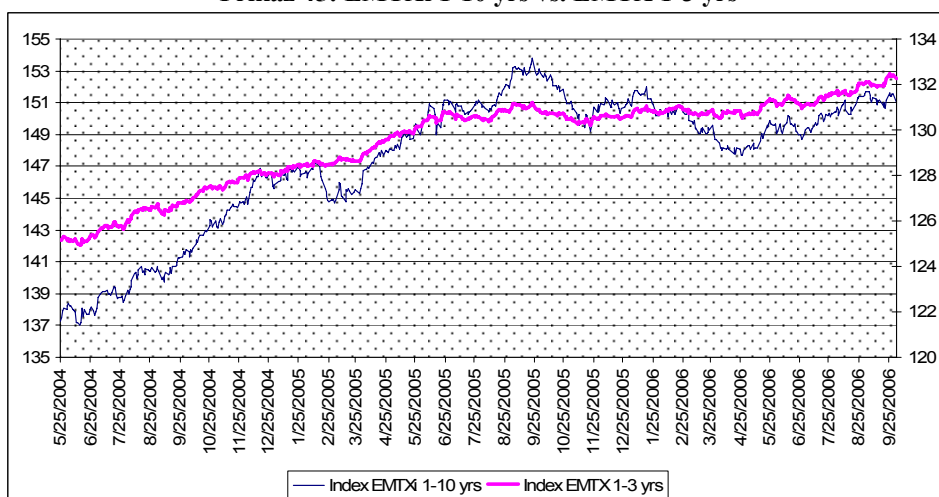
P1.1: Prikaz gibanja vrednosti indeksov

Prikaz 44: EMTXi 1-10 yrs vs. EMTX 3-5 yrs



Vir: <http://www.euromtsindex.com>.

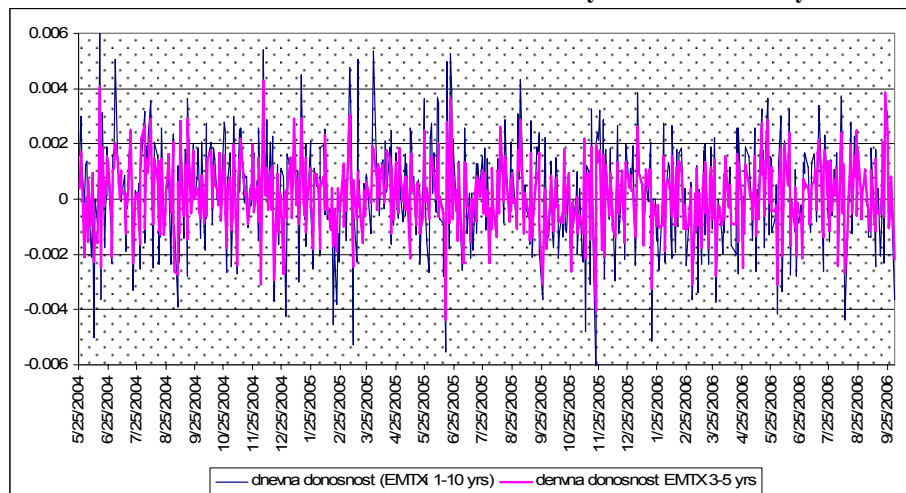
Prikaz 45: EMTXi 1-10 yrs vs. EMTX 1-3 yrs



Vir: <http://www.euromtsindex.com>.

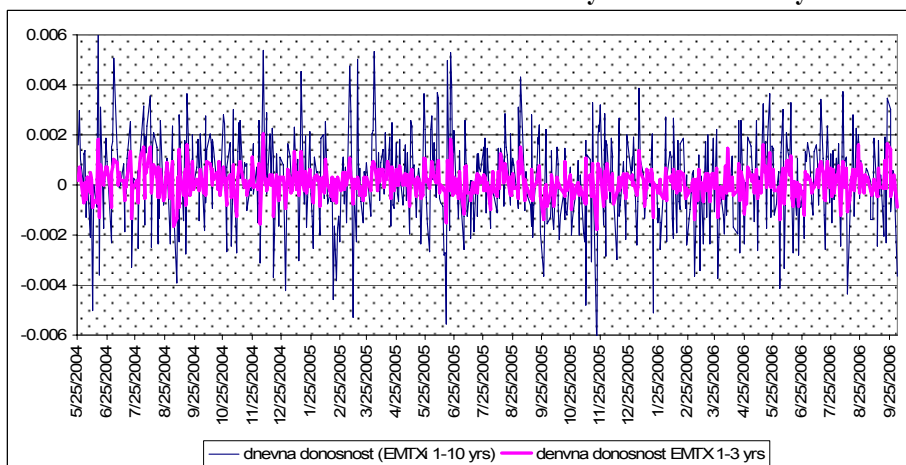
P1.2: Prikaz gibanja dnevnih donosnosti indeksov

Prikaz 46: Dnevna donosnost EMTXi 1-10 yrs vs. EMTX 3-5 yrs



Vir: <http://www.euromtsindex.com> in lastni prikaz.

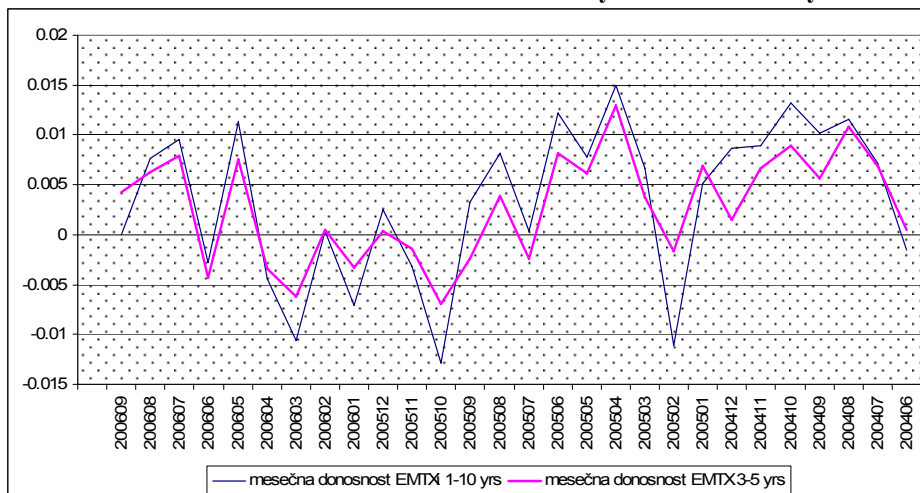
Prikaz 47: Dnevna donosnost EMTXi 1-10 yrs vs. EMTX 1-3 yrs



Vir: <http://www.euromtsindex.com> in lastni prikaz.

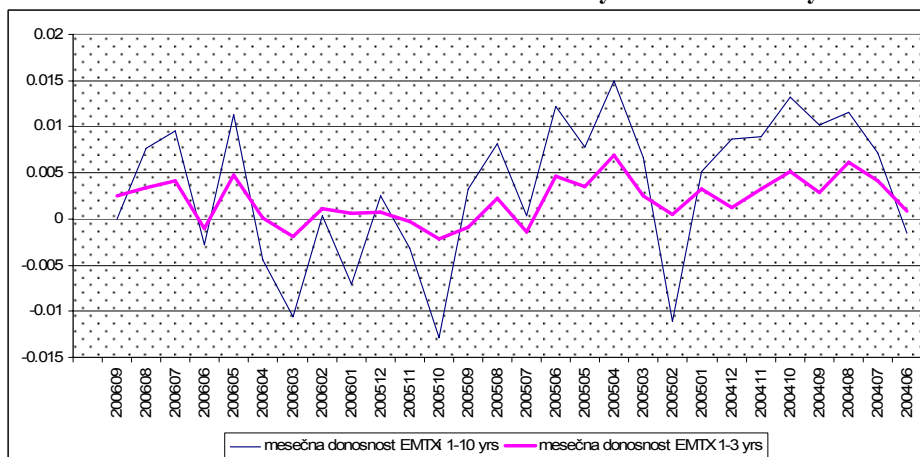
P1.3: Prikaz gibanja mesečnih donosnosti indeksov

Prikaz 48: Mesečna donosnost EMTXi 1-10 yrs vs. EMTX 3-5 yrs



Vir: <http://www.euromtsindex.com> in lastni prikaz.

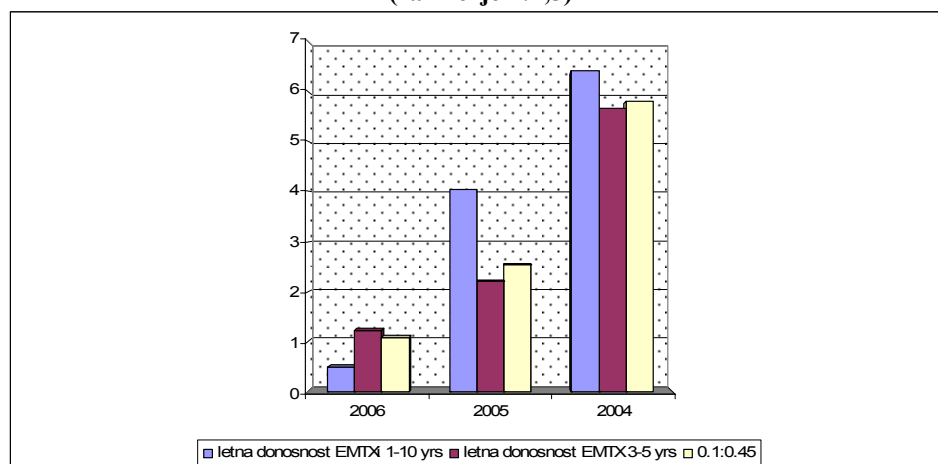
Prikaz 49: Mesečna donosnost EMTXi 1-10 yrs vs. EMTX 1-3 yrs



Vir: <http://www.euromtsindex.com> in lastni prikaz.

P1.4: Prikaz letnih donosnosti indeksa, sestavljenega iz EMTXi in EMTX v razmerju 1:4,5

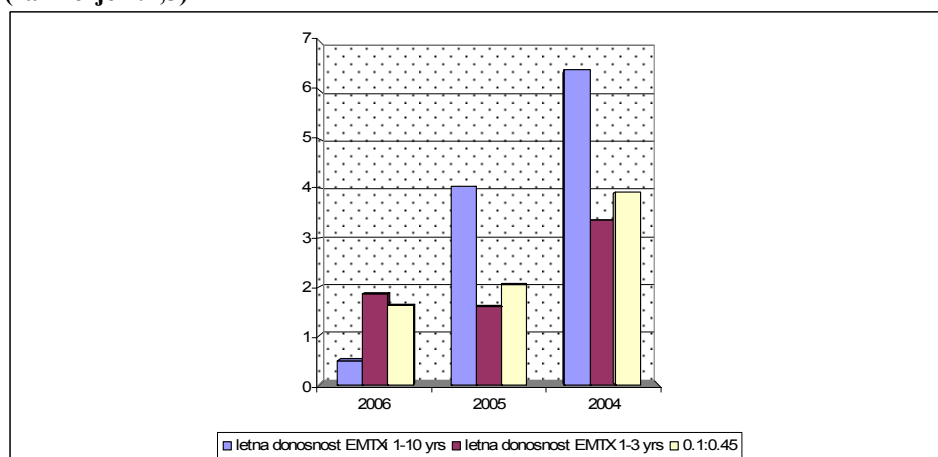
Prikaz 50: Donosnost indeksa, sestavljenega iz EMTXi 1-10 yrs in EMTX 1-3 yrs (razmerje 1:4,5)



Vir: <http://www.euromtsindex.com> in lastni prikaz.

Op.: za leto 2004 in 2006 so letne donosnosti izračunane z preračunom dosežene donosnosti na letno raven.

Prikaz 51: Donosnost indeksa, sestavljenega iz EMTXi 1-10 yrs in EMTX 3-5 yrs (razmerje 1:4,5)



Vir: <http://www.euromtsindex.com> in lastni prikaz.

Op.: za leto 2004 in 2006 so letne donosnosti izračunane z preračunom dosežene donosnosti na letno raven.

P1.5: Prikaz donosnosti in nestanovitnosti indeksov za obdobje od maja 2004 do septembra 2006

**Prikaz 52: Donosnost in nestanovitnost indeksov EMXTi 1-10 yrs, EMTX 3-5 yrs in indeksa,
sestavljenega iz obeh indeksov v razmerju 1:4,5**

	EMTXi 1-10 yrs	EMTX 3-5 yrs	1:4.5
povprečna dnevna donosnost	0.0165	0.0127	0.0134
standardni odklon dnevne donosnosti	0.0018	0.0013	0.0013
povprečna mesečna donosnost	0.3429	0.2766	0.2887
standardni odklon mesečne donosnosti	0.7663	0.5264	0.5594
povprečna letna donosnost	4.1927	3.3701	3.5197
standardni odklon letne donosnosti	2.6545	1.8234	1.9378

Vir: <http://www.euromtsindex.com> in lastni prikaz.

**Prikaz 53: Donosnost in nestanovitnost indeksov EMXTi 1-10 yrs, EMTX 1-3 yrs in indeksa,
sestavljenega iz obeh indeksov v razmerju 1:4,5**

	EMTXi 1-10 yrs	EMTX 1-3 yrs	1:4.5
povprečna dnevna donosnost	0.0165	0.0093	0.0106
standardni odklon dnevne donosnosti	0.0018	0.0006	0.0008
povprečna mesečna donosnost	0.3429	0.2050	0.2301
standardni odklon mesečne donosnosti	0.7663	0.2422	0.3252
povprečna letna donosnost	4.1927	2.4878	2.7965
standardni odklon letne donosnosti	2.6545	0.8389	1.1264

Vir: <http://www.euromtsindex.com> in lastni prikaz.