

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

Magistrska naloga

ANALIZA DONOSNOSTI OBVEZNIH POKOJNINSKIH
SKLADOV V REPUBLIKI HRVAŠKI

Eduard Horvat Radetić

Koper, 2016

Mentor: doc. dr. Igor Stubej

POVZETEK

V nalogi smo se osredotočili na donosnosti obveznih pokojninskih skladov v Republiki Hrvaški (RH) v obdobju od začetka gospodarske in finančne krize, to je leta 2008, do vključno leta 2013, pri čemer je 1. julija 2013 RH vstopila v Evropsko unijo (EU). Želeli smo ugotoviti, ali je vstop RH v EU vplival na donosnosti obveznih pokojninskih skladov.

Na podlagi analize podatkov iz dnevnih prometov z vrednostnimi papirji na hrvaškemu trgu kapitala smo ugotovili, da je bil negativni učinek finančne krize na donosnost pokojninskih skladov največji v letih 2009 in 2010 ter rahlo okrevanje v naslednjih letih. V raziskavi smo ugotovili, da obstajajo statistično značilne razlike med donosnostmi izbranega pokojninskega sklada Erste Plavi, prav tako obstajajo statistično značilne razlike med donosnostmi vseh štirih obveznih pokojninskih skladov v RH (Erste Plavi, Allianz, Raiffeisen, PBZ Croatia), razlike med leti 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 ter v prvi polovici leta 2013. Po vstopu RH v EU pa teh razlik ni. Predlagamo liberalizacijo politike naložb, priporočamo več vlaganj s strani obveznih pokojninskih skladov na trgih EU, in večjo uporabo načela preudarne osebe. Vsa priporočila smo zasnovali s ciljem povečati donosnost skladov.

Ključne besede: donosnost, pokojninski sklad, politika naložb, pokojninski sistem.

SUMMARY

In this work we focus on the return of mandatory pension funds in the period from the beginning of the economic and financial crisis, starting in 2008, up to and including 2013, including the 1 July 2013 when Croatia joined the European Union (EU). We want to determine whether the entry of Croatia into the EU was reflected on returns of mandatory pension funds. Based on the data analysis from the daily movements of the securities on the Croatian capital market we find that was, the negative impact of the financial crisis on the profitability of pension funds largest in 2009 and 2010 and had a slight recovery in the coming years. We found that there were statistically significant differences between returns of the selected pension fund Erste Plavi, also there was significant difference between returns of all four mandatory pension funds in Croatia (Erste Plavi, Allianz, Raiffeisen, PBZ) during the period from starting 2008 to end of June 2013. After entering of Croatia into the EU, there was no statistically significant difference. We suggest the liberalization of investment policy, more investments by mandatory pension funds on the EU markets, and the use of prudent person principle. All recommendations are conceived with the aim of increasing the fund's return.

Key words: returns, pension fund, investment policy, pension scheme.

UDK: 336.55(497.5)(043.2)

VSEBINA

1 UVOD	1
1.1. Opredelitev obravnavanega problema in teoretična izhodišča	1
1.2. Namen in cilji	3
1.3. Hipoteze in metode dela	3
1.4. Predpostavke in omejitve	5
2 POKOJNINSKI SISTEM V RH	6
2.1. Pokojninska reforma.....	6
2.2. Pravne podlage pokojninskega zavarovanja.....	10
2.3. Oblike pokojninskih sistemov	15
2.4. Nadzor nad poslovanjem pokojninskih skladov	18
3 POKOJNINSKI SKLADI V RH IN POLITIKA NALOŽB	20
3.1. Vrste in značilnosti pokojninskih skladov	20
3.2. Upravljanje (management) pokojninskih skladov	25
3.3. Politika naložb	29
3.4. Osnovne vrste naložb pokojninskih skladov	32
3.5. Donosnost pokojninskih skladov	36
4 POKOJNINSKI SKLADI PO VSTOPU RH V EU	39
5 PRIMER OBVEZNEGA POKOJNINSKEGA SKLADA V RH	43
6 RAZISKAVA: ANALIZA DONOSNOSTI POKOJNINSKIH SKLADOV	51
6.1. Zbiranje podatkov in opis vzorca	51
6.2. Analiza trga kapitala na podlagi dnevnih prometov	53
6.3. Analiza donosnosti izbranega pokojninskega sklada	55
6.4. Primerjava donosnosti med pokojninskimi skladi	57
6.5. Analiza vpliva vstopa v EU na donosnost pokojninskih skladov	59
7 PRIPOROČILA ZA NALOŽBENE AKTIVNOSTI POKOJNINSKEGA SKLADA PO VSTOPU V EU.....	61
8 SKLEP.....	63
LITERATURA IN VIRI	65
PRILOGE	69

SLIKE

Slika 1: Organizacijska struktura pokojninske družbe Erste, d. o. o., na dan 31. 12. 2013.....	44
--	----

PREGLEDNICE

Preglednica 1: Število pokojninskih skladov od 2007 do 2013	21
Preglednica 2: Število članov v pokojninskih skladih	22
Preglednica 3: Skupno in neto premoženje v pokojninskih skladih v tisočih HRK.....	23
Preglednica 4 : Naložbe obveznih pokojninskih skladov v tisočih HRK	35
Preglednica 5 : Gibanje vrednosti indeksa MIREX	37
Preglednica 6: Valutna struktura portfelja sklada Erste Plavi.....	45
Preglednica 7: Struktura premoženja sklada Erste Plavi po vrsti premoženja	46
Preglednica 8: Struktura premoženja sklada Erste Plavi po državah	46
Preglednica 9: Donosnost sklada Erste Plavi	47
Preglednica 10: Donosnost sklada Erste Plavi od 2008 do 2014	47
Preglednica 11: Tveganja za pokojninski sklad Erste Plavi.....	49
Preglednica 12: Tveganja za pokojninsko družbo Erste, d. o. o.	49
Preglednica 13: Promet na Zagrebški borzi od leta 2008 do 2013.....	53
Preglednica 14: Redni promet na Zagrebški borzi od leta 2008 do 2013 (v milijonih HRK) .	55
Preglednica 15: Blok promet na Zagrebški borzi od leta 2008 do 2013 (v milijonih HRK) ..	55
Preglednica 16: OTC promet na Zagrebški borzi od leta 2008 do 2013 (v milijonih HRK)..	55
Preglednica 17: Test homogenosti varianc (ANOVA) – donosnosti sklada Erste.....	56
Preglednica 18: Welch test – test donosnosti sklada Erste.....	56
Preglednica 19: Test homogenosti varianc (ANOVA) – donosnosti obveznih pokojninskih skladov pred vstopom v EU	57
Preglednica 20: Welch test – test donosnosti obveznih pokojninskih skladov	58
Preglednica 21: Test homogenosti varianc (ANOVA) – test donosnosti obveznih pokojninskih skladov po vstopu v EU	59
Preglednica 22: Welch test – test donosnosti obveznih pokojninskih skladov po vstopu v EU	60

KRAJŠAVE

DMF	Prostovoljni pokojninski sklad
EFRP	European Federation for Retirement Pensions
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMŠO/JMBG	Enotna matična številka občanov
EU	Evropska unija
EUR	Evro valuta
HANFA	Hrvaška agencija za nadzor finančnih storitev
HRK	Hrvaška kuna
HZMO	Hrvaški zavod za pokojninsko zavarovanje
MIREX	Indeks donosnosti obveznih pokojninskih skladov
NN	Narodne novine/ Uradni list
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OMF	Obvezni pokojninski sklad
OTC	Over the Counter
PAYGO	Pay As You Go System
REGOS	Osrednji register zavarovancev
RH	Republika Hrvaška
RS	Republika Slovenija
SPSS	Statistical Product and Service Solutions
UMFO	Udruženje društava za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinskih osiguravajućih društava
ZMO	Zakon o pokojninskem zavarovanju
ZMOD	Zakon o pokojninskih zavarovalnih družbah
ZODMF	Zakon o obveznih in prostovoljnih pokojninskih skladih

1 UVOD

Gospodarska in finančna kriza ter vstop Hrvaške v Evropsko unijo sta vplivala na donosnost obveznih pokojninskih skladov. Takšne prelomnice so ključnega pomena za nadaljnje investicijske odločitve pokojninskih skladov. V uvodu predstavljamo obravnavan problem in teoretična izhodišča o donosnosti obveznih pokojninskih skladov na Hrvaškem, namen, cilje in hipoteze ter predpostavke in omejitve te magistrske naloge.

1.1. Opredelitev obravnavanega problema in teoretična izhodišča

V nalogi se osredotočamo na drugi steber pokojninskega zavarovanja v Republiki Hrvaški (v nadaljevanju: RH) in donosnosti obveznih pokojninskih skladov v RH v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013. Menimo da je bilo to obdobje problematično tudi za obvezne pokojninske sklade, saj je bila v tem času gospodarska in finančna kriza v RH ter tudi v mnogih drugih državah po svetu. V omenjenem obdobju gospodarske in finančne krize je po podatkih o gibanju glavnih borznih indeksov na Zagrebški borzi vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: Zagrebška borza) in borzah Srednje ter Vzhodne Evrope zaznan oster padec konec leta 2008. To obdobje je za RH tudi obdobje pred vstopom RH v Evropsko unijo (v nadaljevanju: EU) – RH je vstopila v EU 1. 7. 2013. Osredotočamo se še na obdobje prvih šestih mesecev po vstopu RH v EU, to je od 1. 7. 2013 do 31. 12. 2013.

Pokojninski sistem je v RH je sestavljen iz treh stebrov, in sicer: prvi steber, v katerem velja generacijska solidarnost (podobno kot v Republiki Sloveniji), drugi steber, katerega osnova je dolgoročno kapitalizirano varčevanje v obveznem pokojninskem skladu, in tretji steber, katerega osnova je dolgoročno kapitalizirano prostovoljno varčevanje v prostovoljnih pokojninskih skladih. V ospredju je eden izmed obveznih pokojninskih skladov v RH (natančneje Erste Plavi), ki je naložbene narave in v njem lahko varčujejo vsi zaposleni. V RH obstajajo poleg sklada Erste Plavi še naslednji obvezni pokojninski skladi: Reiffeisen, PBZ Croatia Osiguranje in Allianz ZB, ki smo jih prav tako obravnavali. Takšna oblika pokojninskega sklada v Sloveniji trenutno ne obstaja, čeprav so težnje v tej smeri že bile. Kot navajata avtorja Berk in Jašovič (2007), so naložbeni pokojninski sistemi pri zagotavljanju pokojnin, ko gre za demografske pritiske, mnogo učinkovitejši.

Obvezni pokojninski sklad v RH je sklad posebne vrste oziroma zasebno premoženje brez pravne osebnosti v lastništvu članov sklada. Sklad je ustanovljen z namenom zbiranja denarnih sredstev članov sklada preko sistema obveznih pokojninskih prispevkov iz bruto plač. Vsak zaposlenec v RH, ki iz bruto plače plačuje pokojninski prispevek, ta prispevek delno naloži v prvi steber, v katerem velja generacijska solidarnost, delno pa v drugi steber

oziroma v izbrani obvezni pokojninski sklad in s tem postane član sklada. Sredstva v obveznem pokojninskem skladu se vodijo na ime zaposlenca in so njegovo osebno premoženje. Ta sredstva se vlagajo na finančnih trgih v skladu z določenimi pravili, predpisanimi z zakoni in podzakonskimi akti, s ciljem povečanja in ohranjanja vrednosti premoženja sklada. Z obveznim pokojninskim skladom upravlja pokojninska družba za upravljanje obveznega pokojninskega sklada (v nadaljevanju: pokojninska družba). Omenjena pokojninska družba izbere tako imenovano skrbniško banko (angl. custody bank), ki izvršuje navodila pokojninske družbe, ki upravlja s premoženjem sklada. Premoženje vsakega člana sklada vodi banka skrbnik na posebej odprtem skrbniškem računu (angl. custody account), ki se po navadi deli na račun vrednostnih papirjev (angl. securities account) in na račun denarnih sredstev (angl. cash account) (Štimac 2002, 512). Hrvaška je 1. 7. 2013 postala polnopravna članica EU; to je prelomni datum tudi za obvezne pokojninske sklade v RH. Do 1. 7. 2013 so lahko obvezni pokojninski skladi izvajali naložbene aktivnosti pretežno na hrvaškem finančnem trgu (85 % od vsega premoženja), od tega datuma dalje pa se jim je finančni trg razširil na vse države članice EU. To pomeni, da lahko hrvaški obvezni pokojninski skladi vlagajo na finančnih trgih držav članic EU.

Vsak zaposlenec prostovoljno izbere članstvo v kateremkoli obveznem pokojninskem skladu, ki obstaja v RH. Če posameznik ni zadovoljen s poslovanjem sklada, ga lahko zamenja z drugim skladom.

Na premoženje obveznih pokojninskih skladov v RH vpliva višina vplačanih pokojninskih prispevkov, ki je odvisna od števila zaposlenih, višine plač in makroekonomskih pokazateljev. Premoženje sklada se vlaga v delnice, državne obveznice in obveznice podjetij, depozite, investicijske sklade in drugo. Uspešnost pokojninskega sklada se meri z donosnostjo sklada. Uradna donosnost sklada se meri na letni ravni. Sklad je razdeljen na enote, vrednost enote pa se izračunava vsak delovni dan, iz enote lahko izračunamo dnevno donosnost. Med donosnostmi različnih obdobj posameznega sklada in med različnimi skladi obstajajo razlike zaradi različnega upravljanja s premoženjem in zaradi možnosti naložbenih aktivnosti na tujih finančnih trgih (politika naložb). Na donosnost sklada vplivajo tudi gibanja na finančnih trgih. Možnosti investiranja pokojninskih skladov v RH so omejene s predpisi države, zato da se zagotovi varnost premoženja sklada, kar pomeni, da je investicijska politika zelo omejena v primerjavi s klasičnim investicijskim skladom. Glavni predpisi, ki se nanašajo na obvezne pokojninske sklade v RH, so zakon o obveznih in prostovoljnih pokojninskih skladih ter pravilniki, ki regulirajo kriterije vlaganja premoženja, omejitve investiranja, način izračuna donosnosti in vrednotenja premoženja ter obveznosti sklada.

Ko je RH 1. 7. 2013 postala članica EU, je vstopila na območje enotnega finančnega trga. S tem so se znižali vhodni stroški investiranja in dostop do bolj donosnih finančnih instrumentov in razvitih tujih finančnih trgov. Demirguc-Kunt in Maksimovic (1996) ter

Davis in Hu (2008) so dokazali pozitivno povezavo med bolj razvitimi finančnimi trgi, kjer so prisotni tudi pokojninski skladi, in višjo stopnjo gospodarske rasti. Iz študije, ki jo je opravil Burtless (2007), pa izhaja, da lahko geografske omejitve vlaganj negativno vplivajo na donosnost investicijskih skladov in da je »ključ uspeha« v prilagodljivi in razumni mešanici investiranja v domače in tuje naložbe.

Poudarimo, da je management sklada odgovorni za varno investiranje, upoštevanje tveganj na finančnih trgih, za stabilno rast premoženja skozi leta ter za preprečevanje in odkrivanje prevar ter drugih nepravilnosti. Upravljanje sklada zahteva razumevanje sestavljenega sistema vplivov investiranja, poslovnih in finančnih odločitev (Helfert 2001, 60).

1.2. Namen in cilji

Namen naloge je predstaviti pokojninski sistem v RH, obvezne pokojninske sklade v RH in raziskati donosnost obveznih pokojninskih skladov v RH v obdobju od 1. 1. 2008 do 31. 12. 2013 ter ugotoviti, ali se je vstop RH v EU vplival na donosnosti obveznih pokojninskih skladov.

Cilji naloge so:

- predstaviti pokojninski sistem, njegove pravne podlage in nadzor v RH,
- predstaviti pokojninski skladi in njihove naložbene politike,
- raziskati pravne podlage za pokojninske sklade v RH in njihove spremembe po vstopu v EU,
- predstaviti primer poslovanja obveznega pokojninskega sklada v RH,
- raziskati, ali se je dnevni promet z vrednostnimi papirji na hrvaškem trgu kapitala v obdobju od 1. 1. 2008 do leta 30. 6. 2013 zmanjšal,
- analizirati donosnost izbranega obveznega pokojninskega sklada v RH,
- primerjati donosnosti med obveznimi pokojninskimi skladi v RH,
- analizirati vpliv vstopa v EU na donosnost obveznih pokojninskih skladov RH,
- podati priporočila za naložbene aktivnosti, ki jih management obveznega pokojninskega sklada izvaja po vstopu RH v EU.

1.3. Hipoteze in metode dela

Z namenom analize donosnosti pokojninskega sklada, konkretnije Erste pokojninskega sklada, in drugih obveznih pokojninskih skladov v RH ter vplivov vstopa RH v EU, smo se na podlagi izkušenj iz prakse in literature odločili za naslednje raziskovalno vprašanje in hipoteze:

Raziskovalno vprašanje: Kako se je v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 gibal dnevni promet z vrednostnimi papirji na hrvaškem trgu kapitala?

Raziskali smo, kaj se je v obdobju 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 dogajalo na hrvaškem trgu kapitala (Zagreb Stock Exchange - Zagrebška borza). Predpostavili smo, da se je trg kapitala zaradi nastopa gospodarske in finančne krize v tem obdobju zmanjšal, pri čemer smo obseg trga kapitala merili z dnevnim prometom na borzi v tem obdobju. Predpostavljamo, da se je dnevni promet na borzi zaradi krize zmanjšal in s tem zmanjšal možnosti obveznim pokojninskim skladom ustvariti pomembnejše donosnosti. Obvezni pokojninski sklad je namreč z večjimi donosi, ki jih lahko doseže za svoje člane, konkurenčen ostalim obveznim pokojninskim skladom v RH.

Dnevni promet na borzi smo preverjali zato, ker obvezni pokojninski skladi zaradi svoje velikosti v primeru majhnih dnevnih prometov na borzi ne morejo realizirati dovolj velikih transakcij. Obvezni pokojninski skladi so namreč največji subjekti na borzi in s transakcijo velikega obsega lahko dosežejo večje donose za svoje člane.

Hipoteza 1: Donosnost pokojninskega sklada Erste se razlikuje med leti 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 ter v prvi polovici leta 2013.

Raziskali smo, kaj se je dogajalo s konkretnim skladom oziroma z donosnostjo obveznega pokojninskega sklada Erste v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013, pri čemer smo merili značilne razlike v donosnosti omenjenega sklada za dano obdobje. Primerjali smo dnevne donosnosti med leti 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 ter v prvi polovici leta 2013 in ugotavljali, ali se povprečne dnevne donosnosti med leti statistično značilno razlikujejo.

Hipoteza 2: Med donosnostjo pokojninskih skladov v RH, in sicer Erste, Raiffeisen, Allianz ZB in PBZ Croatia, obstajajo v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 značilne razlike.

V tem koraku smo primerjali dnevne donosnosti med različnimi obveznimi pokojninskimi skladi v RH. Preverili smo, ali lahko management pokojninskih skladov pod danimi pogoji poslovanja naredi v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 značilne razlike.

Hipoteza 3: Med povprečnimi vrednostmi donosnosti pokojninskih skladov v RH, in sicer Erste, Raiffeisen, Allianz ZB in PBZ Croatia, obstajajo značilne razlike po vstopu v EU.

Raziskali smo, kako je vstop RH v EU vplival na donosnosti obveznih pokojninskih skladov oziroma kako je management posameznih skladov uspel, glede na kratek čas (od 1. 7. 2013 do 31. 12. 2013), izkoristiti vstop na finančne trge držav članic EU. Primerjali smo dnevne donosnosti med različnimi obveznimi pokojninskimi skladi v RH v obdobju od 1. 7. 2013 do 31. 12. 2013.

V magistrski nalogi smo uporabili več različnih metod dela. V teoretičnem delu naloge smo preučili domačo in tujo znanstveno in strokovno literaturo ter vire s področja poslovnih

financ, pokojninskih sistemov in pokojninskih skladov. Uporabili smo tudi predpise s področja obveznih pokojninskih skladov v RH. Iz relevantnih virov za preučevano področje smo povzeli opazovanja, stališča in sklepe drugih avtorjev ter jih primerjali. Opisali smo znana dejstva in sklepali o posameznih dejstvih na podlagi splošnih spoznanj, posameznih ali posebnih dejstev o obveznih pokojninskih skladih, pokojninskem sistemu in poslovnih financah.

V raziskovalnem delu naloge smo teoretična izhodišča in predstavitev podkrepili z namizno raziskavo na podlagi že znanih (sekundarnih) podatkov. Pri tem smo uporabili statistične metode obdelave in interpretacije podatkov.

Za preverjanje hipotez smo uporabili statistični program SPSS. Pri preverjanju hipotez smo uporabili naslednje metode dela:

- Na raziskovalno vprašanje smo odgovorili na podlagi univariatne analize podatkov o vrednosti dnevnega prometa na Zagrebški borzi v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013.
- Hipotezo 1 smo preverjali z analizo variance (ANOVA), pri čemer smo primerjali povprečja donosnosti med več kot dvema letoma za sklad Erste, v našem primeru pet in pol let.
- Hipotezo 2 smo preverjali z analizo variance (ANOVA), pri čemer smo primerjali povprečne dnevne donosnosti med štirimi skladi v preučevanem obdobju.
- Hipotezo 3 smo preverjali z analizo variance (ANOVA), pri čemer smo primerjali povprečne dnevne donosnosti med štirimi skladi v preučevanem obdobju.

1.4. Predpostavke in omejitve

Predpostavka je naslednja:

- predpostavljamo, da so podatki, ki jih bomo pridobili iz sekundarnih virov in uporabili za analize, točni. Obstaja namreč določena neuskklajenost podatkov med različnimi viri podatkov.

Omejitve pri pripravi magistrske naloge so:

- omejena literatura o hrvaških obveznih pokojninskih skladih (večinoma obstaja samo zakonodaja),
- zaupnost podatkov,
- nedostopnost nekaterih podatkov (portfelji skladov so poslovna skrivnost),
- opazovano obdobje, ki je od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 (pred vstopom RH v EU) in od 1. 7. 2013. do 31. 12. 2013 (od vstopa v EU do dostopa podatkov).

2 POKOJNINSKI SISTEM V RH

Pokojninski sistem lahko obravnavamo v prvi vrsti z vidika financiranja s strani posameznikov in prejemanja dohodkov teh istih posameznikov po upokojitvi.

S financiranjem pokojninskih sistemov se je konec prejšnjega stoletja precej ukvarjala Svetovna banka (The World Bank).

Sistem pokojninskega zavarovanja v RH sestavlja pravni okvir, ki ureja način zavarovanja tveganja starosti, invalidnosti in smrtnosti hranitelja družine, kot tudi administrativno in institucionalno ureditev izvajanja pokojninskega zavarovanja (Puljiz 2007).

2.1. Pokojninska reforma

Pokojninska reforma se je v RH začela leta 1999 s ciljem ustvarjanja osebnega premoženja kot osnove za izplačilo pokojnin bodočih upokojencev. To je bila korenita sprememba, ki za razliko od ostalih pogostih sprememb v pokojninskem sistemu RH ni imela za cilj le preusmeritev prihodnjih izdatkov državnega proračuna, temveč ustvariti povsem novo in od javnih financ neodvisno osnovo za izplačilo pokojnin (UMFO 2011, 3).

Glavna razloga za pokojninsko reformo v RH konec devetdesetih let prejšnjega stoletja sta bila neugodna demografska gibanja in nezmožnost proračunskega financiranja pokojnin.

Kot meni Vuković (2005, 377), so bili razlogi za težave v pokojninskem sistemu RH predvsem vojna v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja, tranzicija od socialističnega k tržnemu gospodarstvu in takrat relativno slabo oblikovan pokojninski sistem (zakon se ni menjal od leta 1983), v določeni meri pa tudi neugodna demografska gibanja.

Svetovna banka je konec prejšnjega stoletja v večini tranzicijskih držav uspešno promovirala prehod s pokojninskih sistemov, ki temeljijo na načelu medgeneracijske solidarosti (Pay-As-You-Go ali PAYGO), na tako imenovani kapitalizirani pokojninski sistem, ki temelji na individualnih računih bodočih upokojencev v tako imenovanem tristebnem pokojninskem sistemu. Takšen sistem je bil prvič uveden v državi Čile v začetku osemdesetih let prejšnjega stoletja. Glavni razlog za prehod na takšen kapitalizirani pokojninski sistem so demografske spremembe: sistemi, ki temeljijo na medgeneracijski solidarnosti, v katerih obstoječi zaposleni s svojimi pokojninskimi prispevki ustvarjajo pokojnine obstoječih upokojencev, ne morejo več zdržati sprememb, ki zmanjšujejo število tistih, ki vplačujejo prispevke, povečujejo pa število tistih, ki prejemajo pokojnine. Osnova sprememb pokojninskih sistemov, ki jih predlaga Svetovna banka, je ohranitev dela pokojninskih prispevkov, ki temeljijo na načelu medgeneracijske solidarosti, in preusmeritev dela obveznih pokojninskih

prispevkov (ali celote prispevkov kot v primeru države Čile) na osebne račune članov (pokojninskih zavarovancev) skladov drugega stebra v izbranem pokojninskem skladu. To so obvezni pokojninski skladi drugega stebra, ki so zelo strogo regulirani, in so še posebej v začetnih letih delovanja takšnega sklada, ko je občutljivost javnosti za take vrste pokojninskega varčevanja povečana, zelo nizko tvegani, kar pomeni, da imajo majhen delež delnic in drugih vrednostnih papirjev s spremenljivim donosom. Tretji pokojninski steber pomeni prostovoljno pokojninsko varčevanje, ki je na nek način neposredno finančno stimuliran s strani države. Ob večjih ali manjših tehničnih razlikah je bil takšen pokojninski sistem uveden ne le v Čilu, temveč tudi v drugih državah, na primer na Madžarskem in Poljskem v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, na Hrvaškem, v Bolgariji in baltskih državah v začetku 21. stoletja in pred nekaj leti na Slovaškem, v Romuniji in Makedoniji. Nekatere Hrvaški sosednje države, kot sta Slovenija in Srbija, niso uvedle drugega, temveč samo tretji, prostovoljni pokojninski steber, medtem ko Češka in Velika Britanija razmišljajo o tem, da bi ga uvedle. Večina latinsko-ameriških držav je uvedla tristebni pokojninski sistem v zgodnjih devetdesetih letih prejšnjega stoletja (npr. Argentina, Meksiko, Bolivija, Peru) (UMFO 2011, 4).

Hrvaško sta poleg lastnih razlogov v državi spodbudili k ublažitvi težav pokojninskega sistema v drugi polovici devetdesetih let prejšnjega stoletja Poljska in Madžarska, ki sta uvedli osebne pokojninske račune v zasebnem sistemu kapitaliziranega zavarovanja definiranih prispevkov. Ta model se je večinoma uporabljal ob uvedbi pokojninske reforme oziroma ob uvedbi drugega (obveznega) in tretjega (prostovoljnega) pokojninskega stebra kapitaliziranega varčevanja (Bejakovič 2002, 219).

Vsekakor pa se je reforma pokojninskega sistema v RH začela leta 1999 pod velikim vplivom Svetovne banke s sprejetjem njihovega tako imenovanega »standardnega modela«, to je model treh pokojninskih stebrov. Prvi korak reforme je bil zakon o pokojninskem zavarovanju (Zakon o mirovinskem osiguranju), ki je začel veljati 1. 1. 1999. Z njim je bil uveden sistem pokojninskega zavarovanja na treh ravneh oziroma treh stebrih. To pomeni, da je bil vzpostavljen model obveznega pokojninskega zavarovanja, in sicer skozi dva stebra: medgeneracijska solidarnost (I. steber) in individualno kapitalizirano varčevanje (II. steber). Poleg tega je bila uvedena tudi možnost prostovoljnega varčevanja za starost (III. steber). Omenjeni zakon podrobneje ureja sistem obveznega pokojninskega zavarovanja na podlagi generacijske solidarnosti, medtem ko druga dva stebra pokojninskega sistema podrobneje urejajo posebni zakoni.

Reforma je bila izvedena v dveh korakih (Milidrag Šmid 2011, 2):

1.) z letom 1999, ko se je prilagodil javni pokojninski sistem (poostritev razlogov za pridobitev pravice za pokojnino ob prehodnem desetletnem obdobju, z zniževanjem pravic za pridobitev pokojnine ipd.);

2.) z začetkom leta 2002 z uvedbo obveznega II. pokojninskega stebra, temelječega na individualnem kapitaliziranem varčevanju, in uvedbo prostovoljnega III. pokojninskega stebra, temelječega na kapitaliziranem varčevanju za starost.

Leta 2002 so začeli veljati posebni zakoni za oba stebra pokojninskega varčevanja, začele so delovati institucije (pokojninske družbe, pokojninski skladi, osrednji register zavarovancev (REGOS) in Agencija za nadzor pokojninskih skladov (HANFA, idr.), ki so omogočili delovanje novega pokojninskega sistema.

Leta 2002 se je tako v RH začela prerazporeditev dela pokojninskih prispevkov iz I. v II. steber pokojninskega zavarovanja, to pomeni, da so v tem letu zavarovanci prvič od celotnih prispevkov za pokojninsko zavarovanje posameznika (ki znašajo 20 % od bruto plače) namenili 5 % teh prispevkov v II. pokojninski steber (obvezni pokojninski sklad), medtem ko so preostalih 15 % omenjenih prispevkov namenili I. stebru.

Ta prerazporeditev prispevkov v II. pokojninski steber je v prvem letu uvedbe novega pokojninskega sistema, to je leta 2002, znašala 1,92 milijarde hrvaških kun, kar je predstavljalo tranzicijski strošek, ki je posredno ustvaril proračunski primanjkljaj države. Veliko večino tega proračunskega primanjkljaja so financirali pokojninski skladi z nakupom hrvaških državnih obveznic, ki so konec leta 2002 pomenile okoli 88 % naložb obveznih pokojninskih skladov (UMFO 2011, 5).

Z reformo pokojninskega sistema v RH so torej nastali trije stebri pokojninskega zavarovanja, z naslednjimi značilnostmi (HR portfolio):

- Prvi steber – HZMO:
 - je obvezen in v pristojnosti hrvaškega zavoda za pokojninsko zavarovanje (hr. Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje – HZMO);
 - temelji na načelu medgeneracijske solidarnosti;
 - zaposleni prispevajo 15 % svoje bruto plače za pokojnine današnjih upokojencev;
 - pokojnina je tako imenovana starostna oziroma »državna«;
 - pravica do pokojnine izhaja iz izpolnitve zakonskih zahtev (starost, delovna doba).
- Drugi steber – OMF:
 - je obvezen in v pristojnosti obveznega pokojninskega sklada (hr. obvezni mirovinski fond – OMF);
 - zaposleni prispevajo 5 % svoje bruto plače na svoj osebni račun, ki se vodi po enotni matični številki državljana (EMŠO oziroma hr. JMBG);
 - zaposleni vplačujejo sredstva v obvezni pokojninski sklad, ki ga zaposlenec sam izbere;

- sklad ima donosnost;
- pokojnina je tako imenovana starostna oziroma »državna«;
- pravica do pokojnine izhaja iz izpolnitve zakonskih zahtev (starost, delovna doba).
- Tretji steber – DMF:
 - ni obvezen in je v pristojnosti prostovoljnega pokojninskega sklada (hr. dobrovoljni mirovinski fond – DMF);
 - zavarovanec sam določi znesek in dinamiko vplačil;
 - možnost razpolaganja z denarnimi sredstvi je po 50. letu starosti zavarovanca;
 - po smrti zavarovanca so privarčevana in neizplačana sredstva nasledstvena;
 - daje možnost dodatne osebne pokojnine;
 - zavarovanec je lahko vsak, ki ima prebivališče v RH;
 - državna spodbuda (npr. 15-odstotna spodbuda dodatnih denarnih sredstev na do maks. vplačanega letnega zneska 750 hrvaških kun);
 - koriščenje davčne olajšave (znižanje davčne olajšave do največ 6.000 hrvaških kun na leto) za pravne osebe in obrtnike;
 - sklad ima donosnost;
 - različne oblike izplačila pokojnine¹.

Če se osredotočimo na značilnosti II. stebra pokojninskega varčevanja oziroma obvezne pokojninske sklade v RH, je bil cilj pokojninske reforme omogočiti bodočim upokojencem iz II. stebra da ob odhodu v pokoj umakniti denarna sredstva iz svojega osebnega računa in na njihovi podlagi ustvariti neko obliko doživljenjske pokojnine v enem od registriranih obveznih pokojninskih skladov. Pokojnina pa je izračunana izključno na podlagi aktuarskih predpostavk in zneska denarnih sredstev iz osebnega računa sklada.

»Pri obveznem pokojninskem skladu mora varčevalec v skladu z zakonom ali pogodbo o zaposlitvi vplačevati v določen sklad. Pri prostovoljnem pa lahko varčevalec sklene pogodbo s katerimkoli pokojninskim skladom« (Mramor 1993, 94).

Po izračunih iz začetka leta 2015 je 75 % celotnih pokojninskih prispevkov, ki se vplačujejo v I. pokojninski steber, ustvarilo 54,14 % skupne pokojnine, 25 % prispevkov iz drugega pokojninskega stebra pa je ustvarilo preostalih 45,86 % pokojnine (SEEbiz 2015).

¹ Oblika izplačila pokojnine je:

- hitra (30 % od skupaj privarčevanih sredstev takoj, ostanek denarnih sredstev v mesečnih obrokih čez 5, 10 ali 15 let);
- mesečna renta za 5, 10 ali 15 let;
- dosmrtna pokojnina.

Kot je pokazala raziskava o percepciji učinka pokojninske reforme in odnosa državljanov do prihodnosti II. pokojninskega stebra je ena tretjina državljanov mnenja, da bi se prispevki v prvi steber morali zmanjšati, prispevki v drugi steber pa povečati (Združenje družb za upravljanje s pokojninskimi skladi in pokojninskimi zavarovalnimi družbami² 2011).

Z uvedbo pokojninske reforme so se v RH v obvezni pokojninski sklad morali včlaniti vsi, ki o zavarovanci, mlajši od starosti 40 let, medtem ko so zavarovanci v starosti od 40 do 50 let lahko izbirali, ali bodo ostali v starem pokojninskem sistemu ali pa se bodo pridružili novemu pokojninskemu sistemu (Vuković 2005, 378). Po podatkih UMFO (2011) je 23 % populacije v starosti od 40 do 50 let izbralo drugi steber pokojninskega zavarovanja, kar pomeni, da je bilo konec leta 2002 v obveznih pokojninskih skladih okoli 940.000 članov. Z uvedbo pokojninske reforme je bilo ustanovljeno sedem obveznih pokojninskih skladov, po spojitvah in začetni konsolidaciji poslovanja so ostali štirje obvezni pokojninski skladi, ki poslujejo še danes. To so AZ Fond (Allianz in Zagrebačka banka), Erste Plavi, PBZ – Croatia osiguranje in Reiffeisen.

V RH obstaja 22 prostovoljnih pokojninskih skladov, izmed katerih je šest odprtih prostovoljnih pokojninskih skladov, in sicer Raiffeisen DMF, AZ Benefit DMF, AZ Profit DMF; Croatia osiguranje DMF, Erste Plavi Expert DMF in Erste Plavi Protect DMF. Vanje lahko vlaga katerikoli posameznik, ki je v sistemu pokojninskega zavarovanja. Poleg teh obstaja še 16 zaprtih prostovoljnih pokojninskih skladov, ki so jih ustanovili nekateri delodajalci za prostovoljno pokojninsko varčevanje svojih zaposlenih.

2.2. Pravne podlage pokojninskega zavarovanja

Pokojninsko zavarovanje treh stebrov je v RH uvedel leta 1998 osnovan zakon o pokojninskem zavarovanju (Zakon o mirovinskem osiguranju - ZMO, NN³, 102/1998), ki se je začel uporabljati 1. 1. 1999. Leto kasneje, to je 1999, je bil sprejet Zakon o obveznih in prostovoljnih pokojninskih skladih (Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima – ZODMF, NN, 49/1999), ki je uvedel individualno kapitalizirano varčevanje in s tem na bistveno drugačen način uvedel pokojninsko zavarovanje v RH. Ta zakon se je začel uporabljati 1. 1. 2002. ZODMF je uvedel obvezne pokojninske sklade in pokojninske družbe, ki upravljajo te sklade. Pokojninska družba je delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo, ki upravlja z obveznimi pokojninskimi skladi (ZODMF, 2. člen).

Omeniti je treba še Zakon o pokojninskih zavarovalnih družbah, ki je bil sprejet leta 1999 (Zakon o mirovinskem osiguravajućim društvima - ZMOD, NN, 106/1999) in je prav tako začel veljati v letu 2002. Ta zakon je uvedel tako imenovane pokojninske zavarovalne družbe,

² Udruženje društava za upravljanje mirovinskimi fondovima i mirovinskih osiguravajućih društava (UMFO)

³ NN so hrvaški časopis Narodne novine, v Sloveniji je primerljivo glasilo Uradni list.

ki izplačujejo pokojnine iz obveznega in prostovoljnega zavarovanja, in temelji na individualnem kapitaliziranem varčevanju.

Vsi omenjeni zakoni so veljali za obdobje naše raziskave (poglavje 6), ki zajema analizo donosnosti obveznih pokojninskih skladov do vstopa RH v EU.

ZODMF med drugim na celovit način ureja naslednja področja:

- sistem obveznega pokojninskega zavarovanja na podlagi individualnega kapitaliziranega varčevanja v obdobju zbiranja pokojninskih prispevkov;
- pogoje ustanovitve in poslovanja obveznih pokojninskih skladov in pokojninskih družb za njihovo upravljanje, in sicer od zneska temeljnega kapitala družbe, predpisanih organov družbe, diverzifikacije (razpršitve) vlaganja premoženja sklada do načina prenosa denarnih sredstev iz osebnih računov zavarovancev v postopku uveljavljanja pravice na pokojnino v pokojninski zavarovalni družbi;
- poslovanje Centralnega registra zavarovancev (Središnji register osiguranika – REGOS);
- mehanizme notranjih kontrol, notranjega poročanja, upravljanja s tveganji v pokojninski družbi;
- pravno podporo, evidence poslovanja, administrativno in računovodsko podporo in druge vidike notranje organizacije pokojninskih družb;
- odgovornost članov uprave in nadzor poslovanja pokojninske družbe;
- in drugo.

Tako imenovani centralni register zavarovancev oziroma REGOS ima pomembno vlogo pri poslovanju obveznih pokojninskih skladov, saj vodi osebne račune zavarovancev, ki vplačujejo prispevke v obvezne pokojninske sklade. Če pojasnimo na primeru: vsak zaposlenec (zavarovanec) mora 5 % od svoje bruto plače vplačati v obvezni pokojninski sklad, ki ga sam izbere. Pri izbranem pokojninskem skladu ima zaposlenec svoj osebni račun⁴, ki je povezan z REGOS. Navedenih 5 % bruto plače zaposlenega delodajalec vplača na prehodni osebni račun delojemalca (zaposlenega), ki ga vodi REGOS. Po tem ko REGOS obdela in prekontrolira vplačilo tega prispevka, zmanjšanega za provizijo obveznega pokojninskega sklada, ga prenese na osebni račun zaposlenega. Na ta način delodajalec zaradi REGOS ne ve, za kateri sklad se je zaposlenec odločil. Prav tako zaposlenec lahko pri REGOS preveri, ali je delodajalec njegov prispevek res plačal. Zbrana sredstva na osebnih računih zavarovancev so premoženje obveznega pokojninskega sklada, ki ga omenjeni sklad vlaga na trgih kapitala in ustvarja donos izključno v korist članov sklada. Največ v dveh mesecih pred datumom upokojitve, sklene posameznik, ki ima sredstva na osebni račun

⁴ Osebni račun je račun, odprt na ime člana sklada v izbranem pokojninskem skladu, na katerega se knjižijo vplačani pokojninski prispevki in vse spremembe osebnega premoženja člana sklada v obdobju individualnega kapitaliziranega varčevanja (ZODMF, 2. člen).

določenega sklada in je s tem član⁵ sklada, pogodbo o pokojnini s pokojninsko zavarovalno družbo, ki jo je sam izbral in ki mu bo izplačevala pokojnino.

V prejšnjem odstavku smo prikazali primer, ko je zavezanec za obvezno pokojninsko zavarovanje (oziroma član obveznega pokojninskega sklada) v drugem stebru zaposlena oseba (delojemalec). ZODMF v 40. členu navaja, da so zavezanci za obvezno pokojninsko zavarovanje tisti, ki so obvezno zavarovani po zakonu o pokojninskem zavarovanju (ZMO), in sicer so to:

- zaposlenci in z njimi, v skladu s posebnimi predpisi, izenačene osebe;
- osebe, ki so izbrane ali imenovane v telesih državne oblasti in lokalne oblasti, če za to delo prejemajo plačo;
- osebe, ki so na praktičnem usposabljanju ali prostovoljni praksi (ne glede na to, ali so prejele za ta dela plačo ali plačilo);
- hrvaški državljani v RH, zaposleni pri tujih diplomatskih, konzularnih in drugih mednarodnih misijah ali v osebni službi tujih državljanov, če mednarodna pogodba ne določa drugače;
- tuji državljani in osebe brez državljanstva, ki so v delovnem razmerju na območju RH, če mednarodna pogodba ne določa drugače;
- brezposelne osebe, ki morajo biti zavarovane pod pogoji in v trajanju, ki jih določajo predpisi o zaposlovanju;
- obrtniki in trgovci posamezniki, ki so registrirani v ustreznem registru;
- osebe, ki opravljajo samostojne profesionalne dejavnosti (odvetniki, zdravniki, zobozdravniki, umetniki, novinarji, uredniki, prevajalci in drugi);
- vrhunski športniki in šahisti, če niso zavarovani na drugi podlagi;
- osebe, ki so na podlagi samostojne dejavnosti kmetijstva in gozdarstva zavezane za plačilo dohodnine ali davka od dohodkov pravnih oseb;
- osebe, ki opravljajo kmetijsko dejavnost kot edini ali glavni poklic, so obvezno zavarovani, če so lastniki, najemniki ali koncesionarji kmetijskih zemljišč;
- člani posloводства gospodarskih družb, če niso zavarovani na drugi podlagi;
- verski uslužbenci;
- hrvaški državljani, ki delajo v tujini pri mednarodnih organizacijah in tujih delodajalcih (ali na ladjah pod tujimi zastavami) na lastno zahtevo;
- starši, ki opravljajo starševske dolžnosti v prvem letu otrokovega življenja, če niso zavarovani na drugi podlagi;
- honorarno zaposleni;
- sezonski delavci
- in drugi.

⁵ Član sklada je zavarovanec, ki je prijavljen pri obveznem pokojninskem skladu ali oseba, ki je pristopila k prostovoljnemu pokojninskemu skladu na podlagi sklenjene pogodbe (ZODMF, 2. člen).

Pokojninska družba, ki upravlja obvezni pokojninski sklad, pri svojem vsakdanjem poslovanju sodeluje z REGOS in s tako imenovano skrbniško banko. Pravne podlage za njuno delovanje so urejene v ZODMF.

REGOS (centralni register zavarovancev) sodeluje z bankami, Finančno agencijo (FINA)⁶, Hrvaškim zavodom za pokojninsko zavarovanje in drugimi organi, z namenom zagotovitve učinkovitega zbiranja prispevkov in poročanja (ZODMF, 86. člen).

REGOS je institucija, ki ima z zakonom določene naloge.

REGOS zbira podatke o pokojninskih prispevkih (od delodajalcev in drugih zavezancev) centralizirano ter vodi podatke o osebnih računih članov obveznih pokojninskih skladov, poroča članom skladov in pokojninskih družb ter vodi ostale evidence o izmenjavi podatkov, nadzor in kakovostno delovanje pokojninskega sistema v RH (Kralj Vrsalović, 2004, 79).

REGOS je v določenih primerih upravičen do provizij, v določenih primerih pa ne.

REGOS je vsak mesec za vsakega člana pokojninskega sklada upravičen do provizije, ki jo plačuje pokojninska družba za upravljanje pokojninskih skladov na način, kot to ureja zakon, ki ureja delovanje centralnega registra zavarovancev (ZODMF, 86. člen).

REGOS mora enkrat na leto vsakemu članu pokojninske družbe brez plačila provizije pripraviti potrdilo, ki vsebuje (ZODMF, 87. člen):

- število obračunskih enot na osebni račun;
- vrednost premoženja, ki se nahaja na osebni račun v pokojninskem skladu, v katerega so investirana sredstva;
- datume plačila in zneske prispevkov, ki jih je imel član pokojninskega sklada v določenem obdobju;
- informacije o morebitnem prehodu v drugi pokojninski sklad in
- druge kategorije v preteklem obdobju.

Kot izhaja iz 87. člena ZODMF, mora REGOS na zahtevo člana pokojninske družbe temu zavarovancu dostaviti obvestilo o vrednosti premoženja na njegovem račun. Zavarovanec mora za to plačati provizijo, ki ne sme biti višja od stroškov izdelave tega obvestila.

Kot smo rekli, je v poslovanje obveznega pokojninskega sklada vpeta še skrbniška banka (angl. custodian). Skrbniška banka opravlja poravnavo vseh nakupnih in prodajnih transakcij za obvezni pokojninski sklad, za kar prejema tudi ustrezno skrbniško provizijo.

⁶ V Sloveniji ima podobno vlogo Agencija za javnopravne evidence in storitve – AJPES.

Kot določa ZODMF v 79. členu, mora pokojninska družba izbrati skrbniško banko, ki ji zaupa premoženje sklada in s katero sklene pogodbo o hrambi premoženja sklada. Skrbniška banka ne sme biti lastniško povezana z nobeno pokojninsko družbo, pokojninskim skladom ali pokojninsko zavarovalno družbo.

Naloge skrbniške banke pokojninskega sklada so (ZODMF, 80. člen):

- deponiranje in hramba premoženja pokojninskega sklada na ločenem računu;
- vrednotenje premoženja pokojninskega sklada;
- obveščanje agencije za nadzor finančnih storitev (HANFA), pokojninske družbe, centralnega registra zavarovancev o izvedenem postopku vrednotenja premoženja;
- obveščanje javnosti o vrednosti obračunske enote sklada, ki jo mora sklad objaviti v dnevnem časopisu vsaj enkrat na mesec;
- poročanje o izplačilih dividend, kuponov ali drugih instrumentov;
- poročanje o letnih skupščinah delničarjev in pravic, povezanih s premoženjem pokojninskih skladov kot tudi izvršitev nalogov pokojninske družbe glede uresničevanja teh pravic;
- opravljanje storitev glasovanja na letnih skupščinah delničarjev;
- druge storitve v zvezi s sredstvi pokojninskega sklada, dogovorjene med pokojninsko družbo in skrbniško banko.

Poleg omenjenih zakonov, veljajo za obvezne pokojninske sklade naslednji pomembnejši podzakonski akti, ki jih določa hrvaška agencija za nadzor finančnih storitev (HANFA), kot nadzorni organ, ki ga bomo predstavili v poglavju 2.4. Ti podzakonski akti so:

- pravilniki, ki izhajajo iz določil ZODMF, na primer:
 - pravilnik o sestavinah kapitala pokojninske družbe,
 - pravilnik o dovoljenih vlaganjih in dodatnih omejitvah vlaganja pokojninskega sklada,
 - pravilnik o letnih in trimesečnih ter drugih poročilih pokojninskega sklada,
 - pravilnik o ugotavljanju neto vrednosti premoženja in vrednosti obračunske enote sklada,
 - pravilnik o ravnanju centralnega registra zavarovancev in pokojninskih družb s člani obveznega pokojninskega sklada,
 - pravilnik o vsebini izobraževalnega programa, pogojih za pristop k izpitu in vsebini izpita za pridobivanje licence za pooblaščenega upravljavca pokojninskega sklada,
 - pravilnik o načinu in roku izračuna zajamčenega donosa,
 - pravilnik o pogojih za članstvo v upravi in nadzornem svetu pokojninske družbe,
 - pravilnik o organizacijskih zahtevah v pokojninski družbi,
 - pravilnik o računovodskih poročilih pokojninske družbe in
 - drugo.

- smernice (na primer Smernica za izvedbo revizije informacijskega sistema, Smernica za primerno upravljanje s tveganji informacijskega sistema idr.);
- sklepi (Sklep o odstotku provizije skrbniške banke, Sklep o zajamčenem donosu idr.).

Pokojninska družba mora imeti tudi interni akte oziroma notranje pravilnike.

Za ureditev notranje organizacijske strukture in odločanje mora pokojninska družba predpisati, uporabljati in redno ažurirati naslednje interne akte (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 3. člen):

- razdelitev na organizacijske enote,
- natančen opis poslov in odgovornosti posamezne organizacijske enote,
- zadolžitev in razdelitev odgovornosti najvišjega poslovodstva in zaposlenih pokojninske družbe,
- popis delovnih mest in delavcev znotraj posamezne organizacijske enote,
- postopek internega poročanja in odločanja znotraj pokojninske družbe ter
- način hrambe poslovne dokumentacije in podatkov.

2.3. Oblike pokojninskih sistemov

Ko se preučujejo pokojninski sistemi v EU, ne moremo govoriti o le enem konsistentnem in uniformiranem sistemu, ki ga uporabljajo vse države članice EU. Vsaka od teh držav je namreč v skladu s svojimi okoliščinami, kulturo, potrebami in cilji socialne politike razvijala svoj sistem pokojninskega zavarovanja. Nekaj pa je skupnega vsem državam članicam EU, (in sicer do predzadnje širitve EU): to je obstoj dveh ravni pokojninskega zavarovanja, pri čemer prva raven pomeni obvezno in javno pokojninsko zavarovanje medgeneracijske solidarnosti (Pay as You Go - PAYGO) in druga raven, ki pomeni dodatna ali strokovna pokojninska zavarovanja v zasebnem, javnem ali mešanem lastništvu, ki je ali obvezne ali prostovoljne narave (Rismondo 2005, 16).

Tretja raven pokojninskega sistema (v državah, kjer le-ta obstaja) je praviloma rezervirana za prostovoljno, zasebno in individualno pokojninsko zavarovanje (Rismondo 2005, 16).

V nadaljevanju predstavljamo, kako so se razvijale oblike pokojninskih sistemov.

Industrializacija in masovni pojav najemnih delavcev v 19. stoletju sta razvite evropske države pripeljala do oblikovanja kolektivnega mehanizma zaščite starejših delavcev in invalidnih oseb, ki so na starost ostali brez prihodkov. V mladih letih so zapustili svoje kmetije, se zaposlili kot delavci in na starost ostali brez podpore širše družine, ki je dominirala v kmetijskih gospodinjstvih in znotraj katere so bili oskrbovani ostareli in za delo nezmožni

ljudje. Tako so se postopoma razvile tri osnovne oblike materialne podpore siromašnim starejšim ljudem. Prva oblika je bila pomoč, ki jo je najprej cerkev potem država dajala v obliki miloščine po preverbi premoženjskega stanja posameznika. Najprej se je začelo s tako imenovanim Zakonom za reveže v Veliki Britaniji, čemur so sledile druge evropske države. Pozneje je bila v nekaterih evropskih državah, najprej na Danskem, uvedena državna pomoč za vse starejše ljudi pod eksistencialno ravnjo. Tretja oblika pa je bilo socialno zavarovanje za primer starosti in invalidnosti, vzpostavljeno v Nemčiji v osemdesetih letih 19. stoletja, v času vladavine Otta von Bismarcka (Puljiz 2011, 28).

Slednji sistem pokojninskega zavarovanja, imenovan Bismarckov, se je razširil tudi v drugih, najprej kontinentalnih evropskih državah in je začel veljati tudi na Hrvaškem konec 19. stoletja z zakonom, ki ga je uvedla Avstro-Ogrska monarhija (Puljiz 2011, 28).

Med prvo in drugo svetovno vojno je prevladoval sistem kolektivne kapitalizacije pokojninskih sistemov. Po drugi svetovni vojni pa je večina evropskih držav ta sistem opustila, saj je takrat veliko pokojninskih skladov propadlo ali izginilo v veliki gospodarski krizi v tridesetih letih prejšnjega stoletja in v drugi svetovni vojni. Po drugi svetovni vojni je v pokojninskih sistemih razvitih držav prevladal model tekoče razdelitve oziroma medgeneracijske solidarnosti (PAYGO).

Po drugi svetovni vojni je prišlo do obvezne vključitve vseh zaposlenih v pokojninske sisteme. Pomembno je izpostaviti, da je po drugi svetovni vojni v zahodni Evropi prevladala ideja, po kateri pokojnina ni predstavljala samo pomoč za preživetje starejših ljudi, temveč je predstavljala zamenjavo dohodka oziroma je bila odložen dohodek (fr. *salairé différé*), ki izhaja iz vplačanih prispevkov iz časa zaposlitve (Puljiz 2011, 29).

Med drugim je bil zaradi demografskih trendov, gospodarske krize v sedemdesetih letih in evropske integracije vse večji tudi pritisk na zmanjšanje javne porabe in s tem tudi pritisk na znižanje stroškov za socialno varnost ter na stroške pokojnin. Temu je botrovala še liberalizacija in intenziven razvoj finančnih trgov, zaradi česar je sistem kapitalizacije pokojnin zopet postal vse bolj primeren za pokojninski sistem, in hkrati tudi primeren način akumulacije kapitala, potrebnega za investiranje.

Lahko rečemo, da sta v državah EU do njene predzadnje širitve 1. maja 2004 prevladovala dva modela pokojninskega sistema, pri čemer je eden Bismarckov (z izdatnimi prispevki iz javnega in obveznega pokojninskega zavarovanja), ki je značilen za Italijo, Francijo in Nemčijo, ter drugi, Beveridgov (z minimalnimi prispevki iz javnega pokojninskega zavarovanja in izdatnimi prispevki iz dodatnega oziroma strokovnega zavarovanja), ki je značilen za Nizozemsko in Veliko Britanijo. V EU v skladu z njeno naravo in namenom ni unifikacije nacionalnih sistemov socialne varnosti, ki zajemajo tudi sisteme pokojninskega

zavarovanja, temveč se opravlja samo njihova koordinacija z namenom zaščite pravic oseb, ki migrirajo znotraj EU v skladu z načelom svobodnega gibanja oseb v njej. Določeno usklajevanje sistema socialne varnosti, vključno s pokojninskim zavarovanjem, se opravlja z uvedbo standardov (norm) Mednarodne organizacije dela in Sveta Evrope (Rismondo 2005, 16).

Skoraj vse evropske države so v zadnjih dveh desetletjih doživele reforme pokojninskega sistema, za RH sta bili kot primer uspešno izvedene temeljite reforme Madžarska in Poljska, po katerih se je RH zgledovala. Danes je pokojninski sistem RH pravzaprav kombinacija več pokojninskih sistemov, tako Bismarckovega kot Beveridgeovega pokojninskega sistema. Iz Bismarckovega je prevzet javen, ki je obvezen, in Beveridgeovega pa zaseben, ki je obvezen in tudi prostovoljen pokojninski sistem.

RH ima torej naslednje oblike pokojninskega sistema (1. člen, ZMO):

- 1) obvezno pokojninsko zavarovanje na temelju medgeneracijske solidarnosti,
- 2) obvezno pokojninsko zavarovanje na temelju individualnega kapitaliziranega varčevanja,
- 3) prostovoljno pokojninsko zavarovanje na temelju individualnega kapitaliziranega varčevanja.

Upokojenci v RH tako dobijo pokojnino iz prvega in drugega stebra. Višina pokojnine iz drugega in tretjega stebra je neposredno odvisna od vplačanih prispevkov, medtem ko višina pokojnine iz prvega stebra ni odvisna samo od višine vplačanih prispevkov.

Za primerjavo z evropskimi državami izpostavljam sistem pokojninskega zavarovanja v Republiki Sloveniji (RS).

Pokojninsko in invalidsko zavarovanje ima v RS že dolgo tradicijo, saj njegovi zametki segajo v 19. stoletje. Ker pa je bila Slovenija v preteklosti del drugih držav, ni imela povsem avtonomne pravne ureditve tega področja. Šele marca 1992 uveljavljen zakon predstavlja prvo samostojno ureditev tega zavarovanja v RH (Štiblar 2013, 184).

Do 1. januarja 2000 je slovenski pokojninski sistem temeljil izključno na načelu medgeneracijske solidarnosti, kar pomeni, da je delovno aktivno prebivalstvo zagotavljalo sredstva za pokojnine (Štiblar 2013, 33). Trenutno sistem pokojninskega zavarovanja v RS temelji na tristebnem sistemu, pri čemer se drugi in tretji steber precej razlikujeta od istih stebrov v RH.

Prvi steber pokojninskega zavarovanja v RS temelji na medgeneracijski solidarnosti (PAYGO), to je obvezno pokojninsko in invalidsko zavarovanje, ki omogoča zavarovancu minimalno socialno varnost ob upokojitvi.

Drugi steber je v RS obvezno in prostovoljno dodatno zavarovanje, pri čemer obvezno dodatno pokojninsko zavarovanje nadomešča beneficirano delovno dobo.

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje predstavlja zbiranje denarnih sredstev na osebnih računih zavarovancev, vključenih v to obliko zavarovanja z namenom, da se jim ob dopolnitvi določene starosti ali v drugih primerih, določenih v pokojninskem načrtu, zagotovijo dodatne pokojnine ali druge določene pravice (293. člen ZPIZ-UPB-4). V prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje se lahko vključi vsak posameznik samostojno (individualno zavarovanje) ali preko delodajalca (kolektivno prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje).

Tretji steber pokojninskega zavarovanja v RS temelji na osebnih pokojninskih varčevalnih računih in vključuje rentna in življenjska zavarovanja, naložbene police, vzajemne sklade in drugo.

2.4. Nadzor nad poslovanjem pokojninskih skladov

V RH opravlja nadzor nad finančnimi trgi in finančnimi storitvami tako imenovana Hrvaška agencija za nadzor finančnih storitev (hr. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga – HANFA, v nadaljevanju: Agencija). Agencija opravlja nadzor nad poslovanjem družb za upravljanje skladov, nad poslovanjem obveznih pokojninskih skladov in nad REGOS (ZODMF, 92. člen). Agencija HANFA je v RH nastala leta 2005 s spojitvijo treh takrat obstoječih agencij, in sicer Komisije za vrednostne papirje, Agencije za nadzor pokojninskih skladov in zavarovanja ter Direkcije za nadzor družb za zavarovanje. Agencija je samostojna pravna oseba z javnimi pooblastili v svojem delokrogu (ZODMF, 91. člen) in zavezami, ki so zapisane v zakonih, in sicer v ZMO, ZODMF in pripadajočih podzakonskih aktih.

Agencija kontinuirano opravlja posle posrednega in neposrednega nadzora nad obveznimi pokojninskimi skladi (Godišnje izvješće HANFA 2013).

Posredni nadzor obveznih pokojninskih skladov se izvaja na način, da se pregledujejo dostavljena dnevna in periodična poročila o delu pokojninskih skladov v smislu kontrole dovoljenih naložb v premoženju skladov, kontrole naložbenih omejitev in kontrole objavljanja vrednotenja premoženja. Zbrana poročila se nato analizirajo, na dnevni osnovi pa se za tem izračunavajo donosnosti obveznih pokojninskih skladov in vrednosti indeksa obveznih pokojninskih skladov, imenovanega s kratico MIREX; na periodični ravni pa se analizira uspešnost poslovanja pokojninskih družb (družb za upravljanje pokojninskih skladov). Poročila, ki jih Agencija tudi pregleduje pri opravljanju posrednega nadzora, so poročilo o izračunu neto vrednosti premoženja, letna poslovna poročila in letna računovodska poročila pokojninskih družb in pokojninskih skladov, ki morajo biti revidirana s strani neodvisnega pooblaščenega revizorja, in dodatna poročila k računovodskim poročilom za vmesno obdobje.

Agencija pregleduje tudi obračunavanje provizij in obveznih objav na spletni strani (Godišnje izvješće HANFA 2013).

Računovodska poročila pokojninskih družb in obveznih pokojninskih skladov morajo biti revidirana in predložena Agenciji v štirih mesecih po koncu poslovnega leta.

Agencija nadzira tudi spoštovanje ZODMF in podzakonskih predpisov. Agencija na primer kvalitativno in kvantitativno oceni tveganje poslovanja pokojninskih družb in pokojninskih skladov, spremlja spremembe v kapitalu družbe za upravljanje pokojninske družbe, število članov, usklajenost jamstvenih pologov, potencialne obveze za izplačilo zajamčenega donosa, strukturo in razmerje stroškov in prihodkov ter točnost izračuna provizij (Godišnje izvješće HANFA 2013).

V postopku neposrednega nadzora Agencija preverja postopanje zaposlenih v pokojninski družbi po predpisanih internih aktih, proces realizacije investicijskih odločitev, spoštovanje določil o dovoljenih vlaganjih in njihovih omejitvah, članstvo v nadzornem svetu, vodenje računovodstva in pripravo računovodskih izkazov družb za upravljanje pokojninskih skladov in pokojninskih skladov. Prav tako, za razliko od posrednega nadzora, zaposleni iz Agencije obiščejo prostore nadzorovanih pokojninskih družb, kjer imajo neposreden dostop do poslovnih dokumentov, opravljajo razgovore z zaposlenimi v pokojninski družbi in preverijo, ali tečejo vsakodnevni poslovni procesi v skladu s postopki, opisanimi v notranjih aktih in dobro poslovno prakso. V neposrednem nadzoru kontrolirajo tudi knjigo transakcij, register članov, računovodske evidence, finančna poročila in spoštovanje zakona o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (HANFA 2014).

Agencija lahko po opravljenem nadzoru obveznega pokojninskega sklada določi po ZODMF (93. člen) naslednje nadzorne ukrepe:

- priporočila upravi pokojninske družbe;
- opozorilo;
- odpravo nezakovitosti in nepravilnosti;
- posebne nadzorne ukrepe;
- preklic ali razveljavitev dovoljenja za delo.

3 POKOJNINSKI SKLADI V RH IN POLITIKA NALOŽB

Predstavili bomo najpomembnejše značilnosti pokojninskih skladov, in sicer članstvo, njihovo premoženje, upravljanje, politiko in vrste naložb ter donosnost.

3.1. Vrste in značilnosti pokojninskih skladov

Fabozzi (1994, 165; povzeto po Štiblar, 2013, 32) »označuje tri temeljne vrste pokojninskih skladov: pokojninski sklad z vnaprej določenimi pravicami, pokojninski sklad z vnaprej določenimi prispevki in hibridni pokojninski sklad:

- pokojninske sklade z vnaprej določenimi pravicami običajno oblikujejo podjetja za svoje zaposlene. Zavežejo se k izplačilu vnaprej določene pokojnine vse do smrti upravičenca, vplačane premije pa predstavljajo davčno olajšavo za podjetja. Pravica do pokojnine ne nastopi ob vključitvi v načrt, temveč šele po določenem številu let članstva;
- pri pokojninskih skladih z vnaprej določenimi prispevki se delodajalec zaveže, da bo na varčevalne račune zaposlenih vplačeval določeno višino premije, ne obljublja pa določene višine pokojnine ob upokojitvi. Ta je znana šele ob upokojitvi in je odvisna od prispevkov delodajalca ter uspešnosti investiranja zbranih sredstev;
- v hibridnih pokojninskih skladih delodajalec prispeva dogovorjeno mesečno premijo in hkrati zaposlencu zagotavlja minimalno pokojnino, ki je odvisna od trajanja zaposlitve in njegove plače. Če sredstva pokojninskega sklada ne dosegajo sedanje vrednosti obveznosti, morajo razliko doplačati zaposleni.«

Če izhajamo iz definicij, navedenih v prejšnjih odstavkih, lahko rečemo, da so obvezni pokojninski skladi v RH pokojninski skladi z vnaprej določenimi prispevki.

Z obveznim pokojninskim skladom v RH upravlja družba za upravljanje pokojninskega sklada (v nadaljevanju tudi: pokojninska družba). Pokojninska družba je pravna oseba, organizirana kot delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo, pokojninski sklad pa je subjekt brez pravne osebnosti izključno v lastništvu članov sklada (člani sklada so zavarovanci drugega pokojninskega stebra).

Od 2013 do 31.12.2015 so v RH poslovali štirje obvezni pokojninski skladi in štiri pokojninske družbe za upravljanje s pokojninskim skladom, in sicer:

- »AZ obvezni mirovinski fond« pod upravljanjem Allianz ZB, d. o. o., družbe za upravljanje z obveznim pokojninskim skladom;
- »Erste Plavi obvezni mirovinski fond« pod upravljanjem Erste, d. o. o., družbe za upravljanje z obveznim pokojninskim skladom;

- »PBZ Croatia osiguranje obvezni mirovinski fond« pod upravljanjem PBZ Croatia osiguranje, d. d., družbe za upravljanje z obveznim pokojninskim skladom in
- »Raiffeisen obvezni mirovinski fond« pod upravljanjem Raiffeisen, d. d., družbe za upravljanje z obveznim pokojninskim skladom.

Dve pokojninski družbi za upravljanje sta v neposrednem lastništvu tujih institucij, ena je v posrednem tujem lastništvu, v eni pa je delež domačega in tujega lastništva enak. Prihodki pokojninskih družb so:

1. vstopna provizija (0,8 odstotka od vsakega vplačila prispevka);
2. provizija za upravljanje (izračunava se v odstotku od skupnega premoženja sklada, maksimalno 1,2 odstotka letno);
3. izhodna provizija v primeru zamenjave sklada.

V RH so obstajali v letu 2013 poleg štirih obveznih pokojninskih skladov še prostovoljni, in sicer šest odprtih prostovoljnih in 16 zaprtih prostovoljnih pokojninskih skladov, kar je skupaj 26 pokojninskih skladov (Preglednica 1).

Preglednica 1: Število pokojninskih skladov od 2007 do 2013⁷

Vrsta pokojninskih skladov / Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obvezni pokojninski skladi	4	4	4	4	4	4
Prostovoljni pokojninski skladi	6	6	6	6	6	6
Zaprti prostovoljni pokojninski skladi	15	15	15	15	17	16
Skupaj	25	25	25	25	27	26

Vir: HANFA 2014.

Kot vidimo iz Preglednice 1, se število obveznih in odprtih prostovoljnih pokojninskih skladov ni spreminjalo, spreminja pa se število zaprtih prostovoljnih pokojninskih skladov, ki jih odpirajo delodajalci in ponujajo svojim zaposlenim.

Za obvezni pokojninski sklad je značilno, da mora imeti najmanj 50.000 članov (zavarovancev drugega stebra), prostovoljni pokojninski sklad pa mora imeti najmanj 2.000 članov (ZODMF, 36. člen).

Za pokojninsko družbo za upravljanje z obveznim pokojninskim skladom je značilno, da mora biti najnižja vrednost temeljnega kapitala 40 milijonov hrvaških kun, najnižja vrednost družbe za upravljanje s prostovoljnim pokojninskim skladom pa 15 milijonov hrvaških kun (ZODMF, 8. člen). Pokojninska družba mora po ZODMF vzdrževati kapital družbe najmanj v višini ene polovice najnižjega temeljnega kapitala.

⁷ Prikazujemo obdobje od vključno 2008 do vključno 2013, ki je obdobje naše raziskave.

Za vsakih 10.000 članov nad 50.000 članov obveznega pokojninskega sklada, mora pokojninska družba povečati temeljni kapital za jamstveni polog v višini milijon hrvaških kun. Jamstveni polog se hrani na posebnem računu pri skrbniški banki (ZODMF, 56. člen).

Pomembna značilnost obveznega pokojninskega sklada sta tudi članstvo in dedovanje. Član pokojninskega sklada je vsaka fizična oseba, ki je po svoji izbiri pristopila v obvezni pokojninski sklad z namenom obveznega pokojninskega zavarovanja na podlagi individualnega kapitaliziranega varčevanja. Kot izhaja iz 40. člena ZODMF, postanejo člani obveznega pokojninskega sklada zavarovanci, ki so obvezno zavarovani po zakonu o pokojninskem zavarovanju in so mlajši od starosti 40 let ter se obvezno zavarujejo na podlagi individualnega kapitaliziranega varčevanja. Član lahko zamenja izbrani obvezni pokojninski sklad z drugim obveznim pokojninskim skladom, vendar iz sistema drugega stebra pokojninskega zavarovanja ne more izstopiti, razen v primeru upokojitve ali smrti. V primeru smrti člana obveznega pokojninskega sklada so sredstva nasledstvena.

Kot lahko vidimo v Preglednici 2, se članstvo v obveznih pokojninskih skladih od prvega leta delovanja (2002) počasi, a vztrajno povečuje. Vsi na novo zaposleni so avtomatično člani drugega pokojninskega stebra. V obveznih pokojninskih skladih se je število članov povečalo od leta 2008 do leta 2013 za 244.489 novih članov. Opažamo, da se z leti povečuje interes za izbiro pokojninskega varčevanja v tretjem stebru, ki nudi davčne ugodnosti in predstavlja enega od načinov dodatnega varčevanja.

Preglednica 2: Število članov v pokojninskih skladih

Vrsta pokojninskih skladov / Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obvezni pokojninski skladi	1.475.729	1.522.149	1.561.454	1.604.336	1.652.802	1.702.218
Prostovoljni pokojninski skladi	127.738	146.410	169.851	184.125	190.994	204.566
Zaprti prostovoljni pokojninski skladi	17.285	17.733	17.618	18.155	23.146	22.691

Vir: HANFA 2014.

Naslednja pomembna značilnost obveznih pokojninskih skladov so obračunske enote v premoženju sklada. Vplačani obvezni pokojninski prispevki članov (5 % od bruto plače) se zbirajo na prehodnem računu REGOS, kjer se konvertirajo v obračunske enote pokojninskega sklada na datum konverzije. Obračunske enote se knjižijo v korist osebnih računov na ime člana pokojninskega sklada. Na osebnih računih članov se torej zbirajo obračunske enote, ki postanejo njihov delež v lastništvu sklada. Poslovodstvo sklada vlaga v različne finančne instrumente⁸ (več v politiki naložb v poglavju 3.3.), ki predstavljajo skupno vrednost

⁸ »Finančni instrument je pogodba (pravni dogovor), ki ima monetarno (denarno) vrednost oziroma omogoča monetarno transakcijo. S takšno pogodbo pridobi imetnik pogodbe pravico prejeti denar ali kakšen drug finančni instrument po pogojih, ki so določeni v pogodbi. Z drugimi besedami, na podlagi pogodbenega razmerja postane finančni instrument finančno sredstvo pri enem ter hkrati finančna obveznost pri drugem podpisniku. Prvotni namen izdajanja finančnih instrumentov je zbiranje kapitala za financiranje projektov, zaradi tega so v praksi

premoženja obveznega pokojninskega sklada. Skupno vrednost pokojninskega sklada na dan vrednotenja torej sestavlja seštevek vrednosti vseh vrst finančnih instrumentov v portfelju pokojninskega sklada.

V zvezi s premoženjem obveznega pokojninskega sklada je treba poznati njegovo neto vrednost.

Neto premoženje pokojninskega sklada je vrednost skupnega premoženja zmanjšana za obveznosti pokojninskega sklada (Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine i vrijednosti obračunske jedinice obveznog mirovinskog fonda, 2. člen). Vrednost neto premoženja se izračunava vsak delovni dan, ta se deli s številom obračunskih enot, da se dobi neto vrednost obračunske enote obveznega pokojninskega sklada na določen dan. Potreba po dnevnem izračunu neto vrednosti obračunske enote izhaja iz vsakodnevnih vplačil pokojninskih prispevkov. Slednja je javno objavljena na spletnih straneh sklada in Agencije.

Obveznosti pokojninskega sklada so obveznosti, ki izhajajo iz (Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine i vrijednosti obračunske jedinice obveznog mirovinskog fonda, 2. člen):

- stroškov vlaganja premoženja pokojninskega sklada;
- dodeljevanja obračunskih enot in spremembe članstva v pokojninskem skladu in zapiranja osebnih računov;
- provizij za upravljanje pokojninski družbi;
- ostalih neplačanih stroškov.

Kot je razvidno iz Preglednice 3, se neto premoženje vseh pokojninskih skladov z leti povečuje, kar je večinoma posledica večjega števila novih članov in donosnosti skladov. Neto premoženje obveznih pokojninskih skladov se je povečalo iz 22,59 milijarde HRK v letu 2008 na skoraj 58,24 milijarde HRK⁹ v letu 2013, kar je 158-odstotno povečanje.

Preglednica 3: Skupno in neto premoženje v pokojninskih skladih v tisočih HRK

Vrsta pokojninskih skladov / Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obvezni pokojninski skladi	22.590.933	29.264.636	36.328.054	41.067.099	51.133.725	58.237.703
Odpri prostovoljni pokojninski skladi	799.665	1.144.809	1.472.212	1.642.130	1.987.416	2.208.116
Zaprti prostovoljni pokojninski skladi	148.378	218.343	287.794	326.598	441.855	494.615
Skupaj	23.538.977	30.627.788	38.088.061	43.035.827	53.562.996	60.940.435

Vir: HANFA 2014.

najprepoznavnejši lastniški (delnice) in dolžniški (obveznice) finančni instrumenti, obstajajo pa tudi drugi.« (<http://www.financnislovar.com/definicije/financni-instrument.html>)

⁹ HRK je oznaka za hrvaške kune. Tudi v nadaljevanju uporabljamo kratico HRK.

Naslednja značilnost obveznih pokojninskih skladov je transparentnost poslovanja. Pokojninska družba mora o premoženju in obveznostih periodično poročati. Pokojninska družba mora za pokojninski sklad, ki ga upravlja, voditi poslovne knjige, knjigovodske evidence, vrednotiti premoženje in obveznosti ter sestavljati letna in trimesečna poročila v skladu z ZODMF, predpisi, ki urejajo računovodstvo, in mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (Pravilnik o godišnjim, tromjesečnim i drugim izvještajima obveznog mirovinskog fonda, 2. člen).

Letna in trimesečna poročila pokojninskega sklada sestavljajo (Pravilnik o godišnjim, tromjesečnim i drugim izvještajima obveznog mirovinskog fonda, 3. člen):

- poročilo o finančnem položaju,
- poročilo o vseobsegajočem donosu,
- poročilo o denarnem toku,
- poročilo o spremembah v neto premoženju pokojninskega sklada,
- poročilo o posebnih pokazateljih pokojninskega sklada,
- poročilo o vrednotenju premoženja in obveznosti pokojninskega sklada,
- razkritja k računovodskim izkazom.

Poleg teh poročil mora pokojninska družba pripraviti poročilo o strukturi premoženja in poročilo o obveznostih pokojninskega sklada.

Pokojninska družba mora za pokojninski sklad, ki ga upravlja, sestaviti letno poročilo za poslovno leto s stanjem na dan 31. decembra in trimesečna poročila znotraj poslovnega leta na dan 31. marec, 30. junij in 30. september (Pravilnik o godišnjim, tromjesečnim i drugim izvještajima obveznog mirovinskog fonda, 3. člen).

Poleg letnega poročila mora pokojninska družba sestaviti medletna poročila.

Pokojninska družba mora poročila dostaviti Agenciji in jih javno objaviti na svojih spletnih straneh. Agenciji mora dostaviti poročilo (Pravilnik o godišnjim, tromjesečnim i drugim izvještajima obveznog mirovinskog fonda, 5. člen):

- za trimesečno obdobje na dan 31. marec tekočega leta do 30. aprila tekočega leta;
- za šestmesečno obdobje na dan 30. junija tekočega leta do 31. julija tekočega leta;
- za devetmesečno obdobje na dan 30. septembra tekočega leta do 31. oktobra tekočega leta;
- rok za dostavo revidiranih letnih poročil pokojninskega sklada s stanjem na dan 31. december je 30. april naslednjega leta.

Za poročila so pomembne računovodske politike, ki jih je pokojninska družba dolžna predpisati, jih uporabljati in redno ažurirati. Pravilno mora predpisati postopke, ki omogočajo

pravočasno dostavo računovodskih poročil v skladu z zakonom in drugimi pomembnimi predpisi in ki dajejo resničen in objektiven prikaz finančne situacije pokojninske družbe ter pokojninskega sklada, s katerim pokojninska družba upravlja, v skladu z veljavnimi računovodskimi standardi in pravili (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 3. člen).

3.2. Upravljanje (management) pokojninskih skladov

Prispevki članov iz obveznega pokojninskega zavarovanja predstavljajo kapital obveznega pokojninskega sklada. Kapital je naložba ob določenem tveganju, o kateri se v imenu investitorjev odloča management (Stolowy in Lebas 2002, 381).

Upravljanje pokojninskih skladov v RH je zelo regulirano, od tega, kako vzpostaviti notranjo organizacijsko strukturo, upravljanje s tveganji, naložbeno strategijo, politike naložb in vse do pogojev za članstvo v managementu (najvišjem poslovodstvu) ter programa vodenja, ki ga pripravi management pokojninske družbe.

Pokojninska družba mora vzpostaviti takšno notranjo organizacijsko strukturo, ki zagotavlja ustrezno opravljanje poslov upravljanja pokojninskih skladov, kar pomeni, da se poslovanje razdeli vsaj na naslednje organizacijske enote (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 3. člen):

- upravljanje s tveganji,
- pravna podpora in skladnost z ustreznimi predpisi,
- notranja revizija,
- upravljanje s premoženjem,
- analiza finančnih trgov in
- administrativna ter računovodska podpora.

Najvišje poslovodstvo (management) je dolžno zagotoviti, da zaposleni v eni organizacijski enoti ne opravljajo poslov drugih organizacijskih enot.

Pokojninska družba mora predpisati, uporabljati in redno posodabljati politike in procedure z namenom ugotavljanja tveganja neusklajenosti poslovanja pokojninske družbe s pomembnimi tveganji kot tudi drugih tveganj (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 7. člen).

Pokojninska družba mora organizirati trajno, učinkovito in neodvisno organizacijsko enoto upravljanja s tveganji, katerim je pokojninska družba ali pokojninski sklad izpostavljen, še posebej pa za kreditna, likvidnostna, tržna in operativna tveganja.

Kreditno tveganje ali tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke je tveganje izgube za pokojninski sklad, ki izhaja iz možnosti, da druga pogodbeni stran ne bo mogla izpolniti svoje obveznosti pokojninskemu skladu (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 2. člen).

Likvidnostno tveganje je tveganje, da se premoženje pokojninskega sklada ne bo moglo unovčiti v dovolj kratkem časovnem obdobju in po ceni, ki je približno enaka pošteni ceni (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 33. člen).

Tržno tveganje je tveganje izgube za pokojninski sklad, ki lahko nastane zaradi oscilacije tveganj cene premoženja iz portfelja pokojninskega sklada kot posledica sprememb tržnih okoliščin in dejavnikov, na primer obrestnih mer, tečajev, cen finančnih instrumentov, kreditne sposobnosti izdajatelja idr. (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 2. člen).

Vse bolj pa pridobiva na pomenu operativno tveganje.

»Operativno tveganje je tveganje izgube zaradi nezadostnega ali neuspelega izvajanja notranjih procesov, ravnanj ljudi ali delovanja sistemov oziroma zunanjih dejavnikov. Operativno tveganje povezujemo z ravnanjem ljudi, izvajanjem bančnih procesov, delovanjem informacijske tehnologije ter zunanjimi dejavniki, ki vplivajo na poslovanje posamezne banke« (Tomsits 2010, 27).

Operativno tveganje je tveganje izgube za pokojninski sklad zaradi neprikladnih in neuspešnih notranjih procesov in napak, ki se nanašajo na zmožnosti zaposlencev in sisteme znotraj pokojninskega sklada ali tveganja izgube zaradi zunanjih vplivov ali dogodkov, vključujoč pravno in dokumentacijsko tveganje ter tveganje, ki izhaja iz postopka trgovanja, poravnave in vrednotenja, ki se izvaja za račun pokojninskega sklada (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 2. člen).

Z upravljanjem s tveganji je povezana organizacijska enota, ki se imenuje pravna podpora in skladnost z ustreznimi predpisi. Njena glavna naloga je kontrola usklajenosti delovanja pokojninske družbe z veljavnimi predpisi.

Najvišje poslovodstvo pokojninske družbe mora organizirati tudi učinkovito in od uprave in vseh dejavnosti družbe neodvisno funkcijo notranje revizije.

Notranja revizija je funkcionalno sredstvo, s katerim predstojnik ali poslovodni organ iz neodvisnega vira dobi zagotovilo, da notranje kontrole dosegajo cilje notranjega kontroliranja in da se tveganja obvladujejo na še spremenljivi stopnji (Žnidar 2006, 42).

Najvišje poslovodstvo pripravlja naložbeno strategijo (strategijo vlaganja) za pokojninski sklad, ki mora vsebovati rezultate vlaganj, časovno obdobje uresničevanja strategije in smernice vlaganja za vsako vrsto naložb pokojninskega sklada (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 2. člen).

Pripravljena in napisana strategija vlaganja za pokojninski sklad je povezana s politiko naložb, o kateri bomo več govorili v naslednjem poglavju.

Pokojninska družba mora v zvezi z naložbeno strategijo pri notranjem razporejanju poslov in funkcij zagotoviti kontrolo s strani najvišjega poslovodstva in nadzornega sveta, pri čemer leti (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 6. člen):

- odgovarjajo za sprejetje in izvajanje naložbenih strategij za vsak pokojninski sklad, ki ga upravlja pokojninska družba;
- spremljajo sprejetje naložbenih strategij za vsak pokojninski sklad, ki ga upravlja pokojninska družba;
- odgovarjajo za vzpostavitev neodvisnih, trajnih in učinkovitih funkcij spremljanja skladnosti z ustreznimi predpisi, upravljanja s tveganji in notranje revizije v ustreznih organizacijskih enotah;
- spremljajo in periodično potrjujejo, da se naložbena strategija in omejitve izpostavljenosti tveganjem za vsak pokojninski sklad, ki ga pokojninska družba upravlja, pravilno in učinkovito izvaja ter spoštuje;
- odobravajo in periodično ocenjujejo ustreznost notranjih postopkov za sprejemanje naložbenih odločitev za vsak pokojninski sklad, ki ga upravlja pokojninska družba;
- odobravajo in periodično ocenjujejo politike, postopke in ukrepe za obvladovanje tveganja, postopke in tehnike za izvajanje politike, vključno z omejitvami izpostavljenosti tveganjem za pokojninski sklad, ki ga pokojninska družba upravlja.

Administrativna ter računovodska podpora je organizirana kot posebna organizacijska enota, ki opravlja evidentiranje, knjiženje, računovodenje in hranjenje dokumentacije pokojninskega sklada.

Poleg zgoraj omenjenega mora najvišje poslovodstvo tudi zagotoviti neprekinjeno poslovanje, kar zajema (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 33. člen):

- neprekinjeno izpolnjevanje pogojev in obveznosti, ki so predpisani z zakoni,
- finančno stabilnost pokojninske družbe in

- kontinuiteto pri opravljanju dejavnosti.

Za upravljanje pokojninskega sklada oziroma članstvo najvišjega posloводства pokojninskega sklada je treba izpolnjevati določene pogoje, kot so določena prva stopnja dodiplomske oziroma univerzitetne izobrazbe in strokovna znanja iz naslednjih področij (Pravilnik o uvjetima za članstvo u upravi i nadzornom odboru mirovinskog društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 4. člen):

- poslovanje pokojninskih skladov,
- finančni trgi,
- računovodski okvir,
- zakonodajni okvir,
- strateško načrtovanje in poznavanje poslovne strategije, poslovnega načrta in njegovega uresničevanja,
- upravljanje s tveganji,
- korporativno upravljanje vključno s sistemom notranjih kontrol, ter
- analiza finančnih podatkov.

Poleg teh znanj je treba imeti licenco. Eden od pogojev za članstvo v najvišjem poslovodu pokojninske družbe je namreč opravljen izpit za pridobitev licence pooblaščenega upravitelja pokojninskega sklada. Agencija izvaja izobraževanje in organizira izpitno komisijo, ki ureja izvajanje izpita in sestavlja zapisnik o opravljenem izpitu. Agencija na svoji internetni strani objavlja uraden seznam kandidatov, ki so opravili izpit. Osebi, ki opravi izpit, izda Agencija licenco o opravljenem izpitu za pridobitev naslova pooblaščenega upravitelja pokojninskega sklada.

Poleg strokovnih kvalifikacij mora član najvišjega posloводства za upravljanje pokojninskega sklada pripraviti tako imenovani program vodenja poslova pokojninske družbe, ki ga mora dostaviti Agenciji.

Vsebina programa vodenja mora biti pripravljena v pisni obliki in na trajnem elektronskem mediju in mora vsebovati (Pravilnik o uvjetima za članstvo u upravi i nadzornom odboru mirovinskog društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 9. člen):

- kratek opis stanja v pokojninski družbi ter organizacijsko shemo družbe s številom zaposlenih po organizacijskih enotah;
- opis okolja, v katerem pokojninska družba deluje, in njen položaj glede na celoten finančni sektor, v katerem deluje in glede na konkurenco (zaželeno je navesti prednosti in slabosti glede na konkurenčne družbe);
- natančen opis aktivnosti v mandatnem obdobju (po možnosti navesti načrtovano dinamiko realizacije) vključno z načrtovanimi večjimi spremembami glede na obstoječe stanje;

- projekcije računovodskih poročil pokojninske družbe za mandatno obdobje, ki morajo biti pripravljene na predpisanih obrazcih;
- opis predpostavk in dejstev, upoštevanih v času izdelave programa vodenja;
- natančen opis načrtovanih aktivnosti, ki bodo podpora obstoječim osnovnim aktivnostim s ciljem kakovostnega prepoznavanja, merjenja in upravljanja vseh tveganj, opis sistema upravljanja s tveganji (strategije, politike, postopki, merila upravljanja s tveganji, tehnike merjenja tveganj, razdelitev odgovornosti v zvezi z upravljanjem s tveganji) ter opis aktivnosti, ki se jim bo izboljšalo stanje v pokojninski družbi;
- opis predvidenega postopanja pri odločanju in razmejitve pooblastil med člani uprave pokojninske družbe;
- opis predvidene politike preprečevanja nasprotja/konflikta interesov;
- načrt predvidenega postopanja v primeru insolventnosti pokojninske družbe;
- opis predvidenega ravnanja v primeru pada vrednosti premoženja pokojninskega sklada;
- opis predvidenega sistema notranje revizije ter sistema notranjih kontrol in nadzora usklajenosti ravnanja (angl. compliance) pokojninske družbe z zakonskimi in podzakonskimi akti;
- opis načrta delegiranja poslov tretjim osebam;
- in na koncu programa povzetek prej omenjenih točk.

3.3. Politika naložb

Investiranje premoženja v različne oblike finančnih naložb prinaša relativno varne donose (Cornett in Saunders 1999, 130). Zato je pomembna politika naložb.

Pokojninski skladi v RH morajo zasledovati načelo preudarnosti osebe, ki je upravljavec naložb, pri tem pa upoštevati kvantitativne omejitve, ki so določene z zakonodajo in povezanimi predpisi s strani Agencije. Kvantitativne omejitve pomenijo največji možni odstotek v premoženju sklada. Načelo preudarnosti (angl. Prudent Person Rule) pa v praksi pomeni, da se upravljavci sklada obnašajo po načelu dobrega gospodarja. V ozir je treba vzeti tudi stil oblikovanja portfelja naložb.

Investicijske odločitve morajo biti skladne s poslanstvom poslovanja poslovnega subjekta, treba je zadržati in povečati vrednost premoženja subjekta (Atrill 2003, 97).

V skladu z zakonom se lahko premoženje pokojninskega sklada vlaga z namenom povečanja skupnega donosa od vlaganja izključno v korist članov pokojninskega sklada, pri čemer je treba upoštevati načela (ZODMF, 68. člen):

- varnosti, preudarnosti in previdnosti¹⁰,
- zvestobe,
- skrbi,
- zmanjševanja tveganja z razpršitvijo naložb,
- zakonitosti,
- vzdrževanja likvidnosti,
- prepovedi nasprotja interesov.

Pri izvajanju teh načel je treba po določbah ZODMF upoštevati vrsto premoženja, v katerega pokojninski sklad lahko vlaga (več o tem v Poglavju 3.4), in osebe, ki lahko odločajo o naložbah in izvajajo vlaganja.

Pomembno je, da osebe, vključene v investicijska vlaganja niso člani uprav, člani nadzornega sveta ali prokuristi (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 9. člen):

- drugega pokojninskega sklada;
- pokojninske družbe za upravljanje s prostovoljnimi pokojninskimi skladi,
- bank,
- družbe za upravljanje investicijskih skladov,
- kreditnih ustanov,
- investicijskih družb,
- družb za zavarovanje,
- družb za pozavarovanje,
- pokojninske zavarovalne družbe in
- drugih pravnih oseb, ki poslujejo na podlagi odobritve ali dovoljenja Agencije.

Premoženje pokojninskega sklada se mora vlagati na način, da se izogne tveganju in morebitnim izgubam zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev tujih valut in drugih tržnih tveganj pokojninskega sklada (ZODMF, 69.b).

Pokojninska družba mora zagotoviti, da najvišje poslovodstvo redno prejema poročila o izvajanju naložbene strategije in internih procedur za politiko naložb (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima, 6. člen).

Znotraj zakonskih normativov uprava pokojninske družbe oblikuje politiko naložb, ki jo določi z internimi akti.

¹⁰ Več o tem na konkretnem primeru obveznega pokojninskega sklada v Poglavju 5.

Pokojninska družba mora predpisati, izvajati in periodično ažurirati učinkovite postopke in procedure, s katerimi uredi politiko naložb glede vlaganja premoženja pokojninskega sklada in pooblastila ter zadolžitve organizacijskih naložb in/ali oseb, ki sodelujejo pri izvajanju politike naložb (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 9. člen).

Politika naložb se določi v naložbeni strategiji (strategiji vlaganja), kot smo pisali v prejšnjem poglavju, in v internem aktu, kot določajo predpisi v RH.

V internem aktu se definirajo vse faze investicijskega procesa, pooblastila in zadolžitve posameznih organizacijskih enot in/ali oseb, ki sodelujejo v investicijskem procesu, strategije, politike, postopki in tehnike merjenja tveganj in upravljanje z vsemi tveganji, ki so povezana z investicijskim procesom, kot tudi nasprotje interesov, ki lahko izhajajo iz investicijskega procesa. Pokojninska družba mora predpisati, izvajati in periodično ažurirati učinkovite postopke in procedure, s katerimi uredi politiko naložb, glede na vlaganja premoženja pokojninskega sklada in pooblastila ter zadolžitve organizacijskih naložb in/ali oseb, ki sodelujejo pri izvajanju politike naložb (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 9. člen).

Pri politiki naložb je pomembno, da so vanjo vključeni vsi kontrolni postopki, da se politika naložb izvaja v skladu z vso zakonodajo in internimi akti.

Povzetek tega internega akta mora pokojninska družba objaviti na svojih spletnih straneh.

Pokojninska družba mora tudi zagotoviti, da v okviru politike naložb in pred odločitvami o vlaganjih preveri primernost in uresničljivost vlaganja in to najmanj s pravnega in makroekonomskega vidika, z vidika upravljanja tveganj, vrednotenja vlaganj, administrativnih vprašanj in poročil (Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskimi fondovima, 9. člen).

Kot izhaja iz prej omenjenega pravilnika o organizacijskih zahtevah, mora pokojninska družba izvajati politiko naložb tako, da opravlja investicijske raziskave in poglobljene analize, spremlja finančno stabilnost nasprotnih strank in izdajateljev prenosnih vrednostnih papirjev, spremlja instrumente denarnega trga in razmere na trgu ter usklajenost premoženja in obveznosti pokojninskega sklada.

Z vidika oblikovanja portfelja obveznega pokojninskega sklada v RH je pri politiki naložb treba omeniti vidik izpostavljenosti naložbe. Če je izpostavljenost pokojninskega sklada enemu izdajatelju vrednostnih papirjev več kot tri odstotke oziroma enem samemu vrednostnemu papirju več kot 10 %, je še posebej pomembno narediti poglobljeno analizo.

Pri oblikovanju portfelja obveznega pokojninskega sklada lahko v teoriji in praksi govorimo o dveh stilih oblikovanja portfelja naložb, in sicer o pasivnem in aktivnem načinu. Pasiven način se nagiba k oponašanju določenega borznega indeksa, ki ga smatramo za tako imenovani primerjalni indeks (angl. benchmark), na ta način se poskuša ustvariti določena donosnost. Ta način oblikovanja portfelja naložb za obvezne pokojninske sklade v RH ni primeren, in sicer zaradi omejitev zakonodaje.

Po drugi strani obstaja aktiven način oblikovanja portfelja naložb, za katerega mnogi avtorji trdijo, da je tradicionalen, za portfelj sklada skrbijo strokovno usposobljeni, tudi licencirani kadri z ustreznimi znanji in izkušnjami. Upravitelj sklada z njihovo pomočjo kombinira različne finančne instrumente, v primeru pokojninskih skladov RH strogo določene z zakonodajo, in poskuša ustvariti nadpovprečen donos v primerjavi z ostalimi pokojninskimi skladi. To pomeni, da za portfelj sklada skrbijo strokovno usposobljeni kadri, in sicer analitiki in upravitelji portfelja, ki s pomočjo poglobljenih investicijskih raziskav in analiz, h katerim jih zavezuje tudi zakonodaja (Pravilnik o organizacijskih zahtevah), sprejemajo investicijske odločitve.

»Aktivna tehnika oblikovanja naložb sklada izhaja iz predpostavke, da je možno s pravilnim izborom naložb zagotoviti višjo donosnost, cilj pasivne tehnike upravljanja pa je doseči povprečne donose ob minimalnih stroških« (Brigham in Gapenski 1996, 984).

3.4. Osnovne vrste naložb pokojninskih skladov

Osnovne vrste naložb pokojninskih skladov so obveznice, delnice, instrumenti denarnega trga, depoziti in posojila ter alternativne naložbe, kot so izvedeni finančni instrumenti ¹¹.

Vrste naložb oziroma struktura obveznih pokojninskih skladov je v RH definirana z zakonom. Zakonska določila predpisujejo tako vrsto kot količino domačih in tujih naložb, v katere lahko obvezni pokojninski sklad vlaga. Za obvezne pokojninske sklade obstajajo v RH glede vlaganj v različne vrste naložb različne omejitve, in sicer po eni strani so to omejitve, koliko odstotkov premoženja pokojninskega sklada lahko predstavlja določena naložba, po drugi strani pa omejitve, v katere naložbe pokojninski sklad sploh ne sme vlagati.

Po zakonu se je lahko premoženje pokojninskega sklada do vstopa RH v EU (do 1.7.2013) vlagalo v sledeče oblike naložb (ZODMF, 69. člen):

¹¹ »Opredelitev izvedene finančne naložbe je lahko širša ali ožja. Mi se bomo držali ožje opredelitve in med izvedene naložbe uvrstili opcije, nakupne bone in termenske pogodbe. Za vse tri je značilno, da sta njihova donosnost in tveganje (s tem pa tudi vrednost) odvisna od neke druge naložbe, od katere sta izvedeni« (Mramor 1993, 131).

1. vrednostne papirje, katerih izdajatelj je RH, država članica OECD, Hrvaška narodna banka in centralne banke držav iz OECD;
2. obveznice in druge dolžniške vrednostne papirje, za katere jamči RH, država članica OECD, Hrvaška narodna banka in centralne banke držav iz OECD;
3. obveznice in druge dolžniške vrednostne papirje, katerih izdajatelj je lokalna skupnost in regionalna skupnost v RH ali državi članici OECD;
4. obveznice in druge dolžniške vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v RH, državi članici OECD, če je njihov izdajatelj delniška družba s sedežem v RH ali državi članici OECD;
5. delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v RH, državi članici OECD, če je njihov izdajatelj delniška družba s sedežem v RH ali državi članici OECD;
6. deleže odprtih investicijskih skladov, ki so registrirani v RH ali državi članici OECD;
7. deleže zaprtih investicijskih skladov, ki so registrirani v RH ali državi članici OECD;
8. vlaganja v depozite, potrdila o vlogi¹² pri banki s sedežem v RH ali državi članici OECD;
9. sredstva na poslovnem računu pokojninskega sklada.

Kot izhaja iz člena 69a. ZODMF, lahko pokojninska družba vlaga premoženje pokojninskega sklada z naslednjimi omejitvami:

1. vrednostni papirji, katerih izdajatelj je RH, država članica OECD, Hrvaška narodna banka in centralne banke držav iz OECD, se lahko vlagajo brez omejitev;
2. obveznice in drugi dolžniški vrednostni papirji, za katere jamči RH, država članica OECD, Hrvaška narodna banka in centralne banke držav iz OECD, se lahko vlagajo brez omejitev;
3. obveznice in drugi dolžniški vrednostni papirji, katerih izdajatelj je lokalna skupnost in regionalna skupnost v RH ali državi članici OECD, se lahko vlagajo do 30 % premoženja sklada;
4. obveznice in drugi dolžniški vrednostni papirji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v RH, državi članici OECD, če je njihov izdajatelj delniška družba s sedežem v RH ali državi članici OECD, se lahko vlagajo do 30 % premoženja sklada;
5. delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v RH, državi članici OECD, če je njihov izdajatelj delniška družba s sedežem v RH ali državi članici OECD, se lahko vlagajo do 30 % premoženja sklada;

¹² »Posebne vrste vlog, ki so lahko tudi prenosne, so vrednostni papirji. Imenujemo jih potrdilo o vlogi. Te vloge so običajno v večjih zaokroženih vsotah, rok dospelja pa imajo običajno od 30 dni do treh ali celo osmih let. Gre pravzaprav za vlogo, ki je dokumentirana s posebnim potrdilom (vrednostnim papirjem). Potrdilo o vlogi je mogoče prodati in tako vlogo prenesti na nekoga drugega« (Mramor 1993, 130).

6. deleži odprtih in zaprtih investicijskih skladov, ki so registrirani v RH ali državi članici OECD, se lahko vlagajo do največ 30 % premoženja pokojninskega sklada, s tem da se v posamezni sklad lahko vlaga največ do 5 %;
7. vlaganja v depozite in potrdila o vlogi pri banki s sedežem v RH ali državi članici OECD so možna največ do 20 % premoženja sklada, s tem da naložba v vsakega posojilojemalca ali nasprotno stran ne sme presegati 2,5 % premoženja sklada;
8. sredstva na poslovnem računu pokojninskega sklada ne smejo presegati 5 % premoženja sklada.

Možna so tudi vlaganja pokojninskih skladov v alternativne naložbe, vendar samo zaradi zaščite premoženja pokojninskega sklada ob pogoju, da celotna izpostavljenost ni večja od neto vrednosti premoženja pokojninskega sklada. Možne alternativne naložbe so terminske pogodbe, opcije in drugi izvedeni finančni instrumenti.

Pri vlaganju premoženja pokojninskega sklada v izvedene finančne instrumente je treba biti pozoren na izpostavljenost do posamezne osebe. Izpostavljenost do posamezne osebe na podlagi izvedenih instrumentov, dogovorjenih s to osebo, ne sme biti večja od (ZODMF, 69c. člen):

- 10 % premoženja pokojninskih skladov, če gre za banko v RH ali državi članici OECD;
- 5 % premoženja pokojninskega sklada, če gre za neko drugo pravno osebo.

Premoženje pokojninskega sklada se ne sme vlagati v naslednje vrste naložb (ZODMF, 72. člen):

- delnice, obveznice in ostale vrednostne papirje, ki ne kotirajo na borzi ali se z njimi ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev;
- premoženje, ki se po zakonu ne more prodati;
- nepremičnine,
- delnice, obveznice ali drugi vrednostni papirji, ki jih je izdal lastnik pokojninskega sklada, skrbniške banke ali z njimi povezane osebe.

Pokojninska družba ne sme (ZODMF, 74. člen):

- prodajati premoženja pokojninskega sklada članom uprave in nadzornega sveta pokojninske družbe, skrbniški banki ali katerikoli drugi osebi, ki je povezana z navedenimi pravnimi ali fizičnimi osebami;
- kupovati premoženja od katerekoli pravne ali fizične osebe iz prejšnje alineje;
- dajati posojilo ali jamstvo katerikoli pravni ali fizični osebi iz prejšnje alineje;
- kupiti, prenesti in prodati premoženje ob posredovanju povezane osebe.

Preglednica 4 : Naložbe obveznih pokojninskih skladov v tisočih HRK

Vrsta naložbe / Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Domače naložbe</i>	20.920.792	26.572.709	32.580.847	36.473.475	45.095.783	51.383.668
Vrednostni papirji in depoziti	20.633.823	26.181.820	32.396.114	36.103.618	44.313.250	50.165.009
Delnice	2.529.825	3.909.073	5.740.135	5.748.319	6.549.773	6.631.050
Državne obveznice	15.937.982	16.716.518	23.776.543	27.179.292	33.335.063	40.131.639
Obveznice lokalne skupnosti	81.448	79.044	73.539	41.348	35.275	29.850
Korporativne obveznice	732.269	1.108.541	1.219.992	1.282.334	1.298.598	1.190.935
Zaprte investicijski skladi	56.909	69.272	67.927	21.869	16.396	7.891
Odprti investicijski skladi	373.285	1.031.757	550.914	1.033.923	896.621	1.511.299
Kratkoročni vrednostni papirji	290.562	2.025.358	349.407	113.073	986.669	305.702
Depoziti	631.543	1.242.256	617.655	683.459	1.194.854	356.643
Denarna sredstva	265.500	375.189	111.361	228.283	531.306	600.525
Terjatve	21.470	15.700	73.372	141.574	251.228	618.134
<i>Tuje naložbe</i>	1.696.084	2.790.856	4.348.910	4.739.356	6.077.571	7.459.949
Delnice	481.446	763.268	1.858.651	2.909.502	3.649.881	4.609.803
Državne obveznice	307.489	1.253.393	444.719	213.552	252.801	564.425
Obveznice lokalne skupnosti	0	0	0	0	0	0
Korporativne obveznice	475.845	60.764	49.968	1.503	1.574	0
Zaprte investicijski skladi	0	0	0	0	0	0
Odprti investicijski skladi	431.303	713.432	1.995.571	1.614.799	2.173.314	2.285.722
Kratkoročni vrednostni papirji	0	0	0	0	0	0
Depoziti	0	0	0	0	0	0
<i>Premoženje skupaj</i>	22.616.876	29.363.566	36.929.757	41.212.831	51.173.354	58.843.617
<i>Neto premoženje</i>	22.590.933	29.264.636	36.328.054	41.067.099	51.133.725	58.237.703

Vir: HANFA 2014.

Iz Preglednice 4 je razvidno, da obvezni pokojninski skladi RH največ vlagajo v domače državne obveznice. Njihova vrednost v premoženju skladov se je povečala s 15,9 milijarde HRK v letu 2008 na 40,13 milijarde HRK v letu 2013, kar pomeni, da je njihov delež v skupnem premoženju v letu 2008 znašal 70 %, v letu 2013 pa 68 %. Sledijo vlaganja v domače delnice, katerih vrednost se je z 2,5 milijarde HRK v letu 2008 povečala na 6,6 milijarde HRK v letu 2013, kar pomeni, da je njihov delež v celotnem premoženju v letu 2008 znašal 11,3 %, v letu 2013 pa 11,2 %. To pomeni, da ohranjajo obvezni pokojninski skladi delež v domačih državnih obveznicah in delnicah skoraj na isti ravni. Povečanje v domačem premoženju skladov je zaznati tudi pri odprtih investicijskih skladih, in sicer z 1,7-odstotnega deleža v skupnem premoženju skladov v letu 2008 na 2,5 % v letu 2013.

Pri tujih naložbah je iz Preglednice 4 opaziti znatno povečanje neto premoženja v tuje delnice, in sicer s 481 milijonov HRK v letu 2008 na 4,6 milijarde HRK v letu 2013, kar pomeni, da je njihov delež v celotnem neto premoženju v letu 2008 znašal 2,1 %, v letu 2013 pa 7,8 %. Pri tujih državnih obveznicah je opaziti njihovo nihanje po posameznih letih. Izstopajo pa tuji odprti investicijski skladi, katerih vrednost se je povečala s 431 milijov HRK v letu 2008, kar predstavlja 1,9 % v premoženju vseh skladov, na 2,28 milijarde HRK, kar pomeni 3,9 % v premoženju vseh skladov.

3.5. Donosnost pokojninskih skladov

Na finančnem trgu se za vsako naložbo pokojninskega sklada, glede na njen prispevek k tveganju premoženja sklada, oceni določena donosnost. Z namenom zmanjšati tveganja naložb v obvezni pokojninski sklad, sta politika in vrsta naložb, kot smo predstavili v prejšnjih dveh poglavjih, omejeni s hrvaškimi predpisi. Vsak posameznik, ki prispeva v drugi pokojninski steber za prihodnje pokojnine, je namreč neposredno odvisen od donosnosti obveznega pokojninskega sklada.

Izogibanje dejavnikom, ki pogosto vplivajo na slabšo donosnost, je tudi pomemben korak pri izboljšanju donosnosti. Obstaja nekaj dejavnikov, ki lahko negativno vplivajo na donosnost pokojninskih skladov, med njimi so nastopanje na finančnem trgu v nepravem času, pretirano trgovanje, težave z agenti prodaje in regulativo (Baker, Logue in Rader 2005, 188).

Vemo, da današnja vrednost bodočih denarnih tokov, na primer bodočih denarnih pokojnin, ni enaka znesku, ki ga v prihodnosti pričakujemo. Bodoči znesek moramo diskontirati na dan vrednotenja. Diskontna stopnja, po kateri diskontiramo, je zahtevana donosnost investitorja glede na tveganost sredstva (Stubelj 2010, 17). Donosnosti finančnih inštrumentov ni mogoče vnaprej oceniti, hkrati pa nosijo dve vrsti tveganj, sistematična in nesistematična tveganja. Sistematična tveganja so povezana s celotnim sistemom, predvsem s splošnimi gospodarskimi in političnimi razmerami. Nesistematična tveganja se nanašajo na posamezno naložbo (Štiblar 2013, 35).

Pri pokojninskih skladih se zaradi regulativnih ureditev uporabljajo pojmi donosnost, referenčna donosnost in zajamčena donosnost. Donosnost pokojninskih skladov je odvisna od politike naložb in razmer na trgu vrednostnih papirjev.

Donosnost pokojninskega sklada je količnik med razliko vrednosti obračunske enote pokojninskega sklada na koncu obdobja in na začetku obdobja ter vrednostjo obračunske enote pokojninskega sklada na začetku obdobja. Donosnost je običajno izražena v odstotkih, obdobje za izračun donosnosti pa je praviloma dvanajst mesecev.

Izražanje donosnosti na letni ravni, kar je najbolj pogosto v praksi, rešuje problem obračunskega obdobja, ko dnevno v sklad priteče veliko denarnih prilivov. Donosnost je najbolj uporabljena mera investicijske uspešnosti (Brigham in Daves 2004, 28). Donosnost pokojninskih skladov na letni ravni se uporablja za namene poročanja.

Za namene raziskave, kot bo predstavljena v Poglavju 6, bomo uporabili dnevne donose pokojninskih skladov kot bolj natančno mero donosnosti sklada, ker upošteva dnevne

spremembe v premoženju sklada, saj je osnovna časovna enota poslovanja sklada en delovni dan.

V RH se za primerjanje uspešnosti določenega obveznega pokojninskega sklada z drugimi obveznimi pokojninskimi skladi uporablja indeks MIREX, ki ga je predpisala Agencija HANFA. MIREX predstavlja povprečno ponderirano vrednost obračunskih enot štirih obveznih pokojninskih skladov (PBZ Croatia fond, AZ fond, Raiffeisen fond in Erste Plavi fond). Na njegovi podlagi lahko zavarovanci primerjajo uspešnost poslovanja med obveznimi pokojninskimi skladi. S primerjavo donosnosti posameznega sklada z indeksom MIREX, lahko ugotovimo, ali je donosnost v preučevanem obdobju nad vrednostjo MIREX ali pod njo oziroma v kakšnem odnosu je glede na tako imenovano zajamčeno donosnost. Na tak način zavarovanci spremljajo poslovanje izbranega sklada, če želijo, pa lahko preidejo v sklad z boljšo donosnostjo. Obstajajo še druge možnosti za primerjanje donosnosti obveznih pokojninskih skladov, kot je primerjava z letno obrestno mero na denarne depozite poslovnih bank ali primerjanje z donosom državnih obveznic.

Preglednica 5 : Gibanje vrednosti indeksa MIREX

Leto	30.6.	31.12.
2008	143,6091	132,6237
2009	135,2982	144,1581
2010	146,8025	156,5954
2011	162,7563	157,3019
2012	163,7643	176,8405
2013	178,2057	184,4883

Vir: HANFA 2014.

Kot je razvidno iz Preglednice 5, je vrednost indeksa MIREX močno upadla konec leta 2008, kar je bil znak za začetek gospodarske in finančne krize v RH, ki se je s svetovnih trgov preselila v RH in se nadaljevala še nekaj naslednjih let. Tudi iz vrednosti borznih indeksov na Zagrebški borzi vrednostnih papirjev in borzah Srednje in Vzhodne Evrope lahko razberemo njihov velik padec konec leta 2008.

Z zakonom in pravilniki se morata za pokojninski sklad v RH izračunati in javno objaviti referenčna in zajamčena donosnost.

Referenčna donosnost pokojninskega sklada se izračunava za preteklo koledarsko leto kot ponderirana aritmetična sredina povprečnih letnih donosov vseh pokojninskih skladov za obdobje treh preteklih let, kjer se kot ponder upošteva delež neto vrednosti premoženja posameznega pokojninskega sklada v skupni neto vrednosti premoženja vseh pokojninskih skladov.

Zajamčena donosnost pokojninskega sklada za preteklo koledarsko leto se izračuna tako, da se referenčna donosnost zmanjša za šest odstotnih točk.

Po podatkih OECD Global Pension Statistics so od ustanovitve obveznih pokojninskih skladov, to je od pokojninske reforme leta 2002 do vključno leta 2014, obvezni pokojninski skladi v RH za svoje člane ustvarili realni povprečni letni donos (ob upoštevanju stopnje inflacije) v višini 3,09 odstotka, kar pomeni, da so premoženje svojih članov povečali za več kot 20 milijard HRK (SEEbiz 2015). To po podatkih OECD RH uvršča v vrh evropskih držav, in sicer na peto mesto. Večje donose so v tem obdobju ustvarili le pokojninski skladi na Danskem, Nizozemskem, Norveškem in v Luksemburgu.

4 POKOJNINSKI SKLADI PO VSTOPU RH V EU

Ko je RH 1. julija 2013 vstopila v EU, se je s tem za obvezne pokojninske sklade bolj odprl tudi finančni trg.

Evropska prizadevanja na področju upokojevanja temeljijo na dveh vidikih, ki temeljijo na pogodbah EU. Prvi je svoboden pretok ljudi, dobrin in kapitala, drugi je politika konkurenčnosti. Tako imenovano Evropsko združenje za starostne pokojnine (European Federation for Retirement Pensions – EFRP) je postavilo za EU tri cilje in jih identificiralo kot prednostne: svobodo čezmejnega investicijskega managementa, čezmejnega investiranja in čezmejnega članstva (Clark in Whiteside, 2005, 49).

Clark in Whiteside menita, da morajo biti trgi čim bolj integrirani, zato da bodo donosi pokojninskih skladov lahko naraščali (2005, 50).

Po vstopu RH v EU je prišlo do znatnih sprememb v vrstah oziroma strukturi naložb v obvezne pokojninske sklade. Najprej so bile odpravljene nekatere omejitve naložb. Do vstopa v EU je lahko obvezni pokojninski sklad vlagal v tuje naložbe do največ 20 % premoženja pokojninskega sklada, z vstopom RH v EU pa pri tem ni več omejitev. Poleg tega ni več omejitve, da mora biti v premoženju pokojninskega sklada najmanj 50 % vrednostnih papirjev, izdanih s strani RH oziroma Hrvaške narodne banke.

Ena od prednosti vstopa RH v EU za obvezne pokojninske sklade je tudi, da lahko skladi poslujejo v katerikoli državi članici brez posebnih omejitev za vlaganje premoženja obveznih pokojninskih skladov. Obvezni pokojninski skladi imajo z vstopom v EU na razpolago več naložbenih politik, kar omogoča doseči večji donos članom obveznih pokojninskih skladov in možnost večje diverzifikacije¹³ portfelja. RH lahko upravlja tudi s pokojninskimi skladi iz drugih držav članic EU.

Po drugi strani pa se lahko v RH pojavijo pokojninski skladi iz držav članic EU, kar bi pomenilo za hrvaške pokojninske sklade večjo konkurenco.

Od vstopa hrvaških obveznih pokojninskih skladov na finančni trg EU bi morebitno težavo lahko imela hrvaška država, saj so bili obvezni pokojninski skladi vodilni kupci državnih obveznic. Ti so namreč pred vstopom v EU morali imeti 50 % premoženja naloženega v hrvaški državni dolg. Po podatkih Agencije HANFA iz leta 2012, so imeli štirje obvezni pokojninski skladi v domačih državnih obveznicah 27,2 milijarde HRK, kar pomeni skoraj 66 % skupnega premoženja obveznih pokojninskih skladov. Po vstopu v EU meja 50 % za

¹³ »Razdelitev premoženja v različne naložbe imenujemo razpršitev naložb, velikokrat pa se uporablja tudi izraz diverzifikacija« (Mramor 1993, 105).

naložbe obveznih pokojninskih skladov v državne obveznice še vedno ostaja, vendar se kot domače obveznice smatrajo tudi nemške, italijanske, slovenske, avstrijske oziroma katerekoli državne obveznice države članice EU. Za pokojninske sklade je to lahko pozitivno, saj bi tako lahko zmanjšali izpostavljenost hrvaškemu državnemu dolgu.

Z vstopom RH v EU se je za obvezne pokojninske sklade pojavila tako imenovana portabilnost (prehod iz sklada v sklad po različnih državah članicah EU). To je možno med določenimi pokojninskimi skladi v državah, ki imajo podoben pokojninski sistem kot RH, za zdaj so to npr. Poljska, Romunija, Bolgarija, Madžarska, Slovaška. To pomeni, da lahko posamezniki, ki plačujejo pokojninske prispevke v obvezni pokojninski sklad v RH, z vstopom v EU plačujejo te iste prispevke v podoben sklad katere od omenjenih držav članic EU, prav tako se lahko zaposlenci iz omenjenih držav odločijo za pokojninski sklad v RH.

Po vstopu RH v EU se za obvezne pokojninske sklade lahko znotraj tržnih tveganj zaradi možnosti vlaganj na enotnem finančnem trgu EU oziroma mednarodnih transakcij lahko povečata valutno in deželno tveganje.

Na splošno se pod valutnim tveganjem (angl. currency risk,) razume nevarnost spremembe deviznega tečaja v obdobju od trenutka vlaganja v naložbo do povračila naložbe, ki se glasi na tujo valuto (Prohaska 1996, 173). Deželno tveganje (angl. country risk) zajema široko področje tveganja, vključno s političnim in ekonomskim tveganjem, in ga lahko definiramo kot izpostavljenost izgubam zaradi vlaganj v naložbe določene države zaradi okoliščin, ki nastanejo na podlagi vpliva ali vmešavanja države v te posle (Prohaska, 1996, 178) oziroma pomeni grožnjo, da bo vlada določene države spremenila »pravila igre« - to je prelomila obljubo ali razumevanje določenih dejavnikov, potem ko je naložba izvedena (Brealey in Mayers 2003, 345).

Avgusta 2014, to je eno leto po vstopu RH v EU, se je spremenila zakonodaja o pokojninskih skladih v RH. Tako imenovani ZODMF je nadomestil novi zakon, in sicer Zakon o obveznih pokojninskih skladih (Zakon o obveznim mirovinskim fondovima - v nadaljevanju ZOMF). Pomembna novost ZOMF je, da so se oblikovale tri različne kategorije pokojninskih skladov, in sicer A, B in C, ki se razlikujejo po politiki naložb in po starosti zavarovancev. Vsi štirje obvezni pokojninski skladi v RH ponujajo vse tri kategorije. Kategorija A pomeni liberalnejše vlaganje kot B in C, kategorija C je najbolj konzervativen način vlaganja, medtem ko je kategorija B najbolj podobna politiki naložb pokojninskih skladov do avgusta 2014.

Z izbiro kategorije pokojninskega sklada lahko zavarovanci sami odločajo o načinu varčevanja sredstev na svojem osebem računu za bodočo pokojnino. Avgusta 2014, ko so v RH izvedli prehod v eno od treh kategorij vlaganj v izbranem pokojninskem skladu, so zavarovanci, ki so imeli do starostne pokojnine deset ali več let, lahko izbrali katerokoli

kategorijo od treh kategorij vlaganja v svojem pokojninskem skladu. Vlaganje v kategorijo A so priporočali mlajšim zavarovancem, ki so na začetku prihoda v pokojninski sistem in lahko vlagajo bolj liberalno. Vse člane pokojninskih skladov, ki so imeli pet ali več let do nastopa starostne pokojnine in niso sami izbrali katere izmed ponujenih kategorij, je REGOS avtomatično razporedil v sklad kategorije B. Vse člane pokojninskih skladov, ki so imeli do nastopa starostne pokojnine manj kot pet let, je REGOS avtomatično razporedil v pokojninski sklad kategorije C. V kategoriji C se vlaga v finančne instrumente najnižjega tveganja.

Član pokojninskega sklada lahko kategorijo pokojninskega sklada spremeni vsake tri leta in to v letu, ko član pokojninskega sklada doseže starost, ki je deljiva s tri (npr. 18, 21, 24, 27...), v mesecu, v katerem je rojen (ZOMF, 95. člen).

V nadaljevanju podrobneje opisujemo vse tri kategorije vseh štirih pokojninskih skladov. Kot bomo videli, se najbolj razlikujejo po politiki in vrstah naložb.

Premoženje kategorije A se lahko vlaga v vrednostne papirje in instrumente trga denarja izdajatelja iz RH, druge države članice EU ali države članice OECD. Kot izhaja iz 125. in 127. člena ZOMF, je največ 55 % neto vrednosti premoženja obveznega pokojninskega sklada lahko vloženo v delnice, največ 50 % neto premoženja sklada v korporativne obveznice in komercialne zapise, medtem ko mora biti v državne obveznice in zakladne menice vloženo najmanj 30 % neto vrednosti premoženja sklada. Najmanj 40 % neto vrednosti premoženja sklada mora biti vloženo v premoženje v domači valuti. Skladu kategorije A je dovoljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov izključno za namene učinkovitejšega upravljanja in zaščite vrednosti premoženja sklada. To kategorijo lahko izbere posameznik v roku šest mesecev od dneva vzpostavitve obveznega pokojninskega zavarovanja, če ima po zakonu o pokojninskem zavarovanju do starostne upokojitve deset ali več let.

Sklad kategorije B je v smislu tveganja in vlaganj najbolj podoben skladu, ki je obstajal od ustanovitve obveznih pokojninskih skladov do avgusta 2014. Premoženje kategorije B se po zakonu lahko vlaga v vrednostne papirje in instrumente trga denarja izdajatelja iz RH, druge države članice EU ali države članice OECD. Kot izhaja iz 125. in 127. člena ZOMF, mora biti najmanj 50 % neto vrednosti premoženja pokojninskega sklada vloženo v državne obveznice in zakladne menice, največ največ 35% neto vrednosti premoženja pa je lahko vloženo v delnice. V korporativne obveznice in komercialne zapise je lahko vloženo največ 30 % neto vrednosti premoženja sklada. Najmanj 60 % neto vrednosti premoženja sklada mora biti vloženo v premoženje v domači valuti. Skladu kategorije B je dovoljena uporaba izvedenih finančnih instrumentov izključno za namene učinkovitejšega upravljanja in zaščite vrednosti premoženja sklada. To kategorijo lahko izbere posameznik v roku šest mesecev od dneva

vzpostavitev obveznega pokojninskega zavarovanja, če ima po zakonu o pokojninskem zavarovanju do nastopa starostne upokojitve pet ali več let.

Pokojninski sklad kategorije C je namenjen zavarovancem, ki so najbližje pogojem za starostno pokojnino, ko je primarni cilj ohranjanje realne vrednosti premoženja. V skladu z zakonskimi omejitvami vlaganja gre za konzervativno vlaganje premoženja sklada, kar prvenstveno pomeni nižje tveganje. Premoženje kategorije C se lahko po zakonu vlaga v vrednostne papirje in instrumente trga denarja izdajatelja iz RH, druge države članice EU ali države članice OECD. Kot izhaja iz 125. in 127. člena ZOMF, mora biti najmanj 70 % neto vrednosti premoženja pokojninskega sklada vloženo v državne obveznice in zakladne menice. V korporativne obveznice in komercialne zapise je lahko vloženo največ 10 % neto vrednosti premoženja sklada, medtem ko v delnice ni dovoljeno vlagati. Najmanj 90 % neto vrednosti premoženja sklada mora biti vloženo v premoženje v domači valuti. Vlaganje v izvedene finančne instrumente je dovoljeno izključno za doseganje valutne usklajenosti. To kategorijo lahko izbere posameznik v roku šest mesecev od dneva vzpostavitve obveznega pokojninskega zavarovanja. Posameznika, ki ima manj kot pet let do nastopa starostne upokojitve, REGOS avtomatično razporedi v sklad kategorije C.

Vstop RH v EU je vplival na obvezne pokojninske sklade tudi z vidika Agencije HANFA. Ta je postala del nadzorne institucije EU, tako imenovane EIOPA (angl. European Insurance and Occupational Pensions Authority, hr. Evropsko nadzorno tijelo za osiguranje i strukovno mirovinsko osiguranje). Evropska nadzorna institucija za nadzor zavarovanja in pokojninskih skladov je začela delovati že leta 2010, ko je začela veljati evropska Direktiva 2010/78/EU in Uredba (EU) št. 1094/2010 za vse države članice EU. EIOPA predpisuje nadzornim institucijam v državah članicah EU njihove dejavnosti in način nadzora. Z vstopom v EU mora hrvaška Agencija HANFA v zvezi s pokojninskimi skladi Evropski nadzorni instituciji poročati o vseh spremembah zakonodaje v državi, o svojih aktivnostih in vseh večjih težavah poslovanja pokojninskih skladov.

5 PRIMER OBVEZNEGA POKOJNINSKEGA SKLADA V RH

V nadaljevanju predstavljamo primer obveznega pokojninskega sklada v RH Erste Plavi mirovinski fond (v nadaljevanju: Erste Plavi). Pokojninska družba Erste, d. o. o., upravlja z obveznim pokojninskim skladom Erste Plavi. Na primeru želimo prikazati, kako v praksi delujejo pomembnejše določbe o poslovanju obveznih pokojninskih skladov, ki smo jih predstavili na teoretičnih in (pod)zakonskih podlagah v prejšnjih poglavjih.

Podajamo podatke na dan 30. 6. 2013, ker je to zadnji dan pred vstopom v EU in na to obdobje se v nalogi nanašajo Poglavlje 3 ter raziskava v naslednjem poglavju. Prav tako podajamo podatke na dan 31. 12. 2015, to je obdobje po vstopu v EU, nanj se je nanašalo Poglavlje 4 in raziskava v naslednjem poglavju.

V nadaljevanju predstavljamo o izbranem obveznem pokojninskem skladu Erste Plavi njegove osnovne informacije, upravljanje tega sklada, politiko in vrsto naložb sklada, donosnost sklada ter tveganja.

Osnovne informacije o obveznem pokojninskem skladu

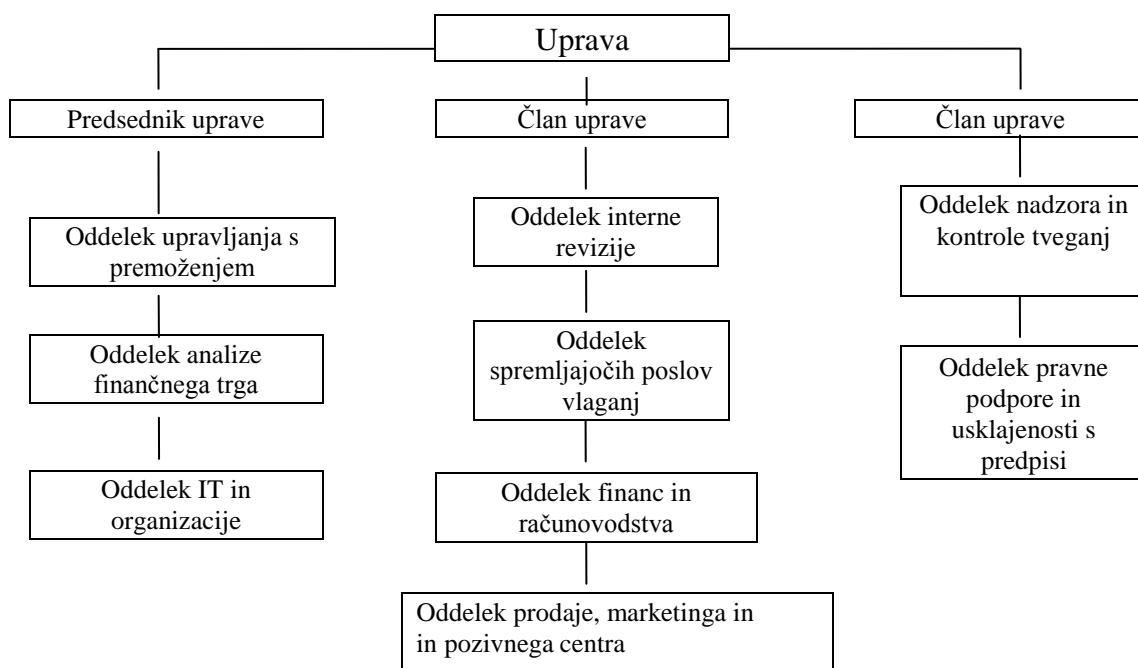
Osnovne informacije o skladu:

- Temeljni kapital pokojninske družbe na dan 30. 6. 2013: 71.844.200 HRK.
- Temeljni kapital pokojninske družbe na dan 31. 12. 2013: 87.333.963 HRK.
- Neto vrednost premoženja na dan 30. 6. 2013: 7.198.394.988 HRK.
- Neto vrednost premoženja na dan 31. 12. 2013: 7.826.151.514 HRK.
- Neto vrednost obračunske enote na dan 30. 6. 2013: 183,6661 HRK.
- Neto vrednost obračunske enote na dan 31. 12. 2013: 190,8593 HRK.
- Skrbniška banka: Societe Generale Splitska banka, d. d..
- Datum ustanovitve sklada: 5. 11. 2001.
- Ustanovitelj in večinski lastnik pokojninske družbe: Erstebank, d. d., Zagreb.

Kot vidimo iz osnovnih informacij o obveznem pokojninskem skladu Erste Plavi iz prejšnjega odstavka, so se neto vrednost premoženja, neto vrednost obračunske enote in temeljni kapital v času od 30. 6. 2013 do 31. 12. 2013 povečali. Razlog za to je povečanje števila članov obveznega pokojninskega sklada. Večinski lastnik pokojninske družbe je mednarodna bančna skupina Erste. Skrbniška banka prihaja iz druge bančne skupine (Societe Generale) in dejansko ni povezana z ustanoviteljem ter lastnikom pokojninske družbe Erste, d. o. o., ki prihaja iz bančne grupacije Erste. Sklad je bil ustanovljen konec leta 2001, to je v času pokojninske reforme RH, ko je bil uveden tristebni sistem pokojninskega varčevanja.

Upravljanje obveznega pokojninskega sklada

Uprava pokojninske družbe Erste, d. o. o., je sestavljena iz treh članov, in sicer iz predsednika uprave in dveh članov uprave. Kot vidimo na Sliki 1, kjer je prikazan primer organizacijske strukture pokojninske družbe Erste, d. o. o., so v skladu z zakoni in podzakonskimi predpisi ločene dejavnosti upravljanja s premoženjem od finančne dejavnosti, obe pa sta ločeni od dejavnosti spremljanja tveganj in nadzora.



Slika 1: Organizacijska struktura pokojninske družbe Erste, d. o. o., na dan 31. 12. 2013

Vir: Erste Plavi 2014.

Politika naložb in vrste naložb obveznega pokojninskega sklada

Cilj politike naložb sklada Erste Plavi je rast vrednosti vloženih denarnih sredstev na srednji rok z umerjeno konzervativno strategijo vlaganja, in sicer zaradi varnosti izplačil pokojnin članom sklada. Strategija vlaganja se uresničuje s pretežnim vlaganjem v dolžniške vrednostne papirje, lastniške vrednostne papirje in deleže investicijskih skladov skladno z omejitvami vlaganja in zakona, podzakonskimi akti in statutom sklada. Uporablja se aktivna strategija oblikovanja portfelja naložb, odvisno od tržnih razmer se bo uporabljala možnost povečanja oziroma zmanjšanja izpostavljenosti posamezni vrsti vrednostnega papirja skladno z zakonskimi omejitvami. Z aktivnim upravljanjem se uporabljajo tudi strategije vlaganja, ki imajo cilj ustvariti višje donose ob zadrževanju podobnih ravni tveganj (Erste Plavi 2014).

Premoženje pokojninskega sklada Erste Plavi se vlaga v skladu z načeli varnosti, preudarnosti in previdnosti ter zmanjšanja tveganja z razpršitvijo naložb. Vlaganje se izvaja izključno v korist članov pokojninskega sklada in to na takšen način, ki je najboljši v interesu članov z

ozirom na dejstva in okoliščine. Pokojninska družba Erste, d. o. o., bo pri vlaganju sredstev ravnala z enako preudarnostjo, previdnostjo in skrbjo kot v primeru ravnanja z lastnimi sredstvi v enakih okoliščinah. Preudarnost pomeni previdnost in diskretnost. Previdnost pri vlaganju, ki se zahteva od upravitelja portfelja vključuje previdno, spretno in predano ravnanje, ki bi ga pokazala razumna oseba v enakih okoliščinah. Pri upravljanju z obveznim pokojninskim skladom preudarnost zahteva spoštovanje omejitev vlaganj, določenih z zakonom, podzakonskimi akti in statutom ob vzdrževanju ravnotežja med prevzetimi tveganji in pričakovanim povračilom. Previdnost pomeni za pokojninsko družbo preudarno in premišljeno ravnanje na način, da se izogne možni škodi za člane sklada. Pokojninska družba smatra vse sedanje in bodoče člane za enakopravne in enakovredne in bo na enak način ravnala z njihovim premoženjem (Erste Plavi 2014).

Pokojninska družba Erste, d. o. o., bo z vlaganjem dovolj velikega portfelja v likvidne vrednostne papirje zagotovila pravočasno izplačilo sredstev članom, ki izstopajo iz sklada v določenem časovnem obdobju. Pokojninska družba bo upravljala s skladom tako, da je sklad sposoben pravočasno izpolnjevati dospele obveznosti (načelo likvidnosti) oziroma da je sklad sposoben trajno izpolnjevati svoje obveznosti (načelo solventnosti) (Erste Plavi 2014).

Pokojninska družba Erste, d. o. o., interese članov postavlja pred lastnimi interesi (načelo zaščite interesov članov sklada). Transakcije v korist sklada imajo vedno prioriteto pred transakcijami v korist pokojninske družbe, vlaganje s strani zaposlenih pokojninske družbe pa je strogo kontrolirano in omejeno s politiko pokojninske družbe, procedurami in priročnikom pokojninske družbe (načelo preprečevanja konflikta/nasprotja interesov) (Erste Plavi 2014).

Po vstopu RH v EU je zakonodaja obveznim pokojninskim skladom omogočila večjo izpostavljenost premoženja sklada tujim valutam. Kot je razvidno iz Preglednice 6, se je delež premoženja v EUR znižal za 4,38 odstotne točke, povečal se je delež premoženja v USD za dve odstotni točki, delež premoženja v HRK pa za dobri dve odstotni točki.

Preglednica 6: Valutna struktura portfelja sklada Erste Plavi

Valuta	Stanje 30. 6. 2013 (v %)	Stanje 31. 12. 2013 (v %)
EUR	40,45	36,07
HRK	46,60	48,83
USD	12,95	14,95
GBP	0	0,15
Skupaj	100,00	100,00

Vir: Erste Plavi 2014.

Premoženje sklada Erste Plavi je sestavljeno iz domačega in tujega premoženja, pri čemer je bil delež tujega premoženja na dan 30. 6. 2015 in na dan 31. 12. 2013 skoraj enak. Delež

domačih državnih obveznic je bil na dan 30. 6. 2015 celo višji, in sicer za 1,55 odstotne točke, delež tujih državnih obveznic pa nižji za 0,18 odstotne točke. Več v Preglednici 7.

Preglednica 7: Struktura premoženja sklada Erste Plavi po vrsti premoženja

Vrsta premoženja	30. 6. 2013 (v %)	31. 12. 2013 (v %)
<i>Domače premoženje</i>	84,29	84,59
Delnice	12,62	12,48
Denarna sredstva	2,75	1,27
Državne obveznice	64,96	66,51
Korporativne obveznice	0,65	0,65
Obveznice lokalne skupnosti	0,14	0,2
Terjatve	-1,56	-1,2
Investicijski skladi	4,73	4,68
<i>Tuje premoženje</i>	15,71	15,51
Delnice	4,14	4,08
Denarna sredstva	0	0,18
Državne obveznice	7,43	7,25
Terjatve	0	0
UCITS skladi	4,12	4,00
<i>Skupaj</i>	100,00	100,00

Vir: Erste Plavi 2014.

Kot je razvidno iz Preglednice 7, se je izpostavljenost tujim izdajateljem vrednostnih papirjev zvišala. V Preglednici 8 je podrobneje razvidno, da se je med tujimi izdajatelji povečal delež tistih iz držav članic EU, vidneje pa se je zmanjšal delež premoženja sklada v ZDA.

Preglednica 8: Struktura premoženja sklada Erste Plavi po državah

Država	30. 6. 2013 (v %)	31. 12. 2013 (v %)
Avstrija	0	3,96
Belgija	0	1,89
Francija	1,99	2,19
Hrvaška	84,29	75,34
Luksemburg	0,60	0
Nemčija	2,53	7,93
Slovenija	6,29	4,85
Švica	0,22	0
Velika Britanija	0	0,73
ZDA	4,08	3,11
Skupaj	100,00	100,00

Vir: Erste Plavi 2014.

Donosnost obveznega pokojninskega sklada

Prikazali bomo, kako pokojninska družba izračunava donosnost ob koncu tromesečnih obdobjih poročanja, zajamčeno in referenčno donosnost ter nominalno in realno donosnost za koledarsko leto.

Najprej prikazujemo donosnosti na datum 30. 6. 2013 in 31. 12. 2013.

Preglednica 9: Donosnost¹⁴ sklada Erste Plavi

Vrsta donosnosti / Datum	30. 6. 2013 (v %)	31. 12. 2013 (v %)
Donosnost za tekočih 6 oziroma 12 mesecev	0,36	4,56
Donosnost za prejšnjih 12 mesecev	10,01	15,12
Povprečna letna donosnost od ustanovitve pokojninskega sklada: 6,08		

Vir: Erste Plavi 2014.

Kot smo že pisali v poglavju 3.5., morajo obvezni pokojninski skladi o donosnosti poročati za obdobje 12 mesecev tako konec leta kot ob tromesečjih znotraj leta. Pokojninska družba v našem primeru izračunava donosnost za konec drugega kvartala, zato *donosnost* na dan 30. 6. 2013 (Preglednica 9) zajema polletno obdobje od 31. 12. 2012 do 30. 6. 2013 in znaša 0,36 %. *Donosnost za prejšnjih 12 mesecev* (Preglednica 9) zajema obdobje 12 mesecev, v tem primeru obdobje od 30. 6. 2012 do 30. 6. 2013 in znaša 10,01 %.

Donosnost za leto 2013 (12 mesecev) je znašala 4,56 %, za leto prej (2012) pa kar 15,12 %. Vidimo, da je v letu 2012 precej višja donosnost kot v letu 2013, ko je RH vstopila v EU.

Povprečna letna donosnost od ustanovitve pokojninskega sklada je izračunana za obdobje od 30. 4. 2002 do 30. 6. 2015 in znaša 6,08 %.

Sicer pa je donosnost sklada Erste Plavi v letih od 2008 do 2014 precej nihala (Preglednica 10). V letu 2008, ko se je začela svetovna gospodarska in finančna kriza, je bila precej negativna (-14,4284 %), v letih 2009 in 2010 se je izboljšala in znova dosegla negativno vrednost v letu 2011 (-1,3485). Ta nihanja so podobna tudi v gibanju indeksa pokojninskih skladov MIREX (Preglednica 5).

Preglednica 10: Donosnost sklada Erste Plavi od 2008 do 2014

Leto	31. 12. 2014	31. 12. 2013	31. 12. 2012	31. 12. 2011	31. 12. 2010	31. 12. 2009	31. 12. 2008
Donosnost za tekoče leto (v %)	10,1217	4,5628	15,1209	-1,3485	9,0877	10,5997	14,4284

Vir: Erste Plavi 2014.

¹⁴ Donosnost je v tem primeru nominalna.

Pokojninska družba Erste, d. o. o., potrebuje za svoje poslovanje še referenčno donosnost in zajamčeno donosnost.

»Referenčna donosnost se določa za preteklo koledarsko leto (ne za 12 mesecev) v višini ponderirane aritmetične sredine povprečnih letnih donosnosti vseh obveznih pokojninskih skladov za obdobje treh predhodnih koledarskih let. Referenčna donosnost se v našem primeru nanaša na koledarsko leto 2013. Povprečna letna referenčna donosnost za obdobje treh predhodnih koledarskih let se izračuna po formuli:

$$D_{\text{letni}} = \sqrt[3]{1 + (D_{\text{letni}}/100)} - 1 \ll (\text{Erste Plavi 2014}).$$

»Zajamčena donosnost je referenčna donosnost, zmanjšana za šest odstotnih točk in je določena s strani Agencije HANFA. To je donosnost, ki je zajamčena vsakemu članu obveznega pokojninskega sklada. Če je letna donosnost obveznega pokojninskega sklada v predhodnih treh koledarskih letih manjša od zajamčenega donosa, mora pokojninska družba vplačati razliko pokojninskemu skladu iz jamstvenega pologa, če pa to ni dovolj, pa iz temeljnega kapitala družbe, vendar do največ 50 % temeljnega kapitala družbe« (Erste Plavi 2014).

Zajamčena donosnost za obvezne pokojninske sklade je znašala -0.36 % za koledarsko leto 2013.

Referenčna donosnost obveznih pokojninskih skladov v RH znaša za koledarsko leto 2013 5,6397 %. Torej je bila donosnost sklada Erste Plavi pod referenčno in nad zajamčeno donosnostjo. Torej v letu 2013 pokojninski družbi ni bilo treba vplačati pokojninskemu skladu razlike iz jamstvenega pologa.

Pokojninska družba Erste, d. o. o., objavlja poleg nominalne tudi realno donosnost za koledarsko leto.

»Nominalna donosnost obveznega pokojninskega sklada je razlika v odstotkih med vrednostjo obračunske enote na zadnji delovni dan zadnjega meseca tekočega tromesečja in vrednostjo te enote na zadnji delovni dan pred 12 meseci« (Erste Plavi 2014).

»Računa se na sledeči način:

$$r_{\text{nom},t} = ((VEP(t)-VEP(t-1))/VEP(t-1))*100,$$

pri čemer je:

$r_{\text{nom},t}$ – donosnost obveznega pokojninskega sklada v letu t (nominalna) v odstotkih;

VEP_t – vrednost enote premoženja obveznega pokojninskega sklada konec leta t oziroma vrednost enote premoženja ali vrednost točke;

$VEP_{(t-1)}$ – vrednost te enote na zadnji delovni dan pred 12 meseci« (Erste Plavi 2014).

»Realna donosnost je izražena z indeksom donosnosti obveznega pokojninskega sklada, usklajena s stopnjo inflacije v predhodnih dvanajstih mesecih na podlagi podatka državnega zavoda za statistiko. Izračuna se na naslednji način:

$$R_{\text{real}} = ((100 + R_{\text{nom}}) / (100 + I_{\text{pc}})) * 100,$$

pri čemer je R_{real} indeks realne donosnosti, R_{nom} je nominalna donosnost, I_{pc} pa stopnja inflacije« (Erste Plavi 2014).

Tveganja pokojninske družbe in pokojninskega sklada

Upravljanje s tveganji izvaja Erste, d. o. o., oddelek nadzora in kontrole tveganj (glej Sliko 1). Sistem upravljanja s tveganji je definiran z internima aktoma Politika upravljanja s tveganji in Strategija upravljanja s tveganji. Slednja definira splošna načela upravljanja s tveganji in definira okvir, s katerim se določa nagnjenost prevzemanja tveganj za posamezne vrste tveganj. Politika upravljanja s tveganji vsebuje popis metod in poročil, ki se uporabljajo v sklopu upravljanja s tveganji, postopke merjenja in upravljanja s posameznim tveganjem, določanje, oceno, merjenje in kontrolo izpostavljenosti kreditnim, tržnim, operativnim ter ostalim tveganjem. Tveganja, ki jih spremljajo v omenjenem oddelku in so pomembna za pokojninsko družbo in pokojninski sklad, so prikazana v Preglednici 11 in 12.

Preglednica 11: Tveganja za pokojninski sklad Erste Plavi

Vrsta tveganja	Vpliv tveganja na sklad
Tveganje spremembe cen	Visok
Tveganje spremembe valutnega tečaja	Visok
Tveganje sprememb obrestnih mer	Zmeren
Kreditno tveganje	Zmeren
Likvidnostno tveganje	Nizek
Tveganje neplačila	Zelo nizek
Tveganje nelikvidnosti izdajatelja	Nizek
Politično tveganje	Zelo nizek
Tveganje spremembe davčnih predpisov	Nizek

Vir: Erste Plavi 2014.

Preglednica 12: Tveganja za pokojninsko družbo Erste, d. o. o.

Vrsta tveganja	Vpliv tveganja na pokojninsko družbo
Operativno tveganje	Nizek
Tveganje stalne primernosti	Zelo nizek
Tveganje nasprotja interesov	Zelo nizek
Tveganje, povezano z vlaganji premoženja	Nizek

Vir: Erste Plavi 2014.

Vlaganje v obvezni pokojninski sklad Erste Plavi predpostavlja prevzemanje določenih tveganj s strani članov sklada. Tveganje je verjetnost ali možnost, da donosnost ne bo zadovoljiva ali pa bo negativna (Erste Plavi 2014). Tveganja, povezana z vlaganji sklada, variirajo glede na finančne instrumente, v katere sklad vlaga. Zaradi fluktuacije vrednosti finančni instrumentov v portfelju sklada član sklada prevzema tveganje upada vrednosti vlaganj v sklad, zato sta tveganji sprememb cen in tveganje spremembe valutnega tečaja (glej Preglednico 11) ocenjena najvišje.

Izpostavljenost tveganjem je določena in omejena z zakonom, podzakonskimi predpisi in internimi akti. Glede na strategijo vlaganja in značilnosti posameznih vrst naložb v Skladu Erste Plavi je, če povzamemo pregled tveganj za sklad in družbo, značilna zmerna tveganost, pričakuje pa se tudi zmerna volatilitnost cene deleža v skladu. Nagnjenost k tveganjem sklada in družbe je zmerna, zmogljivost upravljanja s tveganji pa visoka.

6 RAZISKAVA: ANALIZA DONOSNOSTI POKOJNINSKIH SKLADOV

Kot je razvidno iz Poglavlja 5, smo za primer vzeli obvezni pokojninski sklad Erste Plavi, ki je del drugega stebra pokojninskega zavarovanja v RH. Ta sklad in njegovi podatki bodo v središču raziskave v tem poglavju, poleg njega še drugi hrvaški obvezni pokojninski skladi. Vanj zavarovanci vplačujejo 5 % svoje bruto plače, pri čemer ne gre za prostovoljne, temveč za obvezne pokojninske prispevke. Obvezni pokojninski sklad ima premoženje, ki ga vlaga v različne finančne naložbe, pri čemer ob upoštevanju različne zakonadaje in notranjih strategij ter pravil za člane sklada dosega donosnost premoženja. Premoženje sklada se vlaga na domači trg in tuje kapitalske trge, pri čemer imajo dogajanja na Zagrebški borzi ključno vlogo v donosnosti obveznih pokojninskih skladov. Večina premoženja je pridobljena z nakupi na Zagrebški borzi ter odvisna od gibanja in velikosti ponudbe vrednostnih papirjev v določenem obdobju. Za izračun donosnosti je treba poznati vrednost neto premoženja, za izračun neto premoženja sklada pa se uporabljajo cene finančnih instrumentov, ki kotirajo na Zagrebški borzi in so odvisni od prometov in gibanj na borzi.

Zato bomo najprej preverili, ali se je v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 dnevni promet z vrednostnimi papirji na hrvaškem trgu kapitala zmanjšal (Poglavje 6.2.). Namen tega raziskovalnega vprašanja je preveriti, kako se je odrazila gospodarska in finančna kriza na hrvaškem trgu kapitala in koliko časa je trajala.

Nato bomo preverili naslednje hipoteze:

Hipoteza 1: Donosnost pokojninskega sklada Erste se razlikuje med leti 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 ter v prvi polovici leta 2013.

Hipoteza 2: Med donosnostjo pokojninskih skladov v RH, in sicer Erste, Raiffeisen, Allianz ZB in PBZ Croatia, obstajajo v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 značilne razlike.

Hipoteza 3: Med povprečnimi vrednostmi donosnosti pokojninskih skladov v RH, in sicer Erste, Raiffeisen, Allianz ZB in PBZ Croatia, obstajajo značilne razlike po vstopu v EU.

Rezultate preverjanja dnevnih prometov in hipotez predstavljamo v poglavjih od 6.2. do 6.5.

6.1. Zbiranje podatkov in opis vzorca

V ospredju raziskave je analiza prometov na Zagrebški borzi in analiza donosnosti enega obveznega pokojninskega sklada oziroma vseh štirih obveznih pokojninskih skladov v obdobju pred oziroma po vstopu RH v EU. Obvezni pokojninski skladi pomenijo drugi steber obveznega pokojninskega zavarovanja v RH, vsak zavarovanec pa se lahko sam odloči, v

katerem od štirih skladov bo pokojninsko varčeval. Eden od podatkov, ki je pomemben za zavarovanca, (če v finančnem smislu razmišljamo kot investitor), je donosnost sklada. Sirri in Tufano (1998, 1619 - 1620) sta v svoji raziskavi ugotovila, da vlagatelj izbere sklad bolj na podlagi informacij o preteklih donosnostih sklada kot na podlagi informacij o tveganju sklada.

Zbirali smo številčne podatke iz javno objavljenih podatkov in poročil na spletnih straneh posameznih obveznih pokojninskih skladov, iz javno objavljenih podatkov na spletnih straneh Agencije, javno objavljenih poročil Zagrebške borze vrednostnih papirjev in izdelali lastne izračune. Za zbiranje podatkov in izračune je uporabljen program Excel, pri statistični obdelavi podatkov pa je uporabljena statistična programska oprema SPSS.

Za raziskavo smo uporabili kvantitativne sekundarne podatke.

Opredelitev podatkov po posameznih korakih raziskave:

- raziskovalno vprašanje: dnevni prometi na Zagrebški borzi po kategorijah redni promet, blok promet in OTC promet, vse za obdobje od 1. 1. 2008 do 31. 12. 2013.
- preverjanje hipoteze 1: dnevne donosnosti obveznega pokojninskega sklada Erste Plavi za obdobje od 1. 1. 2008 do 31. 12. 2013.
- preverjanje hipoteze 2: dnevni donosnosti obveznih pokojninskih skladov Erste Plavi, PBZ Croatia Osiguranje, AZ Fond, Reiffeisen za obdobje od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013.
- preverjanje hipoteze 3: dnevne donosnosti obveznih pokojninskih skladov Erste Plavi, PBZ Croatia Osiguranje, AZ Fond, Reiffeisen za obdobje od 1. 1. 2013 do 30. 6. 2013.

Z analizo podatkov (donosnosti) smo za namen preverjanja hipotez ugotovili, da so donosnosti normalno porazdeljene in rahlo premaknjene v levo ali desno, odvisno od posameznega obdobja, ter da nekatere vrednosti zelo izstopajo. Zato smo izvedli normalizacijo vzorca, standardizirali smo vse podatke in izračunali njihove standardizirane vrednosti donosov z , ki so izražene v enotah standardnega odklona. Vse rezultate, ki so presegali vrednosti večje od 1,96 ali manjše od -1,96, kar predstavlja okvirno plus minus dva standardna odklona, smo izvzeli. Na ta način smo v vzorcu dobili 1234 enot za skupno pet let. Ugotovili smo, da vzorec ima karakteristike normalne distribucije ter je primeren za nadaljno obravnavo.

Za namen raziskave smo izvedli naslednje analize:

- Univariatno analizo, pri kateri smo izračunali aritmetično sredino, ki je količnik med vsoto vseh vrednosti spremenljivk na populaciji in s skupnim številom enot v populaciji, in standardni odklon, ki je kvadratni koren iz variance (Arh 2000, 74);
- ter bivariatno analizo, in sicer analizo variance – ANOVA, kjer ugotavljamo, ali so skupine medsebojno statistično značilno različne po povprečni vrednosti.

6.2. Analiza trga kapitala na podlagi dnevnih prometov

Raziskovalno vprašanje, ki ga preverjamo v tem poglavju, se glasi: Kako se je v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 gibal dnevni promet z vrednostnimi papirji na hrvaškem trgu kapitala?

Dnevni promet na borzi preverjamo zato, ker obvezni pokojninski skladi zaradi svoje velikosti v primeru majhnih dnevnih prometov na borzi ne morejo realizirati dovolj velikih transakcij in s trgovanjem na borzi povečevati svojega premoženja. Obvezni pokojninski skladi so namreč največji subjekti na borzi, in lahko s transakcijo velikega obsega dosežejo večje donose za svoje člane.

Preglednica 13: Promet na Zagrebški borzi od leta 2008 do 2013

Vrsta prometa (v milijonih HRK) / Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Redni promet	17.281	7.672	6.051	5.373	3.252	3.114
Blok promet	2.096	259	1.334	551	602	693
OTC promet	11.687	2.982	5.514	18.153	19.316	18.240
Skupaj	31.064	10.913	12.899	24.078	23.170	22.047

Preglednica 13 prikazuje gibanje vseh vrst prometov na Zagrebški borzi v letih od 2008 do 2013. Razvidno je precejšnje zmanjšanje skupnega prometa z vrednostnimi papirji na Zagrebški borzi vrednostnih papirjev z leta 2008 na leto 2009, in sicer se je ta zmanjšal z 31,06 milijarde HRK kar na 10,91 milijarde HRK. Če pogledamo posamezne promete, na primer OTC promet¹⁵, je ta od leta 2008 do leta 2009 upadel z 11,68 na 2,98 milijarde HRK. Redni promet¹⁶ je v letu 2008 upadel s 17,28 milijarde HRK na 7,67 milijarde HRK v letu 2009. Blok promet¹⁷ se je zmanjšal z 2,09 milijarde HRK v letu 2008 na 259 milijonov HRK v letu 2009; ta velik upad je razviden tudi iz povprečnega dnevnega prometa (Preglednica 14). Ugotavljamo, da so se zgodili veliki upadi prometov, in sicer upad prometa delnic v rednem prometu v višini 56 %, upad v blok prometu v višini 87 % (tu se trguje pretežno z delnicami) in upad v OTC prometu v višini 73 % (tu se trguje pretežno z obveznicami).

V letu 2010 opažamo rahel porast skupnega prometa z vrednostnimi papirji na Zagrebški borzi; ta je znašal 12,89 milijarde HRK, kar je za 18 % več kot v letu 2009 (Preglednica 13). Skupni promet se je povečal večinoma na račun blok prometa, ki je v letu 2010 znašal 1,34 milijarde HRK, kar je več kot širikrat več kot v letu poprej. Promet z obveznicami (OTC) se je povečal za 2,53 milijarde HRK, redni promet pa je upadel za 21 %. Kot so pokazali podatki

¹⁵ Zagrebška borza vrednostnih papirjev objavlja promet s finančnimi instrumenti, ki so uvrščeni na urejen trg, vendar so transakcije sklenjene zunaj urejenega trga oziroma MTP (angl. multilateral trading platform), ostaja pa obveza prijave prometa.

¹⁶ Redni promet je promet na urejenem trgu Zagrebške borze, ki zajema vodilni trg, službeni trg in redni trg. Primerljiv je s trgovanjem na delniškem in obvezniškem trgu Ljubljanske borze vrednostnih papirjev.

¹⁷ Blok promet na Zagrebški borzi je primerljiv s trgovanjem s svežnji na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

za leto 2010, je redni promet upadel za 1,6 milijarde HRK, povečal pa se je blok promet z namenom doseganja boljše cene vrednostnih papirjev. Standardni odklon dnevnega prometa v 2010 je večji kot povprečni dnevni promet (Preglednica 14).

V letu 2011 se je skupni promet na borzi povečal skoraj za dvakrat, dosegel je 24,07 milijarde HRK, predvsem na račun OTC prometa, kjer opazamo porast trgovanja za 12,64 milijarde HRK. Trend upadanja rednega prometa se nadaljuje, zmanjšal se je za 683 milijona HRK, trend upadanja pa je viden tudi pri upadanju povprečnega dnevnega prometa (Preglednica 13). Blok promet je upadel z 1,34 milijarde HRK v letu 2010 na 550 milijonov HRK v letu 2011. Opazen je trend prehoda s trga kapitala na trg dolga, saj se je v letu 2011 povečalo trgovanje z obveznicami.

V letu 2012 je zaznati rahel upad skupnega borznega prometa v višini 900 milijonov HRK, trend upadanja rednega prometa (prometa z delnicami) se je nadaljeval z večjim upadom v višini 2,1 milijarde HRK. Glavnino skupnega prometa je predstavljal OTC promet v višini 19,31 milijarde HRK, blok promet je ostal na isti ravni kot v letu poprej, opazamo pa krčenje trgovanja z delnicami, torej še vedno prevladuje trgovanje z obveznicami.

V letu 2013 je skupni borzni promet še vedno rahlo upadel, in sicer je bil glede na leto 2012 nižji za 1,12 milijarde HRK. Delniški promet se je obdržal na približno isti višini kot v letu 2012 (zmanjšal se je za 140 milijonov HRK). Še vedno je dominiral promet na OTC trgu, vendar se je v tem letu zmanjšal za 1,06 milijarde HRK. V letu 2013 je viden trend zmanjševanja delniškega trga ter obračanje investitorjev k trgu obveznic. Viden je tudi v zvišanju povprečnega dnevnega OTC prometa (Preglednica 16).

To zagotovo velja tudi za obvezne pokojninske sklade, kar je vidno iz strukture premoženja obveznega pokojninskega sklada Erste Plavi, ki smo ga predstavili v Poglavju 5.

Če povzamemo, je v obdobju od leta 2008 do leta 2013 v letu 2009 viden velik upad skupnega borznega prometa, v naslednjih letih pa njegovo rahlo povečevanje. V letu 2013 promet ni dosegel ravni iz leta 2008. Opažamo rast prometa z obveznicami in zmanjševanja trgovanja z delnicami. To je bil za obvezne pokojninske sklade dober pokazatelj, saj je večina njihovega premoženja sestavljena iz obveznic. Z zmanjšanjem dnevnih prometov se pokojninskim skladom zmanjša manevrski prostor za trgovanje na borzi, saj ne morejo realizirati dovolj velikih transakcij. To je posebej opazno pri transakcijah z domačimi delnicami pri povprečnem dnevnem rednem in povprečnem blok prometu (Preglednica 14 in 15).

Preglednica 14: Redni promet na Zagrebški borzi od leta 2008 do 2013 (v milijonih HRK)

Redni promet / Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Povprečni dnevni promet	69,40	30,94	24,21	21,32	13,01	12,51
Maks. dnevni promet	219,03	109,96	240,05	171,36	45,65	84,38
Stand. odklon	38,08	16,82	26,62	19,34	7,48	7,58

Preglednica 15: Blok promet na Zagrebški borzi od leta 2008 do 2013 (v milijonih HRK)

Blok promet / Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Povprečni dnevni promet	8,42	1,04	5,34	2,19	2,41	2,78
Maks. dnevni promet	283,76	27,92	176,70	75,74	46,02	100,01
Stand. odklon	25,68	3,99	15,88	7,27	5,85	8,92

Preglednica 16: OTC promet na Zagrebški borzi od leta 2008 do 2013 (v milijonih HRK)

OTC promet / Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Povprečni dnevni promet	46,93	12,02	22,05	72,04	77,26	73,25
Maks. dnevni promet	459,27	198,84	281,74	491,90	404,52	783,48
Stand. odklon	64,65	28,60	30,78	76,69	78,72	97,20

Podatki potrjujejo, da je finančna kriza, ki se je na Hrvaškem začela v letu 2008, dosegla dno v letih 2009 in 2010 ter rahlo okrevanje v naslednjih letih, vendar brez vidnih večjih rasti prometov. To pomeni, da so morali obvezni pokojninski skladi v RH povečevati premoženje zunaj borze, tudi na račun kupovanja hrvaških državnih obveznic, s čimer so v času gospodarske in finančne krize hrvaški državi omogočili financirati državni dolg.

6.3. Analiza donosnosti izbranega pokojninskega sklada

V tem poglavju bomo testirali hipotezo, s katero bomo preverili, ali se donosnosti pokojninskega sklada Erste Plavi v obdobju gospodarske in finančne krize in do vstopa v EU statistično značilno razlikujejo.

Hipoteza 1: Donosnost pokojninskega sklada Erste se razlikuje med leti 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 ter v prvi polovici leta 2013.

Raziskali bomo, kaj se je dogajalo s konkretnim skladom oziroma z donosnostjo obveznega pokojninskega sklada Erste Plavi v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013, pri čemer bomo merili značilne razlike v donosnosti omenjenega sklada za dano obdobje. Primerjali bomo dnevne donosnosti med leti 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 ter v prvi polovici leta 2013 in

ugotavljali, ali se povprečne dnevne donosnosti med leti statistično značilno razlikujejo. Hipotezo bomo preverjali s statističnim testom, tako imenovano analizo variance oziroma dvosmerno ANOVA, pri čemer bomo primerjali povprečja donosnosti sklada med več kot dvema letoma, v našem primeru pet enoletnih in eno polletno obdobje.

Preglednica 17: Test homogenosti varianc (ANOVA) – donosnosti sklada Erste

Levenova statistika	Stopnja prostosti (df1)	Stopnja prostosti (df2)	Značilnost (sig.)
39,578	5	1228	,000

Na podlagi rezultatov testiranja, ki so razvidni iz izpisa programa SPSS v Preglednici 17, prikazujemo Levenovo statistiko ter stopnjo njene statistične pomembnosti. Stopnja značilnosti je manjša od 0,05, torej lahko trdimo pri stopnji tveganja nižji od 0,05, da variance niso enake (vsaj ena je različna). Na podlagi ugotovitev o homogenosti varianc nadaljujemo s preverjanjem domneve s pomočjo robustnega testa enakosti povprečij - Welch test.

Preglednica 18 prikazuje rezultate testa o enakosti povprečij v vseh skupinah. Vidimo, da je stopnja značilnosti (sig.) manjša od 0,05, kar pomeni, da so razlike med skupinami statistično značilne pri stopnji tveganja manjši od 0,05.

Preglednica 18: Welch test – donosnosti sklada Erste

	Vrednost	Stopnja prostosti (df1)	Stopnja prostosti (df2)	Značilnost (sig.)
Welch test	65,741	5	505,569	,000

Welch test nam pove le, ali so skupine donosnosti med leti medsebojno statistično značilno različne po povprečni vrednosti ali ne, ne pa tudi, katere razlike med skupinami so medsebojno statistično značilne. Dovolj je že, če je ena skupina različna od ostalih.

Ker nas zanima, v katerih letih se donosnosti med seboj bistveno razlikujejo, smo opravili še dodatno analizo, ki jo imenujemo post-hoc analiza (Priloga 1). V njej primerjamo povprečje donosnosti posameznega leta s povprečji ostalih petih let. To pomeni, da smo povprečje donosnosti leta 2008 primerjali s povprečji donosnosti v letu 2009, 2010, 2011, 2012 in v prvi polovici leta 2013. Povprečje donosnosti v letu 2009 smo primerjali s povprečji donosnosti v letu 2008, v letu 2010, v letu 2011, v letu 2012 in prvi polovici 2013. Na isti način smo primerjali povprečja donosnosti v posameznih letih: 2010, 2011, 2012 in prvi polovici 2013 s povprečji donosnosti v ostalih letih. Iz izpisov rezultatov te analize (Priloga 1), kjer smo uporabili Tukey test, je razvidno, da med letom 2008 in drugimi posameznimi leti ni značilne razlike (sig. = 0.000). Med letoma 2009 in 2010 obstaja značilna razlika (sig. = 0,519), leti 2011 in 2013 sta tudi značilno različni (sig. = 0,515).

Leto 2008 je predkrizno leto in kriza še ne vpliva na donosnost. Leti 2009 in 2010 sta najbolj krizni leti in zato izstopata, pogoji na trgu so slabi in z aktivnim upravljanjem sklada se ne dosega veliko. Med letoma 2011 in 2013 obstaja značilna razlika, kar lahko razložimo z rastjo prometa na OTC trgu (razvidno tudi iz Preglednice 13 in 16) kot edinim načinom, da se ustvari donosnost s trgovanjem z obveznicami.

Razvidno je, da razlike med donosnostmi sklada Erste med leti niso nastale slučajno, in so poleg dejavnikov finančnega trga lahko posledica različne strategije vlaganja kot tudi stila upravljanja. Razmere na trgu kapitala in tudi sama velikost posameznega sklada narekujejo njegovo obnašanje v določenih razmerah.

Na podlagi rezultatov analize ugotavljamo, da obstaja statistično značilna razlika med donosnostmi pokojninskega sklada Erste Plavi med leti 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 ter v prvi polovici leta 2013, torej potrjujemo hipotezo.

6.4. Primerjava donosnosti med pokojninskimi skladi

Preverili bomo, ali obstajajo značilne razlike med donosnostmi štirih obveznih pokojninskih skladov v RH v obdobju gospodarske in finančne krize in do vstopa v EU.

Hipoteza 2: Med donosnostjo pokojninskih skladov v RH, in sicer Erste, Raiffeisen, Allianz ZB in PBZ Croatia, obstajajo v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013 značilne razlike.

Primerjali bomo dnevne donosnosti med različnimi obveznimi pokojninskimi skladi v RH. Hipotezo bomo preverjali z analizo variance (ANOVA), pri čemer bomo primerjali povprečne dnevne donosnosti med štirimi skladi v obdobju od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2013.

Preglednica 19: Test homogenosti varianc (ANOVA) – test donosnosti obveznih pokojninskih skladov pred vstopom v EU

	Levenova statistika	Stopnja prostosti (df1)	Stopnja prostosti (df2)	Značilnost (sig.)
2008	14,359	3	896	,000
2009	22,781	3	916	,000
2010	12,045	3	904	,000
2011	16,254	3	908	,000
2012	12,775	3	888	,000
I – VI 2013	4,527	3	400	,000

V Preglednici 19 prikazujemo Levenovo statistiko ter stopnjo njene statistične pomembnosti, s katero preverjamo homogenost varianc med obveznimi pokojninskimi skladi. V našem primeru preverjamo, ali so variance štirih skupin različne od nič. Stopnja značilnosti je manjša od 0,05, torej niso vse variance enake (vsaj ena je različna), zato s tem predpostavko o homogenosti zavržemo. Sprejmemo predpostavko, da variance niso enake in preverimo domnevo o razliki povprečij z robustnim Welch testom.

Preglednica 20: Welch test – test donosnosti obveznih pokojninskih skladov

Welch test	Vrednost	Stopnja prostosti (df1)	Stopnja prostosti (df2)	Značilnost (sig.)
2008	5,509	3	488,970	,000
2009	4,795	3	501,142	,027
2010	4,586	3	498,175	,034
2011	5,019	3	495,863	,000
2012	8,139	3	485,033	,000
I – VI 2013	4,481	3	219,555	,021

Preglednica 20 prikazuje rezultate Welch testa. Vidimo, da stopnja značilnosti (sig.) nikjer ne presega 0,05, kar pomeni, da so razlike med skupinami statistično pomembne pri stopnji tveganja manjši od 0,05. Opažamo večjo značilnost razlik v donosnosti med skladi v letu 2008, 2011 in 2012.

Ker nas zanima, kako se donosnosti posameznih skladov med seboj bistveno razlikujejo v posameznih letih, smo opravili še dodatno analizo, ki jo imenujemo »post-hoc Tukey test«. V njej primerjamo razlike donosnosti med posameznimi skladi v vsakem letu od petih opazovanih let, kar je razvidno iz izpisov rezultatov post hoc analize (Priloga 2).

Leto 2008 v večjem delu leta ni odražalo krize, velik padec pa se je zgodil konec decembra 2008. V tem letu je razvidna večja značilna razlika v donosnosti med vsemi skladi. V letih 2009 in 2010 je razvidna manjša značilna razlika med vsemi skladi. Leto 2011 je prvo leto okrevanja trga kapitala. V letu 2011 je razvidna manjša značilna razlika med skladi Erste PBZ, in Reiffeisen. Sklad AZ kaže večjo značilno razliko v primerjavi z ostalimi skladi.

V letu 2012 se je nadaljevalo okrevanje na trgu kapitala in razvidna je večja značilna razlika med skladi Erste, Reiffeisen, AZ in PBZ. Lahko zaključimo, da z okrevanjem trga politike naložb posameznih skladov še boljše delujejo.

Leto 2013 spet kaže manjšo značilno razliko med skladi Erste, PBZ, AZ in Reiffeisen. Slabši rezultati na trgu kapitala v letu 2013 so razvidni tudi iz zmanjševanja prometa na trgu.

Statistične rezultate lahko podkrepimo tudi z ravnanjem skladov na trgu, saj ko se razmere na trgu izboljšujejo, se odpira manevrski prostor upravljavcem sklada, da realizirajo načrtane politike v večji meri in s tem ustvarijo večjo razliko v primerjavi z drugimi skladi. Povezanosti obnašanja med posameznimi skladi lahko pojasnimo glede na njihovo nagnjenost k tveganju, strukturo premoženja in velikost. Kot vidimo, so bolj povezani manjši skladi, kot sta Erste in PBZ, ki imata bolj podobno strategijo vlaganja in nagnjenost k tveganju in na podoben način poskušata priti iz krize. Dva večja sklada, kot sta AZ in Raiffeisen, se zaradi svoje velikosti in vpliva na trgu bolj razlikujeta med seboj in od ostalih, posebej to velja za AZ sklad, ki je največji in predstavlja 45 % premoženja vseh obveznih pokojninskih skladov. Zato sklad AZ v večini primerov kaže večje razlike z ostalimi obveznimi pokojninskimi skladi.

Na podlagi rezultatov analiz ugotavljamo, da obstaja statistično značilna razlika med donosnostmi posameznih pokojninskih skladov med leti 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 ter v prvi polovici leta 2013, torej potrjujemo hipotezo.

6.5. Analiza vpliva vstopa v EU na donosnost pokojninskih skladov

V prejšnjem poglavju smo preverili, ali obstajajo značilne razlike med donosnostmi štirih obveznih pokojninskih skladov v RH v obdobju gospodarske in finančne krize in do vstopa v EU, v tem poglavju pa bomo raziskali, ali obstajajo značilne razlike v donosnosti teh skladov po vstopu v EU.

Hipoteza 3: Med povprečnimi vrednostmi donosnosti pokojninskih skladov v RH, in sicer Erste, Raiffeisen, Allianz ZB in PBZ Croatia, obstajajo značilne razlike po vstopu v EU.

Zanima nas, kako se je vstop RH v EU odrazil na donosnost obveznih pokojninskih skladov oziroma kako je poslovanje posameznih skladov uspelo glede na kratek čas (od 1. 7. 2013 do 31. 12. 2013) izkoristiti vstop na finančne trge držav članic EU. Primerjali bomo dnevne donosnosti med različnimi obveznimi pokojninskimi skladi v RH v obdobju od 1. 7. 2013 do 31. 12. 2013. Hipotezo bomo preverjali z analizo variance (ANOVA).

Preglednica 21: Test homogenosti varianc (ANOVA) – test donosnosti obveznih pokojninskih skladov po vstopu v EU

Levenova statistika	Stopnja prostosti (df1)	Stopnja prostosti (df2)	Značilnost (sig.)
3,085	3	496	,027

Iz izpisa programa SPSS v Preglednici 21 prikazujemo Levenovo statistiko ter stopnjo njene statistične pomembnosti. Stopnja značilnosti je manjša od 0,05, kar pomeni, da lahko s stopnjo tveganja manjšo od 0,05 trdimo, da so razlike med variancami donosnosti med

pokojninskimi skladi pomembne. Sprejememo ugotovitev o nehomogenosti varianc in opravimo Welch test.

Preglednica 22: Welch test – test donosnosti obveznih pokojninskih skladov po vstopu v EU

	Vrednost	Stopnja prostosti (df1)	Stopnja prostosti (df2)	Značilnost (sig.)
Welch	1,133	3	273,550	,336

V Preglednici 22 prikazujemo rezultate Welch testa o enakosti povprečij v vseh skupinah. Vidimo, da je stopnja značilnosti (sig.= 0,336) večja od 0,05, torej razlike med skupinami niso statistično pomembne na stopnji tveganja manj kot 0,05. Povprečja donosnosti se statistično pomembno ne razlikujejo, kar pomeni, da ni bilo pomembne razlike v uspešnosti upravljanja premoženja, ker niti en sklad ni ustvaril statistično značilno različne donosnosti.

Ker smo prišli do ugotovitve, da ne obstajajo statistično značilne razlike med donosnostmi pokojninskih skladov po vstopu v EU (v drugem polletju 2013), hipoteze ne moremo potrditi.

Glede na zelo kratko obdobje opazovanja (pol leta po vstopu v EU) ter razmer v borznih prometih, ki smo jih prikazali v Poglavlju 6.2., lahko zaključimo, da so hrvaški obvezni pokojninski skladi v prvih mesecih po vstopu v EU ravnali enako. Ker je razvidno tudi iz Preglednice 8 na primeru sklada Erste Plavi, je večina donosa ustvarjena v drugem polletju leta 2013. Za dodatne rezultate o donosnosti po vstopu v EU priporočamo raziskavo v daljšem obdobju po vstopu v EU.

7 PRIPOROČILA ZA NALOŽBENE AKTIVNOSTI POKOJNINSKEGA SKLADA PO VSTOPU V EU

Glede na teoretična izhodišča naloge in rezultate raziskave priporočamo naslednje:

- *liberalizacija naložb*: Lahko rečemo, da so obvezni pokojninski skladi kot največji institucionalni investitorji v RH veliko prispevali k razvoju trga kapitala v RH, še posebej na trgu obveznic. Transakcij z obveznicami v RH pred pokojninsko reformo praktično ni bilo, dokler se niso pojavili obvezni pokojninski skladi. Vendar obstaja še precej rezerv, na primer v nadaljnji liberalizaciji politike naložb, zato priporočamo, da se sprostijo vlaganja v delnice podjetij v RH, s čimer bi obvezni pokojninski skladi lahko prispevali k privatizaciji in dokapitalizaciji hrvaških podjetij in velikih infrastrukturnih projektov v RH.
- *večja vlaganja na trgih EU*: Hrvaški obvezni pokojninski skladi imajo velik delež hrvaških državnih obveznic v svojem portfelju. Glavni razlog je financiranje hrvaškega državnega dolga, ki je zelo drag, saj je RH od leta 2008 šest let zaporedoma v gospodarski in finančni krizi (glavna pokazateljica sta npr. šestletno stalno upadanje BDP in rast javnega dolga). Priporočamo, da se skladi bolj preusmerijo v nakupe finančnih instrumentov v EU in s tem bolj izkoristijo prednosti enotnega finančnega trga v EU. Geografske omejitve vlaganj so do vstopa v EU lahko negativno vplivale na donosnost skladov, »ključ uspeha v večji donosnosti« je v prilagodljivi in razumni mešanici investiranja v domače in tuje naložbe. Večina denarja iz obveznih pokojninskih skladov je naloženo v hrvaške državne obveznice, ker imajo večje donose kot državne obveznice drugih držav.
- *približanje skladov ljudem, ne samo zakonodaji*: Individualizirano kapitalsko varčevanje je najbolj izraženo v osebnih računih članov obveznih pokojninskih skladov. Priporočamo, da ti skladi več naredijo na osebni promociji in svetovanju posameznikom, da bo njihov pomen in poslovanje razumljivo širokemu krogu ljudi, predvsem pa mlajšim generacijam. Ti skladi so zelo omejeni z zakonodajo in veliko poročil o poslovanju je napisano tako, da se zadosti zahtevam zakonodaje. Priporočamo, da skladi več naredijo v zvezi s tem, da pojasnijo ljudem, kaj je donosnost sklada, kam sklad vlaga njihovo premoženje, kaj je politika naložb in kakšna je varnost in velikost bodočih pokojnin, zato da se bodo lažje odločali, v katerem skladu varčevati še naprej ali ga zamenjati. Priporočamo narediti bolj transparentna poročila o poslovanju, da bodo razumljiva širšemu krogu ljudi.
- *liberalizacija nadzora*: V začetku uvedbe tristebnega pokojninskega sistema je Agencija HANFA zaradi zagotovitve uspeha sistema in večje varnosti zavarovancev začela z velikimi omejitvami vlaganja skladov in rigoroznim nadzorom, ki je vključeval dnevne in periodične nadzore. To je takrat imelo smisel, saj je bil drugi steber nekaj novega za upravljavce obveznih pokojninskih skladov in državo. Od leta 2002 do vstopa RH v EU v letu 2013 je minilo dovolj časa, da so se pokazali učinki strožjega nadzora. Sistem je vzpostavljen, deluje in se je dokazal tudi v kriznih letih.

Po vstopu v EU že sama EU spodbuja uporabo načela preudarne osebe bolj kot pa kvantitativne omejitve pri vlaganjih. Trgi EU so že sami po sebi dovolj regulirani in zaradi svoje velikosti niso občutljivi za vplive velikih subjektov, kot so hrvaški pokojninski skladi, ki bi lahko cenovno vplivali na manjše trge kapitala, kot je RH. Management je zdaj že izkušen pri vodenju skladov in se lahko nanj bolj zanesemo, vendar bi morala slediti s strani Agencije HANFA stroga kazen če pride do značilnih nepravilnosti. S tem se teža nadzora prenaša s kvantitativnih omejitev na upravljavce pokojninskih skladov. Po drugi strani se ohranja raven kazni za njihovo nepravilno ravnanje.

- *večji poudarek na načelu preudarnosti* (angl. prudent person), saj bi omogočil bolj aktivne oblike upravljanja skladov, večje donosnosti in bolj značilne razlike v donosnostih med skladi. To še posebej velja po letu 2014, ko so skladi razdeljeni v tri kategorije (A, B in C), kar bi zavarovancem omogočilo večjo možnost izbire sklada. Iz raziskave je razvidno, da predstavljajo največjo omejitev trg kapitala in njegove pomanjkljivosti, saj v času največje krize na trgu kapitala noben sklad ni poskušal z večjim tveganjem ustvariti razlike v donosu, ampak so se vsi ravnali konzervativno in si prizadevali ohraniti vrednost premoženja.

8 SKLEP

Od nastanka države Hrvaške je bila prva velika prelomnica za sistem pokojninskega zavarovanja njegova reforma, ki se je začela izvajati v začetku tega tisočletja v sodelovanju s Svetovno banko. RH je uvedla tristebni način pokojninskega zavarovanja in ga kljub gospodarski in finančni krizi v zadnjih šestih letih ohranila do danes. Hrvatje, ki so vključeni v sistem pokojninskega zavarovanja, 15 % pokojninski prispevkov obvezno vlagajo v prvi steber medgeneracijske solidarnosti in 5 % pokojninskih prispevkov v drugi steber individualnega kapitaliziranega varčevanja. Možnost imajo prostovoljno varčevati tudi v tretjem stebru. V drugem stebru obstajajo v RH štiri obvezni pokojninski skladi, v tretjem stebru pa 22 prostovoljnih pokojninskih skladov. Premoženje obeh vrst skladov se od njihove ustanovitve povečuje.

Druga velika prelomnica je bil v sistemu pokojninskega zavarovanja za RH vstop države (1. 7. 2013) v območje EU, s čimer finančni trg ni bil več omejen samo na RH, temveč se je povečal na območje celotne EU. Poleg tega omogočajo obvezni pokojninski skladi ne samo eno politiko naložb, temveč tri, kar pomeni, da so se zavarovanci avgusta 2014 lahko odločili, ali bodo varčevali v skladu kategorije A, ki pomeni nabolj liberalen način upravljanja naložb, ali pa v B ali C, ki je najbolj konzervativen način upravljanja. Kako so obvezni pokojninski skladi izkoristili vstop na finančne trge EU, je po podatkih do konca leta 2013 težko povedati, saj so v strukturi premoženja nastale le manjše spremembe v deležih posameznih finančnih instrumentov v tujem premoženju.

Poslovanje obveznih pokojninskih skladov je zakonsko zelo regulirano, in sicer od upravljanja skladov do politike naložb in vrst naložb. Obvezni pokojninski skladi ne smejo biti sami sebi namen, temveč morajo biti pri upravljanju premoženja uspešni. Najpomembnejši pokazatelj uspešnosti je donosnost sklada ob diverzifikaciji portfelja znotraj omejitev naložb in ob zagotavljanju varnosti naložb. Višja donosnost prinaša njihovim zavarovancem ob danih omejitvah višje pokojnine.

Z raziskavo smo želeli ugotoviti, kako se je obnašal trg kapitala RH v obdobju krize, kakšne so razlike med donosnostmi pokojninskega sklada Erste, ter tudi donosnosti vseh obveznih pokojninskih skladov v obdobju pred in po vstopu v EU. Ugotovili smo, da skladi zelo oprezno ravnajo s premoženjem sklada, saj med leti tako pri pokojninskem skladu Erste (Hipoteza 1) kot med vsemi štirimi pokojninskimi skladi (Hipoteza 2) obstajajo pred vstopom v EU med donosnostmi značilne razlike. V polletnem obdobju po vstopu v EU med povprečnimi donosnostmi vseh štirih skladov ni značilnih razlik (Hipoteza 3), kar pomeni, da so zelo previdno izkoristili dane možnosti odprtega finančnega trga. Zato v prihodnje priporočamo raziskati, kako so se razlikovale donosnosti obveznih pokojninskih skladov za

daljše obdobje po vstopu v EU in kako so skladi izkoristili možnosti enotnega finančnega trga EU in zmanjšanje zakonskih omejitev.

LITERATURA

- Arh, Franc. 2000. *Statistika 1. Obrazci in postopki*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta Ljubljana.
- Atrill, Peter. 2003. *Financial Management for Non-specialists*. Essex: Prentice Hall.
- Baker, August J., Dennis E. Logue in Jack S. Rader. 2005. *Managing Pension and Retirement Plans*. New York: Oxford University Press, Inc.
- Berk Skok, Aleš in Božo Jašovič. 2007. *Z večštebrnim pokojninskim sistemom do blaginje posameznika in družbe*. Bančni vestnik 56(12), 36–42.
- Brealey, Richard A. in Stewart C. Myers. 2003. *Financing and Risk Management*. New York: McGraw-Hill Company, Inc.
- Brigham, Eugene F. in Phillip R. Daves. 2004. *Intermediate Financial Management*. Mason: Thomson South-Western.
- Brigham, Eugene F. in Gapenski C. Louis. 1996. *Intermediate Financial Management*. Orlando: The Dryden Press.
- Burtless, Gary. 2000. *International Investment for Retirement Savers: Historical Evidence on Risk and Returns*. [Http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2007/02/wp_2007-51.pdf](http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2007/02/wp_2007-51.pdf) (1. 3. 2015).
- Clark, Gordon L. in Noel Whiteside. 2005. *Pension Security in the 21st Century*. New York: Oxford University Press, Inc.
- Cornett, Marcia M. in Anthony Saunders. 1999. *Fundamentals of Financial Institutions Management*. Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Davis E. Philip in Steil Benn. 2001. *Institutional Investors*. London: The MIT Press.
- Davis, Philip in Yu-Wei Hu. 2008. Does Funding of Pensions Stimulate Economic Growth? *Journal of Pension Economics and Finance* 7 (2): 221–249.
- Demirguc-Kunt, Asli in Vojislav, Maksimovic. 1996. *Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth: An International Comparison*. Mimeo: The World Bank.
- Fabozzi J. Frank. 1994. *Foundations of Financial Markets and Institutions*. New Jersey: Prentice -Hall Inc.
- Helfert, Erich A. 2001. *Financial Analysis - Tools and Techniques Guide for Managers*. New York: McGraw Hill Company, Inc.
- Kralj Vrsalović, Božena. 2004. Povezivanje i razmjena podataka u reformiranom mirovinskom sustavu. *Mirovinsko osiguranje* 35 (5): 78–87.
- Milidrag Šmid, Jagoda. 2001. *Reforma mirovinskog sustava u Republici Hrvatskoj*. [Http://socijalno-partnerstvo.hr/wp-content/uploads/2013/04/Izvje%C5%A1taj-Reforma-mirovinskog-sustava-u-Republici-Hrvatskoj.pdf](http://socijalno-partnerstvo.hr/wp-content/uploads/2013/04/Izvje%C5%A1taj-Reforma-mirovinskog-sustava-u-Republici-Hrvatskoj.pdf) (25. 06. 2015).
- Mramor, Dušan. 1993. *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Prohaska, Zdenko. 1996. *Analiza vrijednosnih papira*. Zagreb: Infoinvest.
- Puljiz, Vlado. 2007. Hrvatski mirovinski sustav: Korijeni, evolucija i perspektiva. *Revija za socijalnu politiku* 14 (2): 163–192.

- Puljiz, Vlado. 2011. Kriza, reforme i perspektive mirovinskih sustava u europskim zemljama i u Hrvatskoj. *Privredna kretanja i ekonomska politika* 21 (129): 27–63.
- Rismondo, Mihovil. 2005. Direktive Europske unije o strukovnim mirovinskim osiguranjima i njihova moguća primjena u hrvatskom mirovinskom sustavu. *Mirovinsko osiguranje* 36 (2): 15–37.
- Sirri, Erik R., in Peter Tufano. 1998. Costly Search and Mutual Fund Flows. *Journal of Finance* 53 (5): 1589–1622.
- Stolowy, Herve in Michel J. Lebas. 2002. *Corporate Financial Reporting*. London: Thomson.
- Stubelj, Igor. 2010. *Vrednotenje podjetij na podlagi pričakovanih dobičkov*. Koper: Univerza na Primorskem, Fakulteta za management Koper.
- Štiblar, Franjo. 2013. *Finančni trgi, akterji, instrumenti, posli*. Ljubljana: Založba ZRC.
- Štimac, Dubravko. 2002. Uloga banke skrbnika u mirovinskoj reformi. *Financijska teorija i praksa* 26 (2): 511–521.
- Tomsits, Zoran Jurij. 2010. Nekaj značilnosti operativnih škodnih dogodkov v slovenskem bančnem sistemu (1). *Bančni vestnik* 59 (12): 26–30.
- Vuković, Srećko. 2005. *Mirovinski sustav u Republici Hrvatskoj - temeljni pokazatelji*. *Revija za socijalnu politiku* 12 (3–4): 377–391.
- Žnidar, Simona. 2006. *Zagotavljanje notranjega nadzora javnih financ pri uporabnikih občinskih proračunov*. *Lex localis* 4: 37–48.
- Združenje družb za upravljanje s pokojninskimi skladi in pokojninskimi zavarovalnimi družbami / Udruženje društava za upravljanje mirovinskim fondovima i mirovinskim osiguravajućim društvima (UMFO). 2011. *Mirovinska reforma u Hrvatskoj*. Zagreb: UMFO.

VIRI

- Direktiva 2010/78/EU Evropskega parlamenta in Sveta. *Uradni list EU*, št. 21/10.
- Erste Plavi. 2014. *Informativni prospekt Erste Plavog obveznog mirovinskog fonda s podacima do 31. 12. 2013. godine*. <https://www.ersteplavi.hr/korisne-informacije/svi-dokumenti/prospekti-i-statuti-fondova/> (5. 9. 2015).
- HANFA. 2014. *Godišnje izvješće HANFA 2013*. <http://www.hanfa.hr> (15. 5. 2015).
- HRportolio. *Mirovinski fondovi*. <http://www.hrportfolio.hr/mirovinski-fondovi> (10. 5. 2015).
- Pravilnik o godišnjim, tromjesečnim i drugim izvještajima obveznog mirovinskog fonda. 2014. *Narodne Novine RH*, št. 103/10–14.
- Pravilnik o organizacijskim zahtjevima za mirovinsko društvo za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima. 2014. *Narodne Novine RH*, št. 103/12–14.
- Pravilnik o utvrđivanju neto vrijednosti imovine i vrijednosti obračunske jedinice obveznog mirovinskog fonda. 2014. *Narodne Novine RH*, št. 103/12–14.
- Pravilnik o uvjetima za članstvo u upravi i nadzornom odboru mirovinskog društva za upravljanje obveznim mirovinskim fondovima. 2014. *Narodne Novine RH*, št. 52/14.
- SEEBiz. 2015. *Štimac: Hrvatski mirovinski fondovi pri europskom vrhu*. <http://www.seebiz.eu/stimac-hrvatski-mirovinski-fondovi-pri-europskom-vrhu/ar-106230/> (6. 5. 2015).
- Uredba (EU) št. 1094/2010. Evropskega parlamenta in Sveta. *Uradni list EU*, št. 80/10.
- Zakon o obveznim mirovinskim fondovima (ZOMF). *Narodne Novine RH*, št. 19/14.
- Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (ZODMF). *Narodne Novine RH*, št. 49/99, 63/00, 103/03, 177/04, 71/07, 124/10, 114/11 in 51/13.
- Zakon o mirovinskom osiguranju (ZMO). *Narodne Novine RH*, št. 102/1998.
- Zakon o mirovinskim osiguravajućim društvima (ZMOD). *Narodne Novine RH*, št. 106/1999.
- Zakon o pokojninskom in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1-UPB4). *Uradni list RS*, št. 109/2006.

PRILOGE¹⁸

- Priloga 1 Testiranje hipoteze 1: Post Hoc Tests: TukeyHSD test
- Priloga 2 Testiranje hipoteze 2: Post Hoc Tests: TukeyHSD test
- Priloga 3 Testiranje hipoteze 3: Post Hoc Tests: TukeyHSD test

¹⁸ V prilogah so original izpisi iz statističnega programa, zato so uporabljeni izrazi v angleškem jeziku.

*Post Hoc Tests: TukeyHSD test***Multiple Comparisons**

Tukey HSD

(I) ErstePlavi	(J) Leto	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
2008	2009	-2,3951531 [*]	,1599492	,000	-2,851683	-1,938623
	2010	-2,1206572 [*]	,1604710	,000	-2,578676	-1,662638
	2011	-1,1729186 [*]	,1602957	,000	-1,630438	-,715400
	2012	-2,7949231 [*]	,1611858	,000	-3,254983	-2,334864
	VI 2013	-1,5248999 [*]	,2043094	,000	-2,108044	-,941756
2009	2008	2,3951531 [*]	,1599492	,000	1,938623	2,851683
	2010	,2744959	,1595926	,519	-,181016	,730008
	2011	1,2222345 [*]	,1594163	,000	,767225	1,677244
	2012	-,3997700	,1603113	,007	-,857334	,057794
	VI 2013	,8702532 [*]	,2036202	,000	,289077	1,451430
2010	2008	2,1206572 [*]	,1604710	,000	1,662638	2,578676
	2009	-,2744959	,1595926	,519	-,730008	,181016
	2011	,9477386 [*]	,1599399	,000	,491235	1,404242
	2012	-,6742660 [*]	,1608320	,000	-1,133316	-,215216
	VI 2013	,5957573 [*]	,2040303	,041	,013410	1,178105
2011	2008	1,1729186 [*]	,1602957	,000	,715400	1,630438
	2009	-1,2222345 [*]	,1594163	,000	-1,677244	-,767225
	2010	-,9477386 [*]	,1599399	,000	-1,404242	-,491235
	2012	-1,6220045 [*]	,1606571	,000	-2,080555	-1,163454

	VI 2013	-,3519813	,2038925	,515	-,933935	,229973
2012	2008	2,7949231*	,1611858	,000	2,334864	3,254983
	2009	,3997700	,1603113	,007	-,057794	,857334
	2010	,6742660*	,1608320	,000	,215216	1,133316
	2011	1,6220045*	,1606571	,000	1,163454	2,080555
	VI 2013	1,2700232*	,2045930	,000	,686070	1,853977
VI 2013	2008	1,5248999*	,2043094	,000	,941756	2,108044
	2009	-,8702532*	,2036202	,000	-1,451430	-,289077
	2010	-,5957573*	,2040303	,041	-1,178105	-,013410
	2011	,3519813	,2038925	,515	-,229973	,933935
	2012	-1,2700232*	,2045930	,000	-1,853977	-,686070

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

Post Hoc Tests: TukeyHSD test**Multiple Comparisons****Povezava skladi v letu 2008**

Tukey HSD

(I) skladi08	(J) skladi08	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Erste	PBZ	,2818656	,2095776	,534	-,257558	,821289
	__ Raiff	-,2144110	,2095776	,736	-,753834	,325012
	AZ	-,5674277*	,2095776	,035	-1,106851	-,028004
PBZ	Erste	-,2818656	,2095776	,534	-,821289	,257558
	__ Raiff	-,4962766	,2095776	,084	-1,035700	,043147
	AZ	-,8492933*	,2095776	,000	-1,388717	-,309870
__ Raiff	Erste	,2144110	,2095776	,736	-,325012	,753834
	__ PBZ	,4962766	,2095776	,084	-,043147	1,035700
	AZ	-,3530167	,2095776	,332	-,892440	,186407
AZ	Erste	,5674277*	,2095776	,035	,028004	1,106851
	__ PBZ	,8492933*	,2095776	,000	,309870	1,388717
	Raiff	,3530167	,2095776	,332	-,186407	,892440

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

Multiple Comparisons**Povezava skladi v letu 2009**

Tukey HSD

(I) skladi09	(J) skladi09	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound

Erste	PBZ	,2058120	,1235044	,342	-,112058	,523682
	__ Raiff	,1834375	,1235044	,447	-,134432	,501307
	AZ	,1809849	,1235044	,459	-,136885	,498855
PBZ	Erste	-,2058120	,1235044	,342	-,523682	,112058
	__ Raiff	-,0223745	,1235044	,498	-,340244	,295495
	AZ	-,0248271	,1235044	,597	-,342697	,293043
Raiff	Erste	-,1834375	,1235044	,447	-,501307	,134432
	__ PBZ	,0223745	,1235044	,498	-,295495	,340244
	AZ	-,0024526	,1235044	,623	-,320322	,315417
AZ	Erste	-,1809849	,1235044	,459	-,498855	,136885
	__ PBZ	,0248271	,1235044	,597	-,293043	,342697
	Raiff	,0024526	,1235044	,623	-,315417	,320322

Multiple Comparisons

Povezava skladi v letu 2010

Tukey HSD

(I) skladi10	(J) skladi10	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Erste	PBZ	-,0592215	,0931259	,920	-,298910	,180467
	__ Raiff	,0588903	,0931259	,922	-,180799	,298579
	AZ	-,0089824	,0931259	,897	-,248671	,230706
PBZ	Erste	,0592215	,0931259	,920	-,180467	,298910
	__ Raiff	,1181118	,0931259	,583	-,121577	,357801
	AZ	,0502391	,0931259	,949	-,189450	,289928
Raiff	Erste	-,0588903	,0931259	,922	-,298579	,180799
	__ PBZ	-,1181118	,0931259	,583	-,357801	,121577

	AZ	-,0678727	,0931259	,886	-,307562	,171816
AZ	Erste	,0089824	,0931259	,897	-,230706	,248671
	PBZ	-,0502391	,0931259	,949	-,289928	,189450
	Raiff	,0678727	,0931259	,886	-,171816	,307562

Multiple Comparisons

Povezava skladi v letu 2011

Tukey HSD

(I) skladi11	(J)skladi11	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Erste	PBZ	-,0597406	,1208112	,960	-,370684	,251203
	Raiff	-,1293916	,1208112	,707	-,440335	,181552
	AZ	-,4093648*	,1208112	,000	-,720308	-,098422
PBZ	Erste	,0597406	,1208112	,960	-,251203	,370684
	Raiff	-,0696510	,1208112	,939	-,380594	,241292
	AZ	-,3496242*	,1208112	,020	-,660567	-,038681
Raiff	Erste	,1293916	,1208112	,707	-,181552	,440335
	PBZ	,0696510	,1208112	,939	-,241292	,380594
	AZ	-,2799732	,1208112	,095	-,590916	,030970
AZ	Erste	,4093648*	,1208112	,000	,098422	,720308
	PBZ	,3496242*	,1208112	,020	,038681	,660567
	Raiff	,2799732	,1208112	,095	-,030970	,590916

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

Multiple Comparisons

Povezava skladi v letu 2012

Tukey HSD

(I) skladi12	(J) skladi12	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Erste	PBZ	,4717560*	,0994307	,000	,215831	,727681
	__ Raiff	,1751997	,0994307	,292	-,080725	,431125
	AZ	,1833787	,0994307	,253	-,072546	,439304
PBZ	Erste	-,4717560*	,0994307	,000	-,727681	-,215831
	__ Raiff	-,2965564*	,0994307	,016	-,552481	-,040631
	AZ	-,2883773*	,0994307	,020	-,544302	-,032452
__ Raiff	Erste	-,1751997	,0994307	,292	-,431125	,080725
	__ PBZ	,2965564*	,0994307	,016	,040631	,552481
	AZ	,0081790	,0994307	,373	-,247746	,264104
AZ	Erste	-,1833787	,0994307	,253	-,439304	,072546
	__ PBZ	,2883773*	,0994307	,020	,032452	,544302
	Raiff	-,0081790	,0994307	,373	-,264104	,247746

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

Multiple Comparisons

Povezava skladi I – VI. mesec 2013

Tukey HSD

(I) skladi13	(J) skladi13	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Erste	PBZ	,0726778	,1695480	,974	-,364733	,510088
	__ Raiff	,2131142	,1695480	,591	-,224296	,650525

	AZ	-,1510417	,1695480	,810	-,588452	,286369
PBZ	Erste	-,0726778	,1695480	,974	-,510088	,364733
	__ Raiff	,1404364	,1695480	,841	-,296974	,577847
	AZ	-,2237195	,1695480	,551	-,661130	,213691
Raiff	Erste	-,2131142	,1695480	,591	-,650525	,224296
	__ PBZ	-,1404364	,1695480	,841	-,577847	,296974
	AZ	-,3641559	,1695480	,040	-,801566	,073255
AZ	Erste	,1510417	,1695480	,810	-,286369	,588452
	__ PBZ	,2237195	,1695480	,551	-,213691	,661130
	Raiff	,3641559	,1695480	,040	-,073255	,801566

Post Hoc Tests: TukeyHSD test

Multiple Comparisons

Tukey HSD Povezava skladi VI –XII. mesec 2013

(I) skladi13eu	(J) skladi13eu	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.
Erste	PBZ	-,0939783	,1227027	,870
	— Raiff	-,0277774	,1227027	,996
	AZ	,1074080	,1227027	,818
PBZ	Erste	,0939783	,1227027	,870
	— Raiff	,0662009	,1227027	,949
	AZ	,2013864	,1227027	,356
Raiff	Erste	,0277774	,1227027	,996
	— PBZ	-,0662009	,1227027	,949
	AZ	,1351854	,1227027	,689
AZ	Erste	-,1074080	,1227027	,818
	— PBZ	-,2013864	,1227027	,356
	Raiff	-,1351854	,1227027	,689