

Naložbeni pokojninski skladi, dolgoročna vzdržnost javnih financ in finančna stabilnost v Sloveniji

ALEŠ BERK SKOK in MARKO SIMONETI

Univerza v Ljubljani, Slovenija

Demografske spremembe silijo vlade v iskanje rešitev v pokojninskih sistemih. Dodatni oziroma naložbeni pokojninski sistemi so postali nujen mehanizem za izogibanje revščini v državah s starajočim se prebivalstvom. V pričujočem prispevku bi rada poudarila, da mora slovenska vlada nujno reformirati obstoječi slabo razviti dodatni pokojninski sistem. Ravno tako kot so nujne same reforme, je nujno tudi, da so le-te izvedene na način, ki bo kar najbolj spodbujal konkurenco. Da bi spodbudila individualno dolgoročno varčevanje, ki bi bilo namenjeno financiranju potrošnje po upokojitvi, bi po najinem mnenju morala vlada uvesti individualne pokojninske račune. Z vzpostavitvijo robustnega dodatnega pokojninskega sistema ne bi rešili zgolj fiskalnih bremen prvega pokojninskega stebra, temveč bi tudi okrepili domače finančne trge in institucije, ki so po dvajsetih letih še vedno skromno razviti.

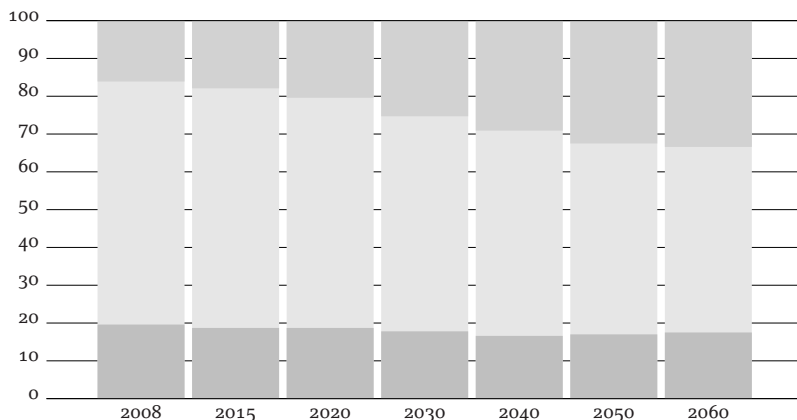
Ključne besede: dodatni pokojninski sistem, finančni trgi, finančne institucije, vzdržnost javnih financ

Uvod

Zaradi drastičnega spreminjanja starostne strukture prebivalstva, ki ga s projekcijami napovedujejo demografi, se bo v prihodnje treba soočiti s krepitvijo naložbenih pokojninskih sistemov. Le-ti so namreč pri zagotavljanju pokojnin, ko gre za demografske pritiske, mnogo bolj učinkoviti kot obstoječi sistemi (Berk in Jašovič 2008).¹

Vzpostavljen in dobro delujoč naložbeni del pokojninskega sistema pa ima poleg tega, da učinkovito rešuje problematiko zagotavljanja pokojnin, tudi izjemno pozitivne stranske učinke. Praviloma namreč pospešuje razvitost finančnega sistema. Finančni trgi lahko zaradi pokojninskih sredstev bolje opravljajo svojo vlogo. Zaradi večjega posredovanja prihrankov namreč povečujejo blaginjo

Ta članek je nastal na osnovi projekta Inštituta za ekonomska raziskovanja (IER): »Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi«, ki ga je financirala Ljubljanska borza, d. d., Ljubljana.

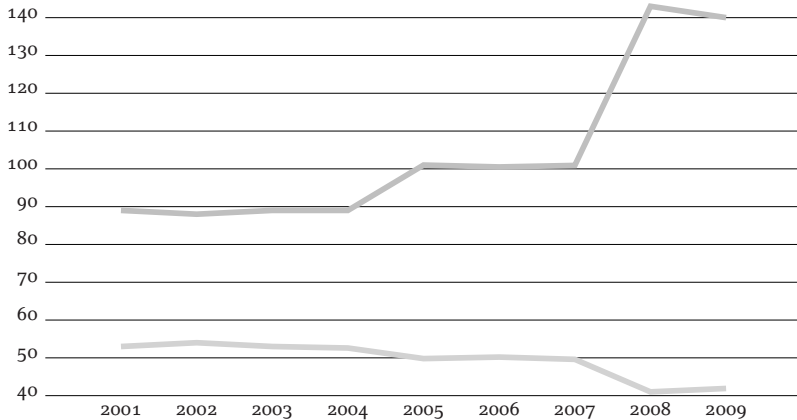


SLIKA 1 Projekcije prebivalstva Slovenije ERUOPOP2008 – delež osnovnih starostnih skupin (kontingentov) prebivalstva v celotnem prebivalstvu Slovenije v obdobju 2008–2060 (v odstotkih – temno do 19 let, svetlo od 20 do 64 let, srednje sivo nad 65 let; stanje na dan 1. januarja posameznega leta; prilagojeno po Vertot 2009)

oziroma življenjski standard posameznikov. To je mogoče zaradi izboljšane alokacije prihrankov v najbolj produktivne rabe in zaradi učinkov na zmanjšanje stroškov kapitala podjetij (Lefort in Walker 2002). Demirguc-Kent in Maksimovic (1996) ter Davis in Hu (2008) so dokazali pozitivno povezavo med bolj razvitimi finančnimi trgi, ki so posledica prisotnosti pokojninskih skladov, in višjo stopnjo gospodarke rasti. Posebno so lahko učinki močni v majhnih državah z razmeroma skromnim finančnim sistemom in zadosti razvito zakonodajo, ki omogoča hiter razvoj trga. Catalan, Impavido in Musalem (2000) npr. navajajo, da obstaja povezava med dodatnimi oblikami pogodbenega varčevanja, npr. organiziranega prek pokojninskih skladov in življenjskih zavarovalnic (za neživljenjske zavarovalnice avtorji ugotavljajo šibkejšo povezavo), in razvitostjo trga, merjeno s tržno kapitalizacijo in obsegom transakcij. Podobnega mnenja je Vittas (2005), ki poudarja, da je lahko razvoj pokojninskih skladov predhodnik finančnim produktom, ki jih v državah brez razvitega naložbenega dela pokojninskega sistema ponavadi ni v obilju. Pokojninski skladi sredstva počasi (a vztrajno) kumulirajo in razporejajo v naložbe, sočasno pa se na kapitalskem trgu pojavljajo nove naložbe. Izboljšana alokacija kapitala za podjetja prinaša velike koristi zaradi znižanja stroškov kapitala, kar povzroči, da vedno več projektov postaja ekonomsko utemeljenih.

Ta vidik bo za Slovenijo v prihodnje zelo pomemben, saj je fi-

Naložbeni pokojninski skladi



SLIKA 2 Razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem podjetij v odstotkih (po podatkih Banke Slovenije; svetlo delež lastniškega kapitala, temno razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem)

nančna kriza pokazala, da financiranje gospodarske rasti s kratkoročnim zadolževanjem domačih bank v tujini ni vzdržno. V razdobju 2005–2008 je neto zadolženost Slovenije v tujini porasla od nič na 10 mld. EUR, razmerje med krediti in depoziti v bančnem sektorju pa je doseglo 160 % (povprečje v EU je približno 125 %). Ob izbruhu krize je tako pri servisiranju obveznosti bank do tujine morala z različnimi ukrepi poseči država, domača upniško-dolžniška razmerja pa še čakajo na razrešitev.

Od leta 2003 do konca septembra 2008 je delež lastniškega kapitala po podatkih Banke Slovenije padel za celih 10 odstotnih točk, s 53,3 % na 43,3 %. Samo v prvih devetih mesecih leta 2008 je strukturni delež lastniškega kapitala padel za 6,2 odstotne točke oziroma za 4,6 milijarde EUR. V zadnjem četrtletju 2008 je borzni indeks SBI izgubil še nadaljnjih 40 % vrednosti, kar bo nadalje močno znižalo vrednost in delež lastniškega kapitala. To jasno kaže, da so slovenska podjetja zaradi prevrednotenja nasedlih naložb v svojih premoženjskih bilancah in upada poslovne aktivnosti postala močno zadolžena. Dejansko je relativna zadolženost zagotovo še večja zaradi številnih delniških parkirišč in navzkrižne lastniške povezanosti podjetij ter še vedno previsokega vrednotenja številnih nepremičninskih in delniških naložb v premoženjskih bilancah. Številna slovenska podjetja namreč ne kotirajo na borzi in zato so korekcije vrednosti lastniškega kapitala močno odvisne tudi od računovodskih prikazov teh dogodkov.

Posledica velikega padca strukturnega deleža lastniškega kapitala

je povečano razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij, ki se je od 102 % konec leta 2007 povečalo na 131 % konec septembra 2008. V evrskem območju je to razmerje 104,8 %, torej precej nižje kot v Sloveniji. V strukturi stanja finančnih obveznosti slovenskih podjetij smo torej priča izrazitemu povečevanju deleža dolžniških virov financiranja, pri čemer pa velik delež pomenijo predvsem kratkoročni krediti. Kot ugotavlja Banka Slovenije, so se v letu 2007 pokazali prvi znaki naraščajočega bremena hitrega zadolževanja, saj se je dolg podjetij povečal za 11 odstotnih točk BDP na 80,4 %. Po mnenju Banke Slovenije (2009, 25–30) je vzdržnost tako spremenjene strukture financiranja podjetij v prihodnjem obdobju negotova.

Za izhod iz krize bo treba, poleg pridobivanja novih naročil, razrešiti tudi problem prezadolženosti in prestrukturirati vire financiranja pri podjetjih. Z drugimi besedami, Banka Slovenija zaradi močne zadolženosti podjetij priporoča, naj podjetja svoj nadaljnji razvoj utemeljijo tudi na financiranju prek kapitalskega trga. Posledica tega bo manjša izpostavljenost podjetij tveganju. Pri dolžniškem financiranju tveganih razvojnih projektov namreč vse breme tveganja pade na družbo, ki se zadolži, pri lastniškem financiranju pa se tveganje primerno razprši med imetniki lastniških upravičenj do podjetja. Z nadaljevanjem krize se bo zaradi slabšanja portfeljev, večjih kapitalskih zahtev regulatorjev in mednarodnega trga zaostrijo tudi vprašanje dolgoročnega financiranja in kapitalске ustreznosti domačih bank, ki so večimona v lasti države in domačih podjetij. Slovenija, d. d., potrebuje več dolgoročnega domačega varčevanja in dokapitalizacijo, ki pa jo bodo obstoječi veliki domači lastniki zaradi lastnih finančnih težav težko zagotovili.

Pokojninski skladi bodo tako ob nadaljnjem razvoju oz. kumulaciji sredstev v upravljanju, kljub temu da bodo zavezani k pravilom razpršitve ter učinkovitemu upravljanju naložb in skrbi za vlagatelje, del sredstev v upravljanju namenili naložbam v domače lastniške vrednostne papirje. Številne študije kažejo na večjo orientiranost institucionalnih vlagateljev na domače trge (*home bias*), kot bi to veljalo glede na pomen domačih trgov v kontekstu globalnih trgov kapitala (Coval in Moskowitz 1999; Suh 2001), in za slovenske pokojninske sklade lahko do določene mere pričakujemo, da bo veljalo podobno. Pokojninsko varčevanje lahko, če bi prišlo do vzpostavitve smiselnega sistema, v razmeroma kratkem obdobju zagotovi prepotrebno dolgoročno ponudbo finančnih prihrankov oziroma povpraševanje po finančnih instrumentih.

Če npr. predpostavimo, da bi se v dodatni pokojninski sistem pri-

lilo 3 % bruto plač (celotnih pokojninskih prispevkov v ZPIZ je trenutno za 24,35 % bruto plače), bi se v sistemu v roku sedmih let akumuliralo približno 4 milijarde EUR sredstev oziroma približno 10 odstotkov BDP. Takšen razvoj dogodkov bi bil zelo zaželen, saj bi to danes močno zadolženim podjetjem omogočilo dostop do svežih lastniških virov, ki bi bili kvalitetni in razpršeni, izjemno pozitivno pa bi deloval tudi na področju korporativnega upravljanja. Z delom tega novega bogastva bi lahko v kombinaciji z reformirano zakonodajo o investicijskih skladih spodbujali razvoj skladov zasebnega kapitala (*private equity funds*), le-te pa bi lahko uvrščali v organizirano trgovanje, kar bi zagotovilo boljše mehanizme upravljanja teh skladov in družb v njihovih premoženjih. Skrajni čas je, da v Sloveniji (ob hkratni reformi prvega stebra pokojninskega sistema) prizadevanja za krepitev javnih financ usmerimo v primerno zasnovano dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja in začnemo tako izkoriščati učinke, ki jih razviti naložbeni pokojninski sistem omogoča.

Kako se torej lotiti reforme dodatnega pokojninskega sistema, da bo ta lahko igral močno vlogo pri financiranju pokojnin in hkrati pri zagotavljanju dolgoročnih virov na kapitalskem trgu? Najprej je treba vzpostaviti mehanizme, ki bodo dopuščali veliko konkurenčnost med ponudniki finančnih produktov. Le tako lahko namreč pričakujemo, da se bo področje razvijalo v kar največjo korist posameznikov, ki na svojih plečih nosijo odgovornost in bremena glede preskrbljenosti v svoji neaktivni življenjski dobi. Za povečanje stopnje konkurenčnosti je treba redefinirati koncept pokojninskega načrta, odpraviti obvezno zajamčeno donosnost, ločiti kolektivni del varčevanja od individualnega in znotraj slednjega uvesti koncept pokojninskih računov, omogočiti učinkovito strukturo finančnih produktov, uvesti tržno vrednotenje kot edino dopustno vrednotenje naložb znotraj finančnih produktov, na novo opredeliti kriterijski indeks zajamčene donosnosti, zasnovati oziroma vzpostaviti pokojninski register, omejiti stroške svodobne izbire in urediti razkrivanje donosnosti finančnih produktov. V naslednjih razdelkih bova na kratko obravnavala vsako od teh področij.

Prihodnji javni pokojninski sistem je treba nujno zasnovati na fiskalni vzdržnosti in pravičnosti ter omogočiti uvedbo obveznega kolektivnega varčevanja, treba pa je tudi na novo urediti področje davkov in določiti osnovna pravila v zvezi s pokojninskimi rentami.

Zasnova pokojninskega načrta

Pokojninske načrte bi bilo treba občutno poenostaviti, jih kar najbolj standardizirati in povezati z doslej ločeno pogodbo o oblikovanju

načrta. Hkrati je za razvoj konkurence zelo pomembno, da pokojninski načrti niso vezani ekskluzivno na posameznega ponudnika produktov pokojninskega varčevanja, temveč izključno na delodajalca (sponzorja načrta). Članom kolektivnega pokojninskega načrta posameznega delodajalca (zaposlenim) je treba dopustiti, da prosto izbirajo ponudnike produktov kolektivnega pokojninskega varčevanja.

Pokojninski načrt naj se razdeli v dva vsebinsko zaokrožena sklopa. Prvi del, ki naj bo v celoti standardiziran, naj ureja pravice in obveznosti članov pokojninskega načrta (npr. pravico do proste izbire izvajalca pokojninskega načrta, obveznost prigrisatve te izbire in vseh sprememb delodajalcu ipd.) in sponzorja pokojninskega načrta (gre za povzemanje določil zakona, katerih namen je, da posameznikom ni treba brati zakona in biti pozoren na vse njegove spremembe).

Drugi del pa naj ureja financiranje pokojninskega načrta. Vsebinska struktura drugega dela naj bo vnaprej predpisana z zakonom, sponzor pokojninskega načrta pa bo v dogovoru z delojemalci vsebino tega dela dopolnil s konkretnimi podatki, kakršni so npr. podatki o načinu in rokih financiranja vplačil, o višini oziroma mehanizmu določanja višine vplačil, o tem, kdo so upravičenci do vplačil, ipd. Drugi del načrta naj tako po vsebini smiselno nadomesti pogodbo o oblikovanju pokojninskega načrta po obstoječi ureditvi. Vse druge podrobnosti, ki jih vsebujejo aktualni pokojninski načrti, kot na primer narava in višina stroškov, do katerih je upravičen upravljavec načrta, metodologija izračuna vrednosti enote premoženja (način izračuna odkupne vrednosti), način obveščanja članov in podrobnosti v zvezi z naložbeno strategijo, pa bi bilo treba izvzeti iz pokojninskega načrta, saj bi jih urejala pravila o upravljanju posameznega (krovnega) pokojninskega sklada (KPS), ki bi jih na začetku in ob vseh spremembah, tako kot pri ostalih skladih, odobrila pristojni nadzorni organ. Pravila KPS bi bila zelo podobna pravilom krovnega sklada po zakonu, ki ureja investicijske sklade (Berk in Damjanovič 2010).

Vprašanje zajamčene donosnosti in različnih naložbenih politik

Slovenska ureditev s pravilnikom o zajamčeni donosnosti implicira unificiranost naložbene politike, ki je izjemno konzervativna. V takšni ureditvi beležijo tisti posamezniki, ki so manj naklonjeni tveganju, oportunitetne izgube glede donosnosti. Minimalne zajamčene donosnosti so se množično pojavile v obdobju prehoda iz dodatnih pokojninskih sistemov z vnaprej določenimi pravicami v pokojnin-

ske sisteme z vnaprej določenimi vplačili oziroma v državah, kjer so dodatno pokojninsko varčevanje šele začeli vzpostavljati. Oblasti so, zato da bi promovirale dodatno pokojninsko varčevanje, hitro pristale na zajamčene donosnosti, ki so jih zahtevali socialni partnerji. Ob tem so se pojavljale različne argumentacije, in sicer, da naj bi sistem zajamčene donosnosti omogočil, da bi vsak posameznik – ob predpostavki enakomernih vplačil – ob upokojitvi dobil minimalno določen znesek denarja in se tako izognil tveganju socialne ogroženosti; sistem naj bi bil tako bolj pravičen, posameznike bi tako zavarovali pred finančnim tveganjem oziroma nestanovitnostjo delniških trgov, poleg tega naj bi se vsi posamezniki, tudi če bi kapitalski trgi tik pred njihovo upokojitvijo doživeli padec, izognili tveganju drastične nenadne izgube dohodka (Sin 2002). Dejstvo je, da s tem, ko uvedemo zajamčeno donosnost in omejimo donosnost navzdol, le-to hkrati omejimo tudi navzgor, saj so člani dodatnega pokojninskega sistema omejeni v prosti izbiri (Jensen in Sorensen 2001).

Pri novi ureditvi je treba glede zajamčene donosnosti doseči, da se vsem posameznikom, ki so trenutno vključeni v dodatni pokojninski sistem (ob primerni obveščeniosti), ponudi možnost izbire med pokojninskim produktom z zajamčeno donosnostjo ali brez nje. Posamezniki morajo oblike varčevanja razumeti kot konkurenčne finančne produkte, namenjene varčevanju za starost, ki bodo po drugi strani spodbujali trg kapitala. Z akumuliranimi sredstvi bi namreč pokojninski skladi ustvarjali povpraševanje po finančnih instrumentih (podjetniških obveznicah in delnicah) na trgu kapitala in s tem pripomogli k alokacijski učinkovitosti, boljšemu korporativnemu upravljanju, zmanjševanju stroškov kapitala in posledično k višji gospodarski rasti.

Za dolgoročno varčevanje je zelo smiselno, da premoženje temelji na delniških naložbah, saj so le-te na dolgi rok potencialno bolj donosne kot državne obveznice in depoziti. Vendar pa te naložbe niso dober izbor za premoženje, za katerega višino upravljavec jamči članom. Za delniške naložbe je namreč nemogoče jamčiti.

Pojavlja se vprašanje, koliko bolj od obveznic in zakladnih me nic so delnice, kot temeljni alternativni naložbeni razred, donosne na dolgi rok. Različne zgodovinske donosnosti (koristno branje na tem področju predstavljajo Siegel 2002; Bodie, Kane in Marcus 2009; Dimson, Marsh in Staunton 2002; Malkiel 2007) kažejo, da je za projekcije donosnosti na 40-letni naložbeni horizont smiselno upoštevati približno 7,5-odstotno realno donosnost delnic (pri čemer približno tretjino predstavlja dividendna donosnost), 2,2-odstotno donosnost dolgoročnih obveznic in enoodstotno donosnost zakladnih

PREGLEDNICA 1 Realne donosnosti in vrednosti pokojninskega premoženja po različnih naložbenih politikah

Politika	Realna donosnost	Vrednost premoženja
NP1	2,76	87.355
NP2	4,73	143.088
NP3	6,27	217.714

menic.² Realna donosnost delnic torej za več kot trikrat presega donosnost dolgoročnih obveznic in za približno sedemkrat donosnost zakladnih menic.

Če ima posameznik dovolj dolg naložbeni horizont, je njegova kapaciteta prevzemati tržno tveganje, ki je značilno za naložbe z višjimi stopnjami donosa, vsekakor povečana. Poleg samega naložbenega horizonta pa sta za potrebe pokojninskega varčevanja oziroma odločitve o optimalni alokaciji premoženja med temeljne naložbene razrede pomembni tudi dohodkovni položaj posameznika (možnost generiranja denarnega toka) in njegovo premoženjsko stanje. Nekdo, ki ima npr. v lasti naložbeno nepremičnino, pravice ali kakšno drugo premoženje, lahko svoje pokojninsko premoženje nalaga bolj agresivno (manj konzervativno) oziroma lahko prevzema več naložbenega tveganja. Bistveno je, da lahko posameznik varčuje v zase kar najboljše kombinaciji naložbenih razredov.

Korist alokacije premoženja v delnice na dolgi rok se kaže v bistveno večjem pokojninskem premoženju ob upokojitvi. Če poenostavimo odločanje glede naložbene politike, predpostavimo tri različno konzervativne naložbene politike. Prva naložbena politika (NP1) vključuje investiranje 50 odstotkov premoženja v delnice, 50 odstotkov v obveznice do 55. leta starosti, potem pa za naslednjih pet let (do dopolnjenega 60. leta) vključuje zmanjšan delež delnic na 25 odstotkov. Zadnjih pet let je celotno pokojninsko premoženje posameznika naloženo v obveznice. Po NP2, ki je primerna za tiste, ki so zmerno nenaklonjeni tveganju, pa posameznik do dopolnjenega 45. leta varčuje izključno v delnicah, od 45. leta do 55. leta 75 % v delnicah in 25 % v obveznicah, od 55. leta do 60. leta je njegovo premoženje sestavljeno 50 % v delnicah in 50 % v obveznicah, v zadnjih petih letih pred upokojitvijo pa 100 % v obveznicah. Po NP3 posameznik do svojega 65. leta varčuje izključno v delnicah.

Z upoštevanjem realne rasti plač na ravni 2,3 odstotka letno in mesečnega vplačila 50 EUR ter upravljavskih stroškov realne donosnosti in vrednosti premoženja ob upokojitvi (ob dopolnjenem 65. letu) po zgoraj navedenih scenarijih znašajo, kot prikazuje preglednica 1.³ Preglednica jasno kaže, da so pričakovane razlike vrednosti pokoj-

ninskega premoženja pri različnih naložbenih politikah razmeroma velike, in s tem tudi oportunitetne izgube, če izbor naložbene politike ni najboljši.

Ločitev kolektivnega in individualnega pokojninskega varčevanja

Ločitev pokojninskega varčevanja v sklopu II. in III. stebra, torej kolektivnega in individualnega pokojninskega varčevanja, je smiselna vsaj iz dveh razlogov. Prvič je ločitev v svetu namenjena oblikovanju različnih lastnosti in priznavanju različnih pravic. V večini držav (čeprav je poudarjen trend prehoda na pokojninske načrte z vnaprej določenimi vplačili) sta sistem financiranja in oblika kolektivnih pokojninskih načrtov drugačna od individualnih. Prek II. stebra se navadno najpogosteje zagotavlja izpad javnega pokojninskega sistema, ki v razvitih družbah podlega demografskim trendom in zato zagotavlja vse manj pravic. Individualni del pa je namenjen dodatnemu spodbujanju dolgoročnega varčevanja. Dodatni razlog za ločitev je davčni. Države z ločevanjem dosežejo, da so za varčevanje v dodatnem pokojninskem sistemu davčno stimulirani tako delodajalci kot posamezniki.

V slovenskem primeru je ločitev v tem trenutku smiselna, saj bi zagotovila primernejše davčne spodbude – davčne olajšave posameznikov namreč v trenutnem sistemu lahko izpodrinejo davčne olajšave podjetij. Analize kažejo, da tudi izkoriščanje polne trenutno postavljene davčne olajšave ne more zagotoviti zadovoljivega nadomeščanja plač (Čok in dr. 2010). Poleg tega trenutni sistem očitno za posameznike davčno ni zanimiv. Od celotnega števila sklenjenih pogodb jih je zgolj nekaj manj kot 5 odstotkov takih, ki jih financirajo posamezniki. Z davčnega vidika so na dolgi rok bolj konkurenčna že naložbena življenjska zavarovanja in varčevanje v krovnih skladih, ki pa ponujajo tudi povsem drugačne možnosti za izbiro naložb.

Zagovarjava uvedbo enake davčne obravnave in dodatne stimulacije za vse dolgoročne oblike pokojninskega varčevanja posameznikov. Hkrati lahko ločitev kolektivnega in individualnega dela zagotovi lažji prehod bodisi k obveznemu oblikovanju oziroma vključenosti v kolektivno pokojninsko varčevanje ali pa k obliki kolektivnega pokojninskega varčevanja, o kateri bo sklenjen dogovor v okviru kolektivnih pogajanj, če se bo kdaj v prihodnje seveda pojavila politična volja za tovrsten premik.

V okviru individualnega dela pokojninskega varčevanja ne bi bilo več treba imeti t. i. individualnih pokojninskih načrtov, temveč bi se

na pokojninskem podračunu v registru (več o tem v nadaljevanju) beležili samo izbrani ponudniki in produkti, pridobljeni prek posameznega ponudnika finančnih produktov (gre za t. i. pokojninske račune oziroma p račune). Ponudniki v individualnem delu bi bili banke (depoziti, strukturirani oziroma garantirani produkti), zavarovalnice (naložbena življenjska zavarovanja in rente), DZU (krovni vzajemni skladi), borznoposredniške družbe (gospodarjenje in posredovanje pri nakupu finančnih instrumentov), pa tudi pokojninske družbe. Nabor produktov, ki jih posamezniki lahko kupujejo znotraj individualnega dodatnega pokojninskega sistema, načeloma ni omejen. Mogoči bi bili vsi varčevalni finančni produkti, tudi tisti tujih ponudnikov, ki imajo dovoljenje za trženje v RS in ki bi zagotovili ustrezne evidence in poročanje o podatkih za davčne in nadzorne namene.

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

- pokojninski bančni račun (*bank trust oz. custodial account*), ki je odprt pri bankah in hranilnicah in omogoča naložbe v depozite in različne bančne produkte;
- pokojninski račun pri družbah za upravljanje (*trust oz. custodial account*), ki je odprt pri družbah za upravljanje in omogoča neposredno vlaganje v investicijske oz. vzajemne sklade;
- individualni trgovalni račun (*self-directed account*), ki je odprt pri borzno-posredniških družbah.

Zasnova individualnega dodatnega pokojninskega varčevanja mora biti administrativno enostavna in stroškovno učinkovita za posameznike in finančne institucije, ki bodo prostovoljno prevzeli največji del potrebnih dejavnosti za uveljavitev dodatnih davčnih pokojninskih stimulacij in oprostitvev.

Privarčevano premoženje znotraj individualnega pokojninskega sistema bi moralo biti mogoče (vsaj v pomembnem delu) zastaviti, tistega iz kolektivnega dela pa ne. Razlog za dopustnost zastave premoženja v individualnem delu je v tem, da bi bili posamezniki kar najbolj motivirani za varčevanje znotraj pokojninskega sistema. V primeru, da dobro poučen posameznik možnosti zastave ne bi imel, bi rajši izbral varčevanje zunaj pokojninskega sistema, da bi privarčevana sredstva lahko izkoristil za druge finančne transakcije (npr. najemanje premostitvenih in drugih posojil).

Oblike pokojninskih produktov v kolektivnem dodatnem pokojninskem sistemu

Zaradi težav s primerljivostjo in diskriminacijsko obravnavo članov v pokojninskem sistemu, ki so vključeni pri izvajalcih različnih vrst, bi bilo v Sloveniji dodatni pokojninski sistem smiselno zasnovati na dovolj prilagodljivem finančnem produktu, uvedenem na področju zakonodaje, ki ureja investicijske sklade – na krovnem skladu. V izhodišču naj bi bila dovoljena oblika za namene varčevanja v dodatnem pokojninskem sistemu le (krovni) vzajemni pokojninski sklad (KPS). Za zagotovitev primerljivosti rezultatov poslovanja in odpravo tržnih anomalij je treba zagotoviti kar največjo konvergenco obstoječih pokojninskih skladov, in sicer kot naslonitev na na ZISDU-1, in uvesti nadgradnjo vzajemnega pokojninskega sklada v KPS, sestavljenega iz neobveznega podsklada z zajamčeno donosnostjo in več podskladov s prilagojenimi naložbenimi strategijami (življenjskega cikla).

Posamezni izvajalec bi tako lahko premoženja upravljal ločeno po posameznih naložbenih razredih (ločenih skladih *master*) – npr. ločeno sklad evropskih delnic, ameriških delnic, sklad obveznic itd. – in jih kombiniral v posamezne sklade *feeder* (sklade življenjskega cikla). Predlagani način je najbolj pregleden in razumljiv ter nadvse primerna oblika za obdobje pokojninskega varčevanja (vplačevanja), hkrati pa je stroškovno učinkovit in omogoča hitro prilagajanje članov ob spreminjajoči se stopnji nenaklonjenosti tveganju in preferencam po izpostavljenosti tržnemu tveganju. Prenosljivost je treba zagotoviti tako znotraj posameznih krovnih skladov kakor tudi med različnimi krovnimi skladi, ki jih upravljajo različni izvajalci. Zaradi doslednega ločevanja varčevalnega in zavarovalnega dela in narave opisanega finančnega produkta je seveda smiselno, da bi pokojninske načrte lahko izvajale tudi družbe za upravljanje, vendar brez zagotovitve ustreznega kapitala, primerljivega s kapitalom pokojninskih družb in zavarovalnic, z omejitvijo na produkte brez zajamčene donosnosti.

Upravljalci KPS naj bi za potrebe kolektivnega pokojninskega varčevanja ponudili takšen nabor podskladov življenjskega cikla, ki bo prilagojen vnaprej določenim starostnim skupinam varčevalcev (npr. za tri skupine: do 45 let, do 55 let in nad 55 let). Za posamezne starostne skupine varčevalcev in njim namenjene podsklade naj bo predpisan najmanjši obvezni delež konzervativne naložbene komponente. Ta delež (kakor tudi meje navedenih starostnih skupin) bi bilo smiselno določiti na podlagi ustrezne analize oziroma simulacij

ter skupaj z drugimi zakonskimi omejitvami naložb in izpostavljenosti zapisati v pravila upravljanja KPS. Upravljavalec KPS lahko znotraj naložbenih limitov na podlagi pravil upravljanja KPS opredeli natančnejšo naložbeno strategijo alokacije sredstev posameznega podsklada življenjskega cikla v izjavi o naložbeni politiki (ki jo zahteva direktiva IOKP) (Berk in Damjanovič 2010).

Smiselno bi bilo, da se dopusti organiziranost krovnege pokojninskega sklada bodisi v obliki enostavnih, ločeno upravljanjih podskladov bodisi v obliki skladov *feeder*. Vsekakor pa je smiselno, da v naboru razkritij med aktivno upravljanimi podskladi in skladi *feeder* ne bi bilo razlik (t. i. *princip look through*), kar pomeni, da so stroški sklada pregledni in primerljivi.

Tako bi tudi za pokojninske družbe veljalo, da morajo dodatno pokojninsko varčevanje ponujati prek vzajemnega pokojninskega sklada oziroma krovnege pokojninskega sklada z več podskladi, ki bi predstavljali različne naložbene politike.

Nadzor je v novem sistemu dodatnega pokojninskega varčevanja in zavarovanja treba opredeliti funkcionalno. Izvajalce po statusno-pravni obliki nadzira pristojni regulator – torej banke Banka Slovenije, pokojninske družbe in zavarovalnice, Agencija za zavarovalni nadzor in družbe za upravljanje, Agencija za trg vrednostnih papirjev. Celoten nadzor pokojninskih finančnih produktov pa mora biti v domeni Agencije za trg vrednostnih papirjev, saj je glede na vsebino nadzora tak način edino smiseln, poleg tega pa ne bi prihajalo do podvajanja nadzornih funkcij.

Podobno ureditev je smiselno zasledovati tudi pri trenutno zaprtem skladu javnih uslužbencev ZVPSJU. Njegovi člani morajo imeti na voljo enake možnosti kot člani kateregakoli drugega vzajemnega pokojninskega sklada. Treba je torej ločiti pokojninski načrt od finančnega produkta, s tem pa bi javni uslužbenci za svoje pokojninsko varčevanje dobili široko izbiro finančnih produktov.

Vrednotenje naložb

V dodatnem pokojninskem sistemu je treba dopustiti zgolj tržno vrednotenje premoženja. Netržno (dospetno – *hold to maturity*) vrednotenje je za varčevalne oblike, ki so prenosljive med izvajalci, neprimerno. Takšne pa morajo biti, saj je brez te lastnosti stopnja konkurenčnosti v sistemu izjemno okrnjena in je s tem onemogočen konsistenten razvoj sistema.

Pomanjkljivost dospetnega vrednotenja je predvsem v dejstvu, da vrednost premoženja kljub spremenjeni tržni vrednosti prikazuje po nespremenjenih vrednostih. Takšna ureditev je nepregledna in za

varčevalce zavajajoča, izvajalce, ki del premoženja vrednotijo netržno, pa izpostavlja tveganju (npr. v primeru naraščajočih obrestnih mer) zaradi neustreznega obsega sredstev in s tem zagotavljanja dodatnega lastnega kapitala v primeru prenosov premoženja posameznih članov. Izvajalci morajo namreč zagotavljati razliko v trenutku, ko pride do izplačil posameznikov.

Poleg tega je netržno vrednotenje neprimerljivo s tržnim in zahteva vzporedno ureditev instituta zajamčene donosnosti, povzroča pa tudi prelivanje premoženja med vključenimi člani, ki so v različnih trenutkih pristopili v tak produkt, in lahko zavaja člane oziroma izkrivljeno prikazuje donosnost in s tem uspešnost posameznih izvajalcev oziroma produktov.

Zaradi čistosti in prednosti ter v izogib morebitnim realizacijam tveganj v pokojninskem sistemu, ki je socialno zelo občutljiv in pomemben (tudi z vidika zaupanja), je treba v prihodnje vse izvajalce v dodatnem pokojninskem sistemu poenotiti v smeri tržnega vrednotenja. V svetu je takšen način vrednotenja tudi najbolj prevladujoč (Antolin 2008). Pri prehodu na enovit sistem je treba zagotoviti dovolj dolgo prehodno obdobje (med približno enim in poldrugim letom), da se lahko izvajalci smiselno prilagodijo, brez pritiska zaradi prisilnih prodaj premoženja.

Ureditev kriterijskega indeksa zajamčene donosnosti

Kriterijski indeks zajamčene donosnosti, ki ga ureja Pravilnik o izračunu povprečne donosnosti do dospelja državnih vrednostnih papirjev (2005), je v novi ureditvi treba urediti na novo, vendar naj velja le za finančne produkte z zajamčeno donosnostjo. Le-ta mora temeljiti na celotni donosnosti (*total return*) (tj. vključevati tudi nihanje vrednosti finančnih instrumentov in ne zgolj trenutne zahtevane stopnje donosa) in ne na pretekli donosnosti do dospelja.

Smiselno je, da sistem zajamčene donosnosti temelji na kratkoročnem (po možnosti obstoječem) kriterijskem indeksu. Dobra možnost bi bil npr. EURO MTS, ki ga sestavljajo kratkoročni (1–3-letni) državni vrednostni papirji iz območja EMU – EUROMTS (1–3yrs) in ki upošteva celotno donosnost v indeks vključenega premoženja. Če namreč obrestne mere zanihajo, ne gre zgolj za spremembo v smislu spremenjenih kuponskih obresti, ki jih sklad pridobiva od svojih obvezniških naložb (pri tistih instrumentih, ki jih kupi po spremembi obrestnih mer), temveč tudi za spremembo cen v premoženje vključenih obveznic. Tako povišanje obrestne mere povzroči padec vrednosti premoženja in s tem zmanjša realizirano donosnost. Nihajnost cen obveznic je odvisna od ročnosti oziroma od prilago-

jenega trajanja. Ker varčevalci, za katere je najboljša naložbena politika tista z zjamčenno vrednostjo sredstev, ne želijo in ne smejo biti izpostavljeni tveganju, da bo prišlo do spremembe vrednosti njihovega pokojninskega premoženja, je zelo smiselno, da je kriterijski indeks zjamčene donosnosti utemeljen na čim krajši ročnosti (zato predlagava navedeni kriterijski indeks, ki je kratkoročen in ima vse lastnosti dobrega kriterijskega indeksa – znan je vnaprej, moč ga je posnemati, je tržen in likviden). Smiselno je, da novi pravilnik o kriterijskem indeksu določi, da je treba dosegati določen odstotek kriterijskega indeksa. Pravilnik npr. bodisi določi, da je treba dosegati bruto donosnost (torej donosnost pred odbitjem stroškov sklada, vključujoč upravljavsko provizijo) v višini 95 odstotkov donosnosti indeksa, bodisi da je treba, vključujoč stroške sklada, dosegati približno dve tretjini donosnosti izbranega indeksa.

Težave pri zjamčeni donosnosti predstavlja tudi sam način ugotavljanja doseganja zjamčene donosnosti – npr. distorzije povzročajo dolžina obdobja preverjanja (krajše kot je, večje distorzije povzročajo) (Berk in dr. 2010). Ugotavljanje zjamčene donosnosti je tako smiselno zasnovati na daljših časovnih obdobjih. Predlagava, da bi doseganje navedenega kriterijskega indeksa presojali mesečno, in sicer za vsakokratno preteklo triletno obdobje (*rolling window*). Za vlagatelje, ki so vstopili pred manj kot tremi leti, do poteka treh let zjamčena vrednost (še) ne bi veljala (doseganje *benchmarka* bi bilo namreč treba spremljati mesečno, namen pa je ravno zagotoviti dolgoročnejšo presojo). Če bi član, ki je v sklad vključen manj kot tri leta, zahteval dvig sredstev, bi dobil izplačano tržno vrednost premoženja. Če bi to bilo manj od pričakovane zjamčene vrednosti po poteku treh let od vključitve, bi lahko dvig odložil do poteka treh let, saj bi takrat dobil izplačano zjamčeno vrednost, ki bi jo moral poprivati izvajalec.

Pokojninski register

Pri novi ureditvi dodatnega pokojninskega sistema je treba vzpostaviti Centralni pokojninski register (CPR). Njegov namen je vsem relevantnim vpletenim interesnim skupinam zagotoviti enostaven pregled (preglednost), nadzor nad vplačili in pravilnostjo izvajanja, davčni nadzor, obveščanje (vsak posameznik bi imel možnost zaščitenega vpogleda prek spleta). Vsak posameznik, starejši od 18 oziroma 15 let, bi dobil v okviru CPR svoj osebni pokojninski register (OPR) – le-ta bi bil lahko sestavljen iz EMŠO in še kakšne številke. Na pokojninskem računu bi spremljali stanja na treh segmentih pokojninskega varčevanja – 1) na računu NDC (katerega uvedbo

PREGLEDNICA 2 Zasnova CPR in struktura OPR

Osební pokojninski register (OPR)		
NDC in »Zero Pillar«	Register kolektivnega pokoj. varčevanja (KPV)	Individualno pokojninsko varčevanje (P računí)
<ul style="list-style-type: none"> • Pregled vplačil • Stanje (vklj. indeksacijo) • Izračun pokojnine po različnih predpisanih predpostavkah (vklj. »Zero Pillar«) 	Vplačila in stanja KPV: <ul style="list-style-type: none"> • PN pri delodajalcu 1 (100%) • PN pri delodajalcu 2 (12%) • PN pri delodajalcu 3 (8%) 	Vplačila in stanja na P računih: <ul style="list-style-type: none"> • Bančni podračun • Podračun DZU1 (vsi skladi) • Podračun DZU2 (vsi skladi) • Podračun BPD1 (trgovalni) • Podračun ZAV (KPS)

močno podpirava), 2) na kolektivnem delu pokojninskega varčevanja (pokojninski načrti delodajalcev, izbrani izvajalci in produkti, kjer se upravljajo sredstva iz posameznega pokojninskega načrta), vključno z obveznim dodatnim pokojninskim zavarovanjem po ZPIZ-1 (SODPZ), in 3) na individualnem delu pokojninskega varčevanja (na t. i. pokojninskih računih – P računih).

V okviru CPR bi morali voditi evidence o vsem, kar je pomembno za obračun davčnih spodbud in informiranost članov: o letnih vplačilih, sredstvih, prenesenih z drugih oblik (KPV in P računov), realiziranih donosih v obliki obresti, dividend, kapitalskih dobičkov, reinvestiranih sredstvih in skupno zbranih sredstvih.

Pri vzpostavitvi CPR je treba opredeliti način vodenja evidenc ter registracije pri davčnem organu za finančne institucije, ki želijo ponuditi svoje finančne storitve in produkte v okviru novega sistema P računov.

Stroški prenosa med izbranimi produkti

Da bi spodbudili večjo konkurenčnost, bi bilo treba zagotoviti nizke stroške ob prenosu sredstev iz enega v drug pokojninski produkt, tako v kolektivnem kakor tudi v individualnem delu. Le sistem, v katerem lahko posamezniki z razmeroma nizkimi (absolutno določenimi, npr. v višini 15 EUR) administrativnimi stroški prenesejo pri varčevana in prigospodarjena sredstva k drugemu izvajalcu, ustvarja konkurenčne pritiske.

Razkrivanje donosnosti

V razvitem svetu postajata preglednost in razkrivanje ena najpomembnejših značilnosti dodatnega pokojninskega varčevanja in za-

varovanja, še posebej pa to velja za sisteme z vnaprej določenimi vplačili (*defined contributions*) (European Commission 1999; Pragma Consulting 2005; OECD 2005). Predlagava, da bi za prihodnjo ureditev v Sloveniji uvedli način razkrivanja, iz katerega bodo jasno razvidne bruto donosnost, neto donosnost in struktura stroškov. Pri tem mora biti razvidno, koliko znaša donosnost kriterijskega indeksa, ki mu sledi naložbena politika posameznega pokojninskega produkta – torej gre za razkrivanje relativne donosnosti in sledilne napake. Takšno razkrivanje predlaga mnogo avtorjev (glej npr. Shah 1997), saj bi pozitivno vplivalo na konkurenčno prenašanje aktivnosti na tretje osebe in povzročilo učinkovitejše nadziranje stroškov upravljanja. Nujen predpogoj zanj je omogočiti prost prehod med upravljavci – torej da lahko člani dodatnega pokojninskega varčevanja prosto in z nizkimi stroški prehajajo med pokojninskimi produkti, in to ne samo tistimi, ki jih upravlja posamezen izvajalec, temveč med pokojninskimi produkti različnih izvajalcev. Ureditev prikazovanja stroškov bi bilo po najinem mnenju treba prepustiti Agenciji za trg vrednostnih papirjev, ki na podoben način ureja izračunavanje in prikazovanje stroškov vzajemnih skladov.

Davčne spodbude

Na področju dodatnega pokojninskega sistema je treba na novo definirati davčne olajšave. Ne gre namreč pričakovati, da bodo posamezniki ob trenutni ureditvi pripravljeni dodatno varčevati znotraj pokojninskega sistema, saj gre pri enakih davčnih stopnjah ob upokojitvi za davčno nevtralnost, poleg tega pa so posamezniki izpostavljeni tveganju, da se bodo davčne stopnje v času črpanja povišale.

Predlagava, da bi davčne ugodnosti razširili na namensko pokojninsko varčevanje prek P računov, in sicer na praktično vse oblike dolgoročnega varčevanja, na vse finančne institucije in na vse davkoplačevalce. S tem ukrepom bi dosegli podaljšanje obdobja varčevanja fizičnih oseb v Sloveniji, poleg tega pa bi se večji del zasebnega premoženja in tekočega varčevanja usmeril v reševanje največjega dolgoročnega finančnega problema Slovenije, to je v zagotavljanje primerne dohodkovnega položaja starostnikov. Ugovor proti davčni spodbudi za tretji steber bi lahko bil, da imajo posamezniki davčne spodbude že v okviru pokojninskih skladov po obstoječi ureditvi. Kot sva že navedla, podatki zadnjega desetletja jasno kažejo, da gre v trenutni ureditvi za kolektivno shemo, v katero prostovoljno vplačujejo delodajalci. Pri vplačilih podjetij namreč obstajajo prave davčne spodbude zaradi oprostitve plačila prispevkov, pri individualnih vplačilih pa pride le do časovnega odloga plačila

dohodnine, ki se plača šele ob izplačilu pokojnin. Potencialna korist tako izhaja zgolj iz nižje davčne stopnje ob upokojitvi glede na davčno stopnjo v aktivni dobi, ki pa je glede na spreminjajoče se davčne predpise izjemno negotova. Davčno obravnavo bi bilo po našem mnenju treba spremeniti tudi v kolektivnem delu. Ko bodo v okviru drugega stebra privarčevana sredstva namreč dosegla večji obseg, bo postalo očitno, da obdavčujemo nekaj, s čimer naj bi posamezniki nadomeščali izpad pokojnin iz javnega sistema (ki pa večinoma niso obdavčene).

V nadaljevanju podajava usmeritve glede davčnega motiviranja posameznikov za to, da poskrbijo za svojo finančno prihodnost. Država bi morala najprej podpirati varčevanje preko P računov z rednimi, občasnimi ali enkratnimi vplačili, in sicer z davčnimi stimulacijami ob vplačilih, ki se poračunajo v obliki letnega davčnega kredita pri dohodnini (shema je namenjena slovenskim davčnim zavezancem). To bi posameznikom zmanjševalo zneske letne davčne obveznosti. Ob taki ureditvi državi ne bi bilo treba izvajati dodatnih vplačil na račune posameznih varčevalcev (kot je bilo to denimo potrebno pri stanovanjski shemi, kjer je šlo za primerljive spodbude).

Letna davčna stimulacija bi bila npr. lahko priznana v višini 10 odstotkov letnih vplačil oziroma največ v višini 1.000 EUR. Pri tem velja opozoriti, da bi bile v takšni ureditvi davčne ugodnosti v absolutnih zneskih na letni ravni približno enake kot v primeru največjih individualnih vplačil v drugem stebru, v relativnem odnosu na vplačila pa je subvencioniranje države podobno tistemu iz spodbujevanega stanovanjskega varčevanja. V takšni ureditvi bi ob predpostavki, da bi dosegli, da bi posamezniki za individualno pokojninsko varčevanje namenili 10 odstotkov svoje plače, državo letne stimulacije stale približno 85 mio EUR.⁴ V primeru vplačila nad 10.000 EUR letno bi bilo smiselno dovoliti, da se presežek vplačila lahko uveljavlja kot osnova za davčni kredit še v naslednjih petih letih. Parametre tega sistema je mogoče prilagoditi dodatnim ciljem ureditve: na primer večje stimulacije za začetna vplačila in postopno zmanjševanje pri dodatnih vplačilih.

Glede obveščanja predlagava, da bi obvestila o vplačilih na P račune pripravljale finančne institucije ob koncu leta. Davčni organ bi na osnovi teh obvestil priznal davčni kredit v okviru izdelave indikativnega obračuna dohodnine in izračunal znesek doplačila dohodnine oziroma vračila akontacij z upoštevanjem tega davčnega kredita.

Varčevalci v času varčevanja na P računih, pod pogojem, da bi bili ti donosi ponovno investirani v okviru P računov, ne bi plačevali no-

benih davkov na donose od vloženi sredstev (davčna oprostitev od cedularne dohodnine na dohodke od kapitala, kot so obresti, kapitalski dobički pri prodaji delnic in obveznic, dividende). Tudi vsa sredstva, pridobljena s prodajo ali ob zapadlosti finančnih produktov na P računih, ki bi bila ponovno investirana znotraj P računov, ne bi bila podvržena obdavčitvi. Za reinvestirana sredstva seveda po drugi strani tudi ne bi bilo dodatnih stimulacij, saj se ne bi štela kot nova vplačila na P račun.

Ob prenehanju pokojninskega varčevanja bi posamezniki obdržali vse davčne stimulacije in oprostitve, če je bila doba varčevanja najmanj 25 let ali če so starejši od 65 let ali če so vsa privarčevana sredstva uporabili za nakup pokojninske rente pri zavarovalnici (P zavarovanje). To z drugimi besedami pomeni, da ob prenehanju izplačila po petindvajsetih letih pokojninskega varčevanja ali izplačila pri starosti nad 65 let ali izplačila za nakup P zavarovanj ne bi bila obdavčena. To bi se namreč štelo za redno prenehanje pokojninskega varčevanja. V primeru, da posameznik ob prenehanju pokojninskega varčevanja ne bi izpolnjeval nobenega od naštetih treh pogojev (25 let varčevanja, starost 65 let, nakup P zavarovanja), bi moral državi vrniti vse davčne stimulacije, ki jih je prejel ob vplačilih, kot tudi oprostitve davkov za dohodke od kapitala v času varčevanja, sicer pa naj bi bila pokojninska renta in premoženje neobdavčljiva (gre za varčevanje iz neto zneskov z davčnim kreditom). V tem primeru gre za izredno prenehanje pokojninskega varčevanja, ki bi bilo še dodatno obdavčeno s »kazensko« obdavčitvijo X odstotkov na izplačana sredstva, saj bi sicer država brezplačno financirala posameznike, ki bi si med varčevanjem premislili.

Evidenco nad dodeljenimi davčnimi krediti za vplačila na posamezne P račune naj vodi davčni organ preko omenjenega registra. Dostop do te baze podatkov za P račune svojih strank bi morale imeti tudi finančne institucije, ki te račune vodijo in so odgovorne za poračun in vračilo teh subvencij v primeru izrednega prenehanja pokojninskega varčevanja še pred izplačilom sredstev. Podobno bi finančne institucije izvedle tudi poračun davčnih oprostitev za dosežene donose od varčevanja. Tak poračun mora biti predvsem enostaven in je lahko tudi približen. Na primer, razlika med kumulativno vplačanimi sredstvi na P račun, ki so indeksirana za inflacijo, in končno vrednostjo zbranih sredstev na P računu se obdavči po vnaprej znani davčni stopnji, na primer 10 odstotkov. Tak sistem zaradi enostavnosti namenoma ne upošteva različne varčevalne dobe in dinamike vplačil pri posameznikih. Pri vplačilih na P račune se upošteva neto princip po poravnavi vseh vstopnih stroškov, končna

vrednost sredstev na P računu pa je lahko za potrebe ugotavljanja zneska poročna davka zmanjšana za vse transakcijske in upravljaljske stroške, povezane z namenskim premoženjem na računu. Možna je tudi dodatna poenostavitev, in sicer, da tega davka na donose od varčevanja sploh ne izračunavamo in ga nadomestimo z dvigom »kazenskega« davka na $(X + x)$ odstotkov. Pomembno je le, da izredno prenehanje z davčnega vidika ni brez posledic in je zato le izhod v sili. Tudi možnost delne zastave sredstev na P računu zmanjšuje potrebo po izrednem prenehanju varčevanja.

V primeru prenehanja pokojninskega varčevanja zaradi smrti varčevalca bi bilo smiselno določiti, da se privarčevana sredstva izplačajo dedičem in se ne zmanjšujejo za prejete namenske davčne subvencije in oprostitve, prav tako ne bi smelo biti dodatne »kazenske« obdavčitve X odstotkov na izplačana sredstva.

Pridobitev pokojninske rente bi torej država spodbujala na dva načina: s subvencijami na vplačila, ki so navzgor letno omejena na 1.000 EUR, in z davčno oprostitvijo pri dohodkih od kapitala, ki so ponovno investirani za namen pokojninskega varčevanja. Povsem logično bi bilo, da bi država oprostila plačilo dohodnine na kapitalске dobičke tudi tistim posameznikom, ki se ob prodaji kateregakoli finančnega premoženja odločijo, da bodo pridobljena sredstva porabili neposredno za nakup pokojninske rente. Ti posamezniki sicer preskočijo obdobje namenskega varčevanja in neposredno vstopijo v obdobje pokojninskega zavarovanja, vendar je učinek enak: s svojim preteklim varčevanjem sami rešujejo svoj pokojninski problem in država jim to lahko prizna z davčno olajšavo pri kapitalskih dobičkih. Ta davčna olajšava bi morala biti navzgor omejena, recimo na največ 10–15-kratnik največje letne davčne stimulacije. Hkrati se pokaže potreba, da bi pri tovrstnih vplačilih opredelili še dodatne pogoje glede minimalne starosti zavarovanca, recimo 60 let, da bi omejili možnosti, da bi mlajše osebe izigravale pokojninsko zavarovanje in se tako izogibale davkom na kapitalске dobičke. Tovrstno oprostitev pri davku na kapitalске dobičke bi lahko razširili tudi na prodajo nepremičnin pod pogojem, da so ta sredstva porabljena za nakup pokojninske rente. S tem bi nastala davčna spodbuda, da bi starejša generacija, ki ima razmeroma velik del svojega premoženja v nepremičninah, del tega usmerila tudi v reševanje svojega pokojninskega problema.

Pokojninske rente

Glede izbire načina uporabe sredstev, zbranih v okviru dolgoročnega individualnega dodatnega pokojninskega varčevanja, predla-

gava prosto razpolaganje imetnikov sredstev po dopolnjenem 65. letu. Ob omejevanju namreč posamezniki omejijo varčevanje v dodatnem pokojninskem sistemu, saj so izplačila pogojevana in s tem bolj negotova. Določene pogoje bi bilo treba postaviti za tiste posameznike, ki na P račune v enkratnem znesku znotraj enega leta oziroma nekaj let pred upokojitvijo vplačajo zunaj P računov privarčevano premoženje. Zanje bi bilo smiselno postaviti minimalne temeljne pogoje (npr. v obliki najkrajšega obdobja izplačevanja pokojninske rente), ki jih pokojninske rente morajo izpolnjevati, da je posamezniku priznan ugoden davčni status tretjega stebra.

Prosto razpolaganje s sredstvi pa je smotrno omejiti v kolektivnem delu, saj naj bi ta pokrival izpad pokojnin iz naslova prvega stebra, ob nenamenskem črpanju pa bi se lahko zgodilo, da bi posameznik privarčevana sredstva porabil in bi kasneje postal breme države oziroma sistema socialnih transferjev. V okviru kolektivnega dodatnega pokojninskega varčevanja bi bilo torej smiselno določiti znesek, ki bi predstavljal košarico dobrin, do katere je nakup doživljenske rente zahtevan, s preostankom pa bi posameznik lahko prosto razpolagal.

Harrison, Byrne in Blake (2006) izpostavljajo še en zelo pomemben vidik oziroma pomen proste opcije izbire izvajalca – *OMO (open market option)*, ki predstavlja zaščito pred izplačevanjem nekonkurenčnih rent. *OMO* predstavlja možnost za nakup rente pri ponudniku, ki ni določen v obdobju varčevanja oziroma s pokojninskim načrtom. Tako v dodatnem pokojninskem sistemu dobimo jasno razmejen varčevalni in zavarovalni del.

Nujno je treba tudi omogočiti, da se sredstva dodatnega pokojninskega varčevanja (kolektivnega ali individualnega), če se posameznik tako odloči, črpajo z odlogom – torej kasneje od upokojitve po novem ZPIZ (npr. ob trenutnih padcih cen finančnih instrumentov).

Zaključek: prehod na nov dodatni pokojninski sistem

Dejstvo je, da je zaradi demografskih razmer nujno preudarno in korenito ukrepanje, zato je treba doseči zavedanje vsega prebivalstva, da je ukrepanje nujno potrebno in da bo v prihodnje vsak posameznik moral poskrbeti za svojo finančno vzdržno starost. Ob tem je treba skrbno zasnovati način obveščanja prebivalstva – s pomočjo različnih prijemov, od brošur, okroglih miz, strokovnih člankov ipd. Pri tem je treba upoštevati številčno ovrednotenje trenutnih razmer in posameznikove pričakovane prihodnje prihranke pri posameznih predpostavkah.

Ves čas je treba imeti pred očmi, da je nujno ustrezno obveščati

in izobraziti tudi tiste sloje prebivalstva, ki so glede osebnih financ slabo poučeni. Tako bodo tudi ti lahko vedno bolj suvereno in odgovorno sprejemali odločitve.

Za obstoječe pokojninske načrte po ZPIZ-1 predlagava prehodno obdobje, v katerem jih morajo izvajalci prilagoditi novi ureditvi. Pri tem bi bilo smiselno, da prenosi premoženja posameznikov v nove pokojninske produkte niso avtomatični (da se torej prenašajo v produkte z zajamčeno donosnostjo), ampak bi morali ob prenosu vsem zavarovancem dati možnost, da svobodno izbirajo med razpoložljivimi novimi produkti in izvajalci na osnovi standardiziranih informacij.

S takšno ureditvijo pokojninskega naložbenega sistema bi se dosledno in vzdržno lotili reševanja dveh žgočih vprašanj Slovenije – vprašanja zagotavljanja pokojnin in s tem posredno vprašanja preprečevanja revščine ter pomanjkanja dolgoročnih in še posebno lastniških virov financiranja domačih podjetij in bank ter razvoja trga kapitala, za katerega upava, da bo v prihodnje bistveno bolje, kot je to počel v preteklih dvajsetih letih, dopolnjevanje bančni sektor in opravljal svojo alokativno vlogo ter podpiral vzdržno gospodarsko rast.

Opombe

1. Z učinkovitostjo je mišljena lastnost sistema, da zagotovi enak znesek pokojninskih pravic ob manjših zahtevanih sprotnih vplačilih v času aktivne delovne dobe.
2. Pripadajoči standardni odkloni, izračuni s predpostavko naključnega hoda (*random walk*) so 2,93 odstotka za delnice, 1,36 odstotka za obveznice in 0,48 odstotka za zakladne menice. Siegel (2002) navaja, da je predpostavka o standardnem odklonu, ki se v času zmanjšuje s korenem časa (v skladu z omenjeno predpostavko), konzervativna in da se pri naložbenem horizontu 18 let standardni odklon delnic zmanjša pod standardni odklon obveznic.
3. Predpostavljene so upravljavski stroški 1,2 odstotka za delnice in 0,9 odstotka za obveznice.
4. V primeru, da posamezniki varčujejo 3 odstotke svoje plače, pa cca. 25 mio EUR letno.

Literatura

- Antolin, P. 2008. »Pension Fund Performance.« OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions 20, OECD, Pariz.
- Banka Slovenije. 2009. *Poročilo o finančni stabilnosti*, maj.
- Berk Skok, A., in P. Damjanovič. 2010. *Teze za prenovu dodatnega pokojninskega sistema*. Ljubljana: Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve.

- Berk Skok, A., M. Musil in B. Vovk. 2010. *Rešitve v dodatnem pokojninskem sistemu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Berk Skok, A., in B. Jašovič. 2008. »Z večstebnim sistemom do blaginje posameznika in družbe.« *Bančni vestnik* 56 (12): 36–42.
- Black, K., Jr., in H. D. Skipper, Jr. 2000. *Life and Health Insurance*. 13. izd. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Bodie, Z., A. Kane, in A. J. Marcus. 2009. *Investments*. 8. izd. Boston, MA: McGraw-Hill.
- Catalan, M., G. Impavido in A. Musalem. 2000. »Contractual Savings or Stock Market Development – Which Leads?« Policy Research Working Paper Series 2421, The World Bank, Washington, DC.
- Čok, M., A. Berk Skok, M. Košak in J. Sambt. 2010. *Dolgoročni pomen 2. pokojninskega stebra*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Coval, J., in T. Moskowitz. 1999. »Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios.« *Journal of Finance* 54 (6): 2045–2073.
- Davis, E. P., Y.-W. Hu. 2008. »Does Funding of Pensions Stimulate Economic Growth?« *Journal of Pension Economics and Finance* 7 (2): 221–249.
- Demircuc-Kunt, A., V. Maksimovic. 1996. »Financial Constraints, Uses of Funds, and Firm Growth: An International Comparison.« Mimeo, The World Bank.
- Dimson, E., P. Marsh, M. Staunton. 2002. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- European Commission. 1999. *Rebuilding Pensions: Security, Efficiency, Affordability*. Bruselj: European Commission.
- Harrison, D., A. Byrne in D. Blake. 2006. *Annuities and Accessibility: How the Industry Can Empower Consumers to Make Rational Choices*. London: The Pensions Institute, Cass Business School.
- Jensen, B. A., C. Sorensen. 2001. »Paying for Minimum Interest Rate Guarantees: Who Should Compensate Who?« Working paper, Copenhagen Business School, Department of Finance.
- Lefort, F., E. Walker. »Pension Reform and Capital Markets: Are there any (Hard) Links?« World Bank Social Protection Discussion Paper 201.
- Malkiel, G. B. 2007. *A Random Walk Down Wall Street*. New York: Norton.
- McKinney, J., P. McKinney. 2006. »Retirement Planning: IRA Explained.« http://retireplan.about.com/od/rothandtraditionaliras/a/ira_facts.html.
- Sin, Y. 2002. »Minimum Pension Guarantees: Introductory Report.« Predstavljeno na Seminar for Social Security Actuaries and Statisticians: Actuarial Aspects of Pension Reform, Moskva, 3.–5. julij.
- OECD. 2005. »Guidelines for Pension Fund Governance: Recommendation of the Council.« <http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf>.

- Pragma Consulting. 2005. *The Pension Issues in the New Member States*. Mechelen: PragmaConsulting in Global Asset Consulting Services.
- Shah, H. 1997. *Towards Better Regulation of Private Pension Funds*. Washington, DC: The World Bank.
- Siegel, J. J. 2002. *Stocks for the Long Run*. 3. izd. Boston, MA: McGraw-Hill.
- Suh, J. 2001. »Home Bias Among Institutional Investors: A Study of The Economist Quarterly Portfolio Poll.« Working paper, SK Economic Research Institute, Bratislava.
- Vertot, N. 2009. *Prebivalstvo Slovenije danes in jutri, 2008–2060: projekcije prebivalstva*. Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije.
- Vittas, D. 2005. *Pension Funds and Financial Systems*. Washington, DC: The World Bank.
- Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1-UBP4). *Uradni list Republike Slovenije*, št. 109/2006.