

PROF. DR. SC. BORIS MAROVIĆ*,

Fakultet za pravne i poslovne studije, Novi Sad; Nezavisni univerzitet
Banja Luka; Ekonomski fakultet, Podgorica

DR. SC. VLADIMIR NJEGOMIR**,

Fakultet za pravne i poslovne studije, Novi Sad

OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA U ULOZI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA

SAŽETAK

Ključna uloga osiguravajućih društava jeste obezbeđenje posredne ekonomske zaštite. Međutim, osiguravajuća društva obavljaju i druge funkcije od kojih je, sa aspekta uticaja na privredni rast i razvoj, najznačajnija mobilizacija finansijskih sredstava, odnosno poslovi finansijskog posredovanja. Obavljajući poslove finansijskog posredovanja osiguravajuća društva imaju značajnu poziciju u finansijskom sistemu kao institucionalni investitori. Cilj osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora je da obezbede dodatnu likvidnost na finansijskom tržištu, maksimiziraju profit uz prihvatljiv nivo investicionog rizika te prikupe sitan, slobodan kapital i stave ga u funkciju privrednog rasta i razvoja. Namera istraživanja sprovedenih u ovom radu je da sažeto prikaže celovitost uloge osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora, da ukaže na značaj koji osiguranje ima u u privredi i društvu i omogući neophodnu informisanost i teorijsku utemeljenost za usvajanje politika i regulativa čiji je krajnji cilj podrška ostvarenju održivog ekonomskog rasta kao i održivog i visoko profitabilnog rasta osiguravajućih društava. U nameri da postignemo navedeni cilj analiziramo poslovanje osiguravača i reosiguravača u svetu i investiciono okruženje, što nam daje okvir za detaljniju analizu investicionih aktivnosti osiguravajućih društava. Istraživanja obuhvataju upravljanje rezervama osiguravajućih društava, analizu planiranja investicionih aktivnosti u kontekstu primene koncepta istovremenog upravljanja imovinom i obavezama, pregled regulatornih ograničenja investiranja, analizu koraka, ciljeva i rizika investiranja osiguravača, teorijski pregled i empirijska iskustva u upravljanju portfeljem osiguravajućih društava.

Ključne reči: osiguravajuća društva, investicije, upravljanje imovinom i obavezama, regulativa, portfelj.

SUMMARY

The key function of insurance companies is to offer the indirect protection to policyholders. However, insurance companies do other functions of which, from the point of view of the impact on the economic growth and development, the most

* profesor emeritus, Novi Sad, kontakt: marovich@nspoint.net

** docent, Novi Sad, kontakt: vnjegomir@eunet.rs

important one is the mobilisation of financial resources, in other words, business of financial intermediation. By engaging in the business of the financial intermediation insurance companies have important position in financial system as institutional investors. The objective of insurance companies in their role as institutional investors is to achieve additional liquidity on financial market, maximise profit with an acceptable level of investment risk, collect small, fragmented amounts of free capital from policyholders and put it in the function of economic growth and development. The intention of the research done in this paper is to briefly but comprehensively present the role of insurance companies as institutional investors, to point out the importance that insurance has in economy and society and provide the necessary information and theoretical foundation for the adoption of policies and regulations, which ultimate aim is to support the achievement of sustainable economic growth as well as sustainable and highly profitable growth of insurance companies. In order to achieve the stated objective we analyze operations of insurers and reinsurers in the world and the investment environment, which gives us a framework for a more detailed analysis of the investment activities of insurance companies. The research covers the management of the provisions of insurance companies, analysis of investment activities planning in the context of application of the concept of simultaneous management of assets and liabilities, a review of regulatory limitations for investments of insurers, analysis of steps, goals and investment risks of insurers, theoretical overview and empirical experience in managing portfolios of insurance companies

Keywords: *insurance companies, investments, assets and liabilities management, regulation, portfolio.*

1. OSVRT NA ZNAČAJ I FUNKCIJU OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA KAO INSTITUCIONALNIH INVESTITORA

Od prvobitne ljudske zajednice pa do današnjih dana čovekov život i imovina bili su ugrožavani raznim vrstama rizika tako da je ljudsko društvo već na samim počecima svoga postojanja uvidelo neophodnost zaštite svojih članova i ekonomskih vrednosti, pa su pojedinci udruživali deo svojih sredstava kako bi pomogli drugim pojedincima koji pretrpe gubitak. Ovo udruživanje rizika u zajednice rizika predstavljalo je osnovu modernog osiguranja. U savremenim uslovima života i poslovanja postoje različiti oblici zaštite imovine i života od rizika ali osiguranje predstavlja najrasprostranjeniji oblik. Institucija osiguranja iako se razvija sa nastankom privatne svojine a posebno razvojem tržišne privrede postojalo je u svim društveno-ekonomskim formacijama i društveno-političkim odnosima jer su osnovne funkcije osiguranja, zaštita imovine i lica, unapređenja kredita, razmene i trgovine, mobilizacije (prikupljanja) i efikasne alokacije novčanih sredstava. Međutim, tek u periodu između dva svetska rata, a naročito od sedamdesetih godina dvadesetog veka jača uloga osiguravajućih

društava kao institucionalnih investitora i potreba da se u upravljanju osiguravajućim društvima podjednaka pažnja posveti maksimiziranju prinosa kako na strani obaveza (pasive) tako i na strani imovine (aktive).¹

Ključna uloga osiguranja oduvek je bila da se putem formiranja zajednica rizika, pojedinaca ugroženih istom opasnošću, na organizovan i institucionalizovan način rizik minimizira, odnosno da se pojedinci i privredni subjekti zaštite od rizika koji ugrožavaju njihovu imovinu i živote. Osnovna funkcija osiguranja i u modernoj ekonomiji jeste upravo funkcija zaštite, odnosno čuvanja imovine. U domenu zaštite od rizika jedna od ključnih uloga osiguranja je očuvanje finansijskog zdravlja malih i srednjih preduzeća. Obezbeđenje pojedinaca ali posebno održivog opstanka i razvoja malih i srednjih preduzeća predstavlja veoma značajan elemenat doprinosa ne samo ekonomskom razvoju već i političkoj stabilnosti svake zemlje. Međutim, upravljanje rezervama u kontekstu limitiranosti izloženosti rizicima osiguranja s jedne strane i traganja za investicionim prinosima na finansijskom tržištu s druge strane, postaje osnovni preduslov optimiziranja performansi osiguravajućih društava i ključni korak u upravljanju rizikom. Prihodima od plasmana akumuliranih sredstava osiguravajuća društva mogu, između ostalog, da na bolji način upravljaju preuzetim rizicima od svojih osiguranika i po osnovu ostvarenih prihoda ponude nižu cenu osiguravajuće zaštite a time postanu konkurentniji u tržišnoj utakmici. Dakle, osim direktne koristi u smislu zaštite od rizika osiguranje, posmatrano sa aspekta pojedinca, ima i brojne druge koristi. Zahvaljujući postojanju osiguravajućeg pokrića pojedinci neće morati da imaju na raspolaganju relativno velike rezerve finansijskih sredstava već ta sredstva mogu profitabilnije da angažuju na finansijskom tržištu, čime se indirektno doprinosi i razvoju finansijskog tržišta. Osiguranje omogućava pojedincima da poseduju sopstvenu imovinu, ima pozitivan uticaj na uvećane obima kupovina, čime se indirektno podstiču privredne aktivnosti jer je potrošnja osnovni pokretač ekonomskog rasta i razvoja, profite ali i zapošljavanje i to kako u okviru samog sektora osiguranja tako i van njega. U Evropi, na primer, sektor osiguranja u 2013. godini reprezentovalo je 5357 kompanija koje su direktno upošljavale 940.000 ljudi.² Osiguravajuća društva su ostvarila 1117 milijardi evra bruto fakturisanih premija. Samo u Velikoj Britaniji je sektor osiguranja, u 2014. godini na primer, zapošljavao oko 314.400 ljudi³ a u SAD u 2013. godini je 6086 kompanija upošljavalo 2,4 miliona ljudi.⁴ U Velikoj Britaniji osiguravajuća društva su direktno doprinela rastu bruto domaćeg

¹ Njegomir, V. "Upravljanje imovinom i obavezama osiguravajućih društava", Računovodstvo, Vol. 50, Br. 5-6, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2006, str. 94-103.

² European Insurance in Figures, Statistics No 50, Insurance Europe, Brussels, December 2014.

³ UK Insurance Key Facts, Association of British Insurers, London, 2014.

⁴ A Firm Foundation: How Insurance Supports the Economy, Insurance Information Institute, New York, 2015.

proizvoda za 25 milijardi funti i platila porez u visini od 11,8 milijardi funti. U SAD osiguranje i prateće delatnosti činile su 2,5% bruto domaćeg proizvoda. Osiguravajuća društva indirektno upošljavaju oko milion agenata i brokera osiguranja i finansijskih posrednika. Takođe, sektor osiguranja indirektno utiče i na veće zapošljavanje u okviru svih onih kompanija sa kojima osiguravajuća društva saraduju kao što su na primer kompanije koje pružaju usluge iz domena informacionih tehnologija.⁵

Postojanje razvijenog sektora osiguranja značajno je i zbog činjenice da osiguranje ima veoma značajnu ulogu u podsticanju domaće proizvodnje, inovacija, preduzetništva i trgovine. Brojne empirijske i teorijske studije naglašavajući značaj osiguranja u ekonomiji i društvu između ostalog ukazuju da osiguranje unapređuje konkurentnost i doprinosi razvoju trgovine, preduzetničkih aktivnosti i najvažnije unapređuje efikasnost alokacije kapitala. Osiguranje smanjuje rizik ulaganja sa kojima se suočavaju privredni subjekti. Takođe, pribavljanje kredita banaka daleko je skuplje a u pojedinim slučajevima čak i nemoguće bez postojanja odgovarajućeg osiguravajućeg pokrića. Osiguranje omogućava da zajmotražilac ima manji kreditni rizik zato što garantuje veličinu vrednosti zaloge zajmotražioca ili pak omogućava veću sigurnost da će kredit biti vraćen, kroz osiguranje i samog kreditnog odnosa između osiguranika i banke. Ukoliko je zajmotražilac osiguran tada banke rađe odobravaju kredite što podstiče, kao rezultat povećanja kupovne moći, razvoj razmene i trgovine ali i razvoj bankarstva. Zahvaljujući postojanju osiguravajućeg pokrića nivo sigurnosti da će pozajmljena sredstva biti vraćena se povećava a sa povećanjem sigurnosti smanjuju se troškovi pribavljanja neophodnog kapitala. Ova uloga osiguranja je posebno značajna u tržištima u razvoju u okviru kojih nedostatak kapitala predstavlja jedan od ključnih destimulirajućih faktora za preduzimanje investicija privrednih subjekata i pojedinaca – preduzetnika. Osiguranje i u tom segmentu ima pozitivan uticaj s obzirom da može podstaći kompanije da razmišljaju dugoročnije i da povećavaju svoju toleranciju na rizik a to indirektno znači povećanje investicionih ulaganja u nove projekte i nove investicione poduhvate što u krajnjoj liniji doprinosi i većem zapošljavanju. Mnoga ulaganja u nove proizvodne pogone i novoosnovane kompanije nikada ne bi postojala da je u svakom slučaju bilo neophodno postojanje sopstvenog kapitala za pokretanje poslovanja. Veliki deo međunarodne trgovine osiguran je kroz razne vidove osiguranja. Ukoliko bi sistem osiguranja bio neadekvatno postavljen moglo bi čak doći do gušenja trgovine a posebno svetskih trgovinskih tokova, gde osiguranje posebno dobija na značaju. Proizvodnja i prodaja mnogih proizvoda u savremenim uslovima moguća je ukoliko su ti proizvodi osigurani, kako u prometu i transportu tako i sve više u pogledu odgovornosti proizvođača po osnovu proizvedenih proizvoda. Osiguranje doprinosi razvoju trgovine i time što unapređuje kreditnu sposobnost zajmotražioca. Imajući u

⁵ European Insurance in Figures, Statistics No 50, Insurance Europe, Brussels, December 2014.

vidu navedene efekte osiguranje se može uslovno posmatrati i kao dopunski faktor proizvodnje. Slične efekte osiguranje ima i na ulaganja u infrastrukturu. Ukoliko ne bi bilo osiguranja brojni infrastrukturni projekti kao što su termoelektrane, putevi, mostovi, bolnice ili škole nikada ne bi bili realizovani.

Osiguranje unapređuje preduzetnički duh, ohrabruje investicije, inovacije, tržišni dinamizam i konkurenciju na šta ukazuju podaci da firme koje nisu dovoljno osigurane uobičajeno nisu spremne da preuzimaju rizik, odnosno one neadekvatno koriste poslovne mogućnosti, manje investiraju u inovacije a njihov stepen uključenosti u globalno tržište je mali. Osiguranje ima i značajnu posrednu ulogu u ekonomiji u vidu pružanja informacija o izloženosti rizicima pojedinaca, privrednih subjekata i čitavog društva. Naime, nivo premija osiguranja može se posmatrati kao indikator rizika kojima su osiguranici izloženi kao i koja je verovatnoća da će do potencijalnih šteta doći. Takve informacije značajne su privrednim subjektima u sprovođenju cost-benefit analiza, odnosno poređenja rizika i potencijalnih povrata koje određeni projekti ili poslovni poduhvati mogu produkovati a čime se obezbeđuje racionalna raspodela ograničenih raspoloživih resursa. Obezbeđenje zaštite od rizika, pružanjem usluga osiguranja i reosiguranja, oduvek je predstavljalo primarnu funkciju sektora osiguranja. Međutim, upravljanje rezervama u kontekstu limitiranosti izloženosti rizicima osiguranja s jedne strane i traganja za investicionim prinosima na finansijskom tržištu s druge strane, postaje osnovni preduslov optimiziranja performansi osiguravajućih društava i ključni korak u upravljanju rizikom. Prihodima od plasmana akumuliranih sredstava osiguravajuća društva mogu, između ostalog, da na bolji način upravljaju preuzetim rizicima od svojih osiguranika i po osnovu ostvarenih prihoda ponude nižu cenu osiguravajuće zaštite a time postanu konkurentniji u tržišnoj utakmici.

Rastuća institucionalizacija finansijske štednje, sa rastućim značajem uloge penzijskih i investicionih fondova i osiguravajućih društava, predstavlja najvažniju promenu na finansijskim tržištima u novije vreme. Naime, osiguravajuća društva se, posebno od sredine dvedesetog veka, sve više pojavljuju na finansijskom tržištu kao mobilizatori finansijske štednje u ulozu institucionalnih investitora. Stepem institucionalizacije finansijske štednje i uloge osiguravajućih društava varira od zemlje do zemlje. On je posebno izražen kod razvijenih zemalja kao što su SAD, Velika Britanija, Nemačka i dr., gde sektor osiguranja mobilise ogromna sredstva i ima značajnu ulogu na finansijskim tržištima. Investiciona funkcija osiguravajućih i reosiguravajućih društava omogućena je činjenicom da se premije prikupljaju unpared te mogu biti investirane sve dok se ne javi potreba za isplatom troškova i odštetnih zahteva kada nastupe osigurani slučajevi. Na taj način, osiguravajuća i reosiguravajuća društva predstavljaju bitan element strukture finansijskog sistema a njihovom značaju, funkcijama te karakteristikama kao institucio-

nalnih investitora i potom strukture investicionog portfelja koji proizilazi iz prikupljenih sredstava po osnovu životnih i neživotnih osiguranja mora biti posvećena adekvatna pažnja.

Funkcija mobilizacije novčanih sredstava u formi fondova osiguravajućih društava, ili kako se još u literaturi naziva ova funkcija, finansijsko-akumulatorska funkcija ili kao izvor investicionih fondova, proizilazi iz činjenice da se premije osiguranja plaćaju unapred a da štete, odnosno isplata po osnovu nastalih šteta nastaje sukcesivno u toku godine. Tu nastaju određeni viškovi novčanih sredstava koji se putem tržišta, direktno ili indirektno, mogu plasirati za finansiranje društvene reprodukcije. Na ovaj način se navčanim sredstvima prikupljenim od osiguranika u, tako reći, beskrajno malim iznosima daje vid krupnih novčanih sredstava. Sa finansijskog aspekta osiguranje predstavlja formiranje novčanih rezervi u formi rezervi osiguranja. Finansijska sredstva akumulirana u osiguravajućim kompanijama dobijaju karakteristike specifičnog kapitala, u zavisnosti od vrste osiguranja. Industrija osiguranja predstavlja važan izvor fondova za kapitalne investicije i akumulaciju, a time predstavljaju značajnu mogućnost, posebno u zemljama u razvoju, realnog finansiranja kontinuiteta i uvećanja društvene reprodukcije. Interes je svakog društva da sredstva prikupljena u rezervama osiguravajućih kompanija budu što veća.

Posebno je značajan doprinos osiguravača kao institucionalnih investitora u pogledu unapređenja efikasnosti investicija. Mobilizacijom finansijske štednje osiguravajuća i reosiguravajuća društva unapređuju efikasnost finansijskog sistema na tri načina: 1. Doprinosu smanjenju transakcionih troškova povezivanjem suficitnih i deficitnih sektora finansijske štednje, 2. Kreiraju likvidnost – osiguranici imaju trenutni pristup finansijskim sredstvima po osnovu naknade šteta i štednje u slučaju nastanka osiguranog slučaja a korisnici finansijskih sredstava imaju mogućnost da odloženo vraćaju pozajmljena sredstva čime se eliminiše nelikvidnost karakteristična za direktne odnose finansiranja i 3. Obezbeđuju ekonomiju obima u investiranju jer su mobilisana ogromna sredstva po osnovu akumuliranja sitnih iznosa premija pojedinačnih osiguranika čime se obezbeđuje podrška za velike investicione projekte i podstiče ekonomska efikasnost. U cilju sopstvene efikasnosti osiguravajuće kompanije prikupljaju brojne informacije o rejtingu firmi kako bi mogli doneti što racionalnije, ekonomski opravdane odluke, da li i po kojoj ceni da investiraju viškove svojih sredstava u neku firmu, odnosno njene akcije. Ona skupljaju ogromne količine informacija o kompanijama, projektima i menadžerima pre nego što za njih obezbede finansijska sredstva a takođe svojim plasmanima daju signal i drugim investitorima čime se unapređuje efikasnost alokacije kapitala a time i snažniji ekonomski rast i razvoj jer je omogućeno usmeravanje kapitala u najprofitabilnije angažmane. Funkcija efikasne alokacije prikupljenih finansijskih sredstava doprinosi da se kapital efikasnije alokira a proizilazi iz prethodno navedenih funkcija osiguranja. Individualne štediša i investitori

često nemaju vremena, resursa, znanja da obave proces alokacije kapitala na efikasan način, zbog čega su za ukupnu privredu osiguravajuće kompanije, kao profesionalni investitori, od izuzetnog značaja za efikasno alociranje finansijskih sredstava i proceni rizičnih aktivnosti. Osiguravajuće kompanije će sredstva plasirati samo najboljim kompanijama, samo na najbolje projekte i samo najboljim menadžerskim timovima. Osim toga, osiguravajuće kompanije vrše monitoring poslovanja u kome imaju uloga bilo kao investitori bilo kao osiguravači i na toj osnovi usmeravaju poslovanje kompanija, usmeravaju projekte i menadžerske timove da rade u interesu svojih stejholdera.

Učešće osiguravajućih društava osiguranja u ukupnoj strukturi institucionalnih investitora varira od zemlje do zemlje. Na primer⁶, u Nemačkoj je udeo osiguravajućih društava 51%, u Francuskoj 52% u Japanu čak 64% - a od zemalja u tranziciji u pogledu značaja osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora ističu se Češka u kojoj je udeo osiguravajućih društava 55% i Poljska gde je udeo osiguravajućih društava 54%.

Uloga osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora takođe se razlikuje od zemlje do zemlje. Osiguravajuća društva su godinama u nazad najveći institucionalni investitori u Evropskoj uniji. Na primer, u 2013. godini ukupan obim investicija osiguravajućih društava dostigao je iznos od preko 8527 milijardi evra, što okvirno predstavlja oko 59% ukupnog bruto domaćeg proizvoda svih zemalja Evropske unije zajedno.⁷ Osiguravajuća društva u Evropi poseduju oko 25% svih državnih obveznica koje izdaju države članice Evropske unije, oko 21% svih evropskih korporativnih obveznica kao i značajan deo svih kotiranih akcija i imovine kao što je infrastruktura.⁸ Takođe, osiguravajuća društva u Evropi su prema podacima iz 2011. godine posedovala oko 11% bankarskog duga u evrozoni, 24% javnog duga zemalja Evropske unije, 18% ukupnih akcija i 14 hipotekarnih obveznica. Takođe, osiguravajuća društva su ulagala u infrastrukturne projekte oko 11,7 milijardi evra, u direktne zajmove malim i srednjim preduzećima u vrednosti od oko 14,1 milijardu evra i privatne akcije (akcije koje nisu kotirane na berzi) u vrednosti od oko 18,9 milijardi evra.⁹ Osiguravajuća društva iz Evrope upravljaju sa oko 12% ukupne svetske finansijske imovine. Oko 62% ukupnih investicija osiguravajućih društava iz Evropske unije pripada osiguravajućim društvima iz Velike Britanije, Francuske i Nemačke.¹⁰ Grafikon 1 prikazuje učešće osiguravača i drugih institucionalnih investitora u Evropi u 2011. godini.

⁶ Institutional Investors - Statistical Yearbook, 1992-2001, OECD Publications, Paris, 2003.

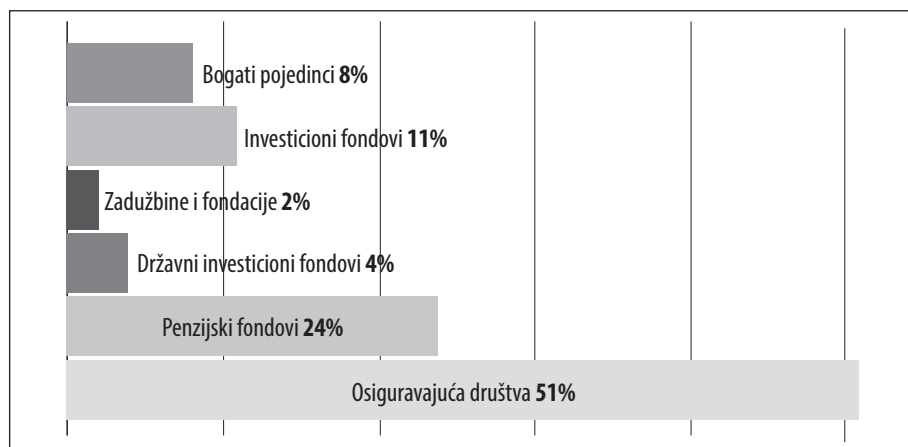
⁷ The Benefits of Insurance, Insurance Europe, Brussels, 2015.

⁸ The Benefits of Insurance, Insurance Europe, Brussels, 2015.

⁹ Procene ulaganja u infrastrukturne projekte, direktne zajmove malim i srednjim preduzećima i privatne akcije izvršene su na osnovu ispitivanja 13 osiguravajućih društava.

¹⁰ European Insurance in Figures, Statistics No 50, Insurance Europe, Brussels, December 2014.

Grafikon 1: Osiguravajuća društva su najveći institucionalni investitor u Evropi



Izvor: Funding the future: Insurers' role as institutional investors, Insurance Europe, Brussels, June 2013, str. 12.

Grafikon 1 eksplicitno pokazuje dominantno učešće osiguravajućih društava među ostalim institucionalnim investitorima u upravljanju investicijama ukupne vrednosti. Učešće osiguravajućih društava iznosilo je 51% od 15,1 triliona evra na dan 31. decembra 2011. godine. U institucionalne investitore ne spadaju banke već, prema klasifikaciji OECD-a samo osiguravajuća društva, penzijski fondovi i investicione kompanije i fondovi.

Osim prednosti za čitave ekonomije i privredu, uloga osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora značajna je i za pojedinačne osiguranike kroz potencijalno smanjenje premija osiguranja, ukoliko osiguravači ostvare dobre rezultate iz aktivnosti investiranja na finansijskom tržištu, a posebno kao oblik kolektivnog investiranja. Naime, kupovinom polisa osiguranja ostvaruje se kupovina ne samo obećanja budućeg plaćanja, uslovnog obećanja za isplatu koja će se ostvariti ukoliko nastane štetni događaj, već i investiranje.

Kroz investiranje u polise osiguranja pojedinci mogu imati višestruke koristi: 1) Mogu koristiti prednosti strukturalnih investicija koje pojedinci ne mogu samostalno primenjivati. Zahvaljujući dugoročnom investiranju osiguravajućih društava osiguranici mogu imati pristupa višim prinosima koji su implicitni širokoj raznovrsnosti finansijskih instrumenata, odnosno oblika investiranja. S obzirom da osiguravajuća društva poseduju dugoročne i nelikvidne obaveze ona mogu plasirati finansijska sredstva dugoročno, ostvarujući na taj način diverzifikaciju rizika u vremenu kao i prema oblicima imovine. Ova specifičnost osiguravajućih društava daje im prednost u odnosu na banke. Naime, u slučaju banaka rizici likvidnosti ograničavaju mogućnost dugoročnog investiranja. Takođe, dugoročna nelikvidnost izvora sredstava omogućava veliku fleksibilnost u pogledu prodaje finansijskih

instrumenata i omogućava osiguravajućim društvima izbegavanje primoranih prodaja u uslovima cenovne volatilnosti. Navedeno ne važi u slučaju osiguravajućih društava neživotnih osiguranja kada ostvarenje iznenadnih događaja, posebno katastrofalnih šteta, može uzrokovati potrebu prevremene prodaje plasmana. 2) Osiguranici mogu imati pristup investicionoj ekspertizi osiguravajućih društava. Naime, osiguravajuća društva imaju investicionu ekspertizu, odnosno znanja i sposobnosti, kao i informacione usluge koji nemaju, niti su u mogućnosti da imaju, individualni investitori. Dakle, “kupovinom” usluga osiguravajućeg porkića osiguranici “kupuju” i investicionu ekspertizu osiguravajućeg društva a svoja sredstva suštinski prepuštaju na upravljanje osiguravajućem društvu. Značajna prednost investiranja putem osiguravajućih društava je izbegavanja prekomernog reagovanja na kratkoročne fluktuacije na finansijskom tržištu, što investitori pojedinci često primenjuju za razliku od osiguravajućih društava koja kao profesionalni investitori primenjuju filozofiju dugoročnog investiranja. 3) Osiguranici mogu ostvariti redukciju troškova investiranja ukoliko investiranje ostvaruju preko osiguravajućih društava. Naime, ukрупnjavanjem relativno sitnih novčanih iznosa pojedinačnih investitora-osiguranika sredstva dobijaju vid krupnih novčanih sredstava što omogućava bolju podelu portfelja i snižavanje ukupnih troškova investiranja. Takođe, ukрупnjavanje sredstava i dugoročna priroda obaveza osiguravajućih društava omogućavaju redukovanje broja investicionih transakcija na finansijskom tržištu čime se smanjuju transakcioni troškovi. 4) Konačno, udruživanjem sredstava većeg broja investitora osiguravajuća društva omogućavaju osiguranicima pristup ulaganju u oblike aktive u koje drugačije, kao individualni investitori, ne bi mogli pristupiti. Takođe, osiguravajuća društva pružaju različite mogućnosti osiguranicima, od osiguranja povezanih sa ulaganjima u investicione fondove do tradicionalnih životnih osiguranja. Na taj način je osiguranicima ponuđena mogućnost izbora nivoa investicionog rizika kojem će se izložiti.

Investicione aktivnosti osiguravajućih društava predstavljaju značajan izvor njihovih prihoda, posebno u razvijenim zemljama. Na primer, dugogodišnja praksa na tržištu osiguranja u SAD jeste ostvarenje negativnih rezultata iz delatnosti osiguranja, odnosno ostvarenje nepovoljnih kombinovanih racia. U takvim uslovima osiguravajuća društva ukupan profit ostvaruju zahvaljujući ostvarenoj profitabilnosti u investiranju. Prinosi na investicije osiguravajućih društava uključuju investicione prihode na plasmane (kamate, dividende i dr.) i kapitalnu dobit ili gubitak, koja predstavlja razliku između kupovne i prodajne vrednosti određene investicije, najčešće hartije od vrednosti ili nekretnine. Kao pokazatelji profitabilnosti iz investiranja osiguravača koriste se pokazatelji učešća investicione dobiti u merodavnoj premiji u samopridržaju i u prosečno investiranim sredstvima.

Racio investiranja je pokazatelj koji meri učešće prinosa od ulaganja u zarađenoj premiji i glasi:

$$\text{Racio investiranja} = \frac{\text{Investiciona dobit}}{\text{Merodavna premija u samoprizržaju}}$$

Ovaj pokazatelj koriste društva neživotnih osiguranja kako bi odnos investicione dobiti prema merodavnoj premiji u samoprizržaju i on ukazuje na značaj i politiku investiranja koju primenjuje društvo za osiguranje.

Društva za osiguranje koja se bave pružanjem usluga životnih osiguranja u cilju merenja profitabilnosti iz investiranja sredstava koriste sledeći racio investiranja:

$$\text{Racio investiranja životnih osiguravača} = \frac{\text{Investiciona dobit}}{\text{Prosečno investirana sredstva}}$$

Ovaj pokazatelj meri odnos investicione dobiti prema prosečno investiranim sredstvima i pokazuje koliko su investirana sredstva produkovala investicione dobiti.

Ostvarenje visoke profitabilnosti ključno je za osiguravajuća društva s obzirom da je osnovna svrha njihovog osnivanja i poslovanja ostvarenje profita u poslovima osiguranja. Utvrđivanje profitabilnosti prema različitim kriterijumima omogućava osiguravačima utvrđivanje poslovne politike. Utvrđivanje profitabilnosti prema pojedinačnim osiguranicima značajno je i za same osiguranike s obzirom da se u zavisnosti od ostvarenog tehničkog rezultata u toku određenog vremenskog perioda primenjuje politika bonusa i malusa, odnosno popusta i doplataka na osnovnu premiju osiguranja. Takođe, u zavisnosti od ostvarenih investicionih rezultata osiguravajuća društva mogu primenjivati konkurentniju politiku određivanja premija osiguranja, odnosno određivati premije osiguranja na nižem nivou u odnosu na nivo kada bi investicioni rezultati izostali i kada se osiguravači moraju pridržavati pravila da primija zavisi od cene rizika uvećane za pokriće troškova i profita. Konačno, ostvarenje profitabilnosti značajno je za čitavo društvo zato što omogućava poboljšanje životnog standarda vlasnika, izvesniju sigurnost osiguranika kao i poreske prihode koje država ne može ostvariti ukoliko osiguravajuća društva ostvaruju gubitke ili ukoliko prestanu sa poslovanjem.

Aktuelnost teme iz naše perspektive proizilazi iz činjenice da u ekonomijama u razvoju još uvek nisu dovoljno iskorišćene sve potencijalne razvojne mogućnosti koje osiguranje kao oblast od posebnog društvenog interesa ima. Osiguranje je za ove zemlje posebno značajno u domenu unapređenja funkcionisanja njihovih ekonomija ali i dugoročnih ekonomskih performansi koju ono ostvarje zaštitom od rizika, povećanom ponudom akumuliranih finansijskih sredstava za dugoročno finansiranje privrednog razvoja i efikasnijom alokacijom ekonomskih resursa. Potreba za akumulacijom finansijske štednje

u cilju podrške ekonomskom rastu putem mehanizma osiguranja, u uslovima ograničenih kapitalnih stokova, prekomernih deficita tekućih bilansa i zaduženosti prema inostranstvu, za zemlje regiona bivše Jugoslavije postaje sve značajnija. Svoj ekonomski rast Srbija (ali i druge zemlje u regionu) je u proteklom periodu, čak i tokom osamdesetih godina kada samoupravni privredni sistem nije bio sposoban da održava kakav takav ekonomski rast¹¹, finansirala na bazi zaduživanja u inostranstvu, u vidu pozajmica od privatno-kreditnih ili međunarodnih finansijskih institucija. Iako je tokom prve dekade novog milenijuma ekonomski rast finansiran i zahvaljujući značajnom prilivu stranih direktnih investicija, prema izjavama predstavnika Svetske banke i vodećih domaćih političara takva kretanja nisu za realna očekivanja u budućem periodu. Fokus mora biti usmeren ka unapređenju konkurentnosti domaće privrede, unapređenju izvoza, reformi javnog sektora i podršci najpropulzivnijih sektora i kompanija a upravo tu najveći značaj mogu dati osiguravajuća društva u ulozi institucionalnih investitora. Naime, brojne empirijske i teorijske studije¹² naglašavajući značaj osiguranja u ekonomiji i društvu između ostalog ukazuju da osiguranje unapređuje konkurentnost i doprinosi razvoju trgovine, preduzetničkih aktivnosti i najvažnije unapređuje efikasnost alokacije kapitala.

Namera istraživanja sprovedenih u ovom radu je da sažeto prikaže celovitost uloge osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora, da ukaže na značaj koji osiguranje ima u u privredi i društvu i omogući neophodnu informisanost i teorijsku utemeljenost za usvajanje politika i regulativa čiji je krajnji cilj podrška ostvarenju održivog ekonomskog rasta kao i održivog i visoko profitabilnog rasta osiguravajućih društava. U nameri da postignemo navedeni cilj analiziramo poslovanje osiguravača i reosiguravača u svetu i investiciono okruženje, što nam daje okvir za detaljniju analizu investicionih aktivnosti osiguravajućih društava. Istraživanja obuhvataju upravljanje rezervama osiguravajućih društava, analizu planiranja investicionih aktivnosti u kontekstu primene koncepta istovremenog upravljanja imovinom i obavezama, pregled regulatornih ograničenja investiranja, analizu koraka, ciljeva i rizika investiranja osiguravača, teorijski pregled i empirijska iskustva u upravljanju portfeljem osiguravajućih društava.

¹¹ Radmilović, S.: Sumorna faktografija ekonomske stvarnosti Srbije, Računovodstvo, Beograd, br. 1-2, 2010, str. 5-24

¹² Na primer, Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, MA, 2001, Rejda, G. E.: *Principles of Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2005; Skipper, H. D. and Kwon, W. J.: *Risk Management and Insurance: Perspectives in a Global Economy*, Oxford: Blackwell Publishing, Ltd, 2007; Dorfman, M. S.: *Introduction to Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2008

2. PREGLED POSLOVANJA OSIGURAVAČA I REOSIGURAVAČA U SVETU

Finalni rezultati veličine ukupno pirpisane premije osiguranja za 2013. godinu pokazuju da je ostvaren rast ukupne premije osiguranja za svega 0,2%, što predstavlja značajan pad u odnosu na 2012. godinu kada je ostvaren rast od 3%. Posmatrano po kontinentima situacija je raznolika. Značajan rast ostvaren je u Africi i to za 5,6% i Okeaniji za 7,3% dok je u Evropi ostvaren rast od 1,4%, sa prednjačenjem evrozone gde je ostvaren rast od 2,4%. U zemljama Centralne i Istočne Evrope ostvaren je rast ukupnih premija osiguranja za 0,8% u odnosu na prethodnu, 2012. godinu. Potpuno suprotno u odnosu na 2012. godinu, premije životnih osiguranja su opale za 1,8% dok je u 2012. godini ostvaren rast ukupnih premija životnih osiguranja za 2%. Takođe, zabeležen je i rast premija neživotnih osiguranja u 2013. godini za 2,9 %, dakle, nešto više u odnosu na 2012. godinu kada je ostvaren rast za 2,6%. Rast premijskih prihoda, nakon korekcije sa inflatorinim kretanjima, u razvijenim zemljama iznosio je 2,3% pri čemu je rast najizraženiji bio u zemljama Zapadne Evrope, uz izuzetak Austrije i Holandije kao i u Kanadi, Australiji i Japanu. U zemljama u razvoju premije životnih osiguranja opale su po stopi od -2,8% u 2013. godini pri čemu je rast najizraženiji bio u zemljama Srednjeg Istoka, Srednje Azije i Okeanije. Kapitalizovanost je ostala na adekvatnom nivou zahvaljujući smanjenju rizičnosti pre svega investicionih plasmana ali i jačanju dužničkih i tržišta akcija. Međutim, prolongirani nizak ekonomski rast, niske kamatne stope, varijabilna finansijska tržišta i regulatorne promene će najverovatnije u potpunosti karakterisati 2015. godinu ali i naredne godine. Posmatrano na svetskom nivou, ukupno ostvarena premija osiguranja u 2013. godini iznosila je preko 4601 milijardu dolara.¹³ Trendovi kretanja premija životnih i neživotnih osigurnja u apsolutnim iznosima, predstavljeni bez uticaja inflacije, prikazani su tabelom 1.

Zemlje u razvoju beleže kontinuirane stope rasta i premija životnih i premija neživotnih osiguranja, po pravilu veće u odnosu na stope rasta premija karakterističnih za razvijene zemlje i tržišta osiguranja. Izuzetak su tokom 2013 godine činile Zemlje Srednje i Istočne Evrope u kojima su stope rasta niže od stope rasta ukupnih premija osiguranja u zemljama Zapadne Evrope. Ove zemlje su zabeležile rast premija osiguranja čak i uprkos usporavanju rasta bruto domaćeg proizvoda i suprotno kretanjima na tržištima osiguranja razvijenih zemalja u prethodnim godinama. Tokom 2013. godine ukupna stopa rasta premija osiguranja u svetu iznosila je 0,2% pri čemu je u razvijenim zemljama ostvarena stopa rasta od -0,9% a u zemljama u razvoju stopa rasta od 6,1%.

¹³ Podaci o kretanjima premija i njihovoj strukturu u svetu – Staib, D. and Puttaiah, M.: World insurance in 2013: steering towards recovery, Swiss Re, Zurich, 2014 i Staib, D. and Puttaiah, M.: World insurance in 2013: steering towards recovery: Statistical appendix, update January 2015.

Tabela 1: Kretanje premija životnih i neživotnih osiguranja u periodu 2004.-2013. godine

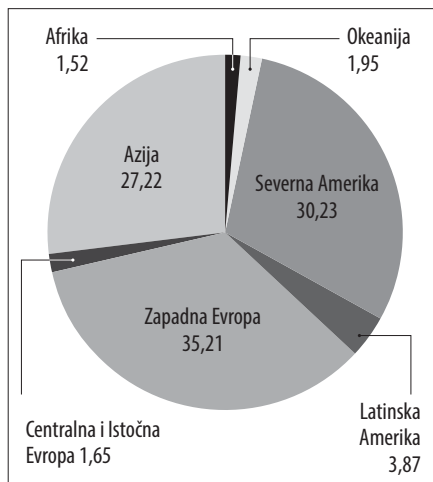
| God. | Životno osiguranje | | Neživotno osiguranje | |
|-------|--------------------|-------------|----------------------|-------------|
| | \$ miliona | Promena u % | \$ miliona | Promena u % |
| 2004. | 1.872.389 | 1,00 % | 1.394.528 | 1,00 % |
| 2005. | 1.998.702 | 6,75 % | 1.443.588 | 3,52 % |
| 2006. | 2.125.791 | 6,36 % | 1.549.100 | 7,31 % |
| 2007. | 2.441.823 | 14,87 % | 1.685.762 | 8,82 % |
| 2008. | 2.438.966 | -0,12 % | 1.780.013 | 5,59 % |
| 2009. | 2.367.442 | -2,96 % | 1.742.193 | -2,12 % |
| 2010. | 2.520.072 | 6,45 % | 1.818.893 | 4,40 % |
| 2011. | 2.618.833 | -3,20 % | 1.976.871 | 1,90 % |
| 2012. | 2.626.078 | 2,00 % | 1.979.017 | 2,60 % |
| 2013. | 2.546.269 | -1,80 % | 2.054.900 | 2,90 % |

Izvor: Swiss Re

Uobičajena mera veličine pojedinih nacionalnih tržišta osiguranja jeste veličina ukupno pripisane premije osiguranja na tom tržištu. Zemlje u razvoju beleže kontinuirane stope rasta i premija životnih i premija neživotnih osiguranja. Takođe, ove zemlje su zabeležile rast premija osiguranja uprkos ostvarenju svetske ekonomske krize i suprotno kretanjima na tržištima osiguranja razvijenih zemalja. Distribucija premija osiguranja u svetu nije ujednačeno raspoređena kao što pokazuje grafikon 2. Kao što se vidi na grafikonu 2, dominiraju tržište Zapadne Evrope sa 31,47%, Severne Amerike sa 30,06% i Azije sa 29,65%.

Profitabilnost osiguravajućih društava koja se bave poslovima životnih osiguranja marginalno su unapređena u toku 2013 godine s obzirom da su ostvareni prinosi po osnovu unapređenih tržišta kapitala. Međutim, profitabilnost osiguravajućih društava životnih osiguranja ostaje na predkriznom nivou. Osiguravajuća društva su dobro kapitalizovana zahvaljujući između ostalog i nerealizovanim prinosisima u SAD po osnovu generalno prihvaćenih

Grafikon 2: Raspored ukupne premije osiguranja po regionima u svetu u 2013. godini.



Izvor podataka: Staib, D. and Puttaiah, M.: World insurance in 2013: steering towards recovery, Swiss Re, Zurich, 2014 i Staib, D. and Puttaiah, M.: World insurance in 2013: steering towards recovery: Statistical appendix, update January 2015.

računovodstvenih principa (GAAP) što je nastalo kao rezultat opadajućih kamatnih stopa. Međutim, delimičan rast kamatnih stopa tokom 2013 godine negativno je uticao na kapital s obzirom da su prinosi na nerealizovane dobitke na obveznice opali.

Profitabilnost neživotnih osiguravača je porasla u toku 2012. kao i u prvoj polovini 2013. godine prvenstveno zahvaljujući odsustvu značajnijih katastrofalnih šteta. Opšti trend unapređenja profitabilnosti pratili su neživotni osiguravači u Sjedinjenim Američkim Državama. Kombinovani ratio neživotnih osiguravača u ovoj zemlji je sa 100,6% unapređen na 96,9%. Profitabilnost je bila različita za individualna i komercijalna osiguranja. U individualnim osiguranjima kombinovani ratio bio je lošiji i iznosio je 99% dok je u komercijalnim osiguranjima iznosio 97%. Ako se posmatra prva polovina 2013. godine postaje evidentno da je kombinovani ratio unapređen sa 105,1%, koliko je iznosio u prvoj polovini 2012. godine, na 101,4%. Očekivanja su da će se unapređenja ostvarena na osnovama trendova benignog ispoljavanja katastrofalnih šteta nastaviti i u narednom periodu, odnosno tokom 2014. i 2015 godine. Ostvarenje značajnije katastrofalne štete, pre svega ispoljavanje štetne sezone uragana, nedvosmisleno bi značajno negativno uticalo na profitabilnost osiguravajućih i reosiguravajućih društava neživotnih osiguranja u SAD.

Profitabilnost osiguravajućih društava koja se bave neživotnim osiguranjima u Evropi takođe je unapređena. Prosečan kombinovani ratio je bio ispod 96%. Kombinovani ratio je opao u Francuskoj, Španiji, Italiji i Velikoj Britaniji prateći pozitivan trend započet 2010. godine. U Nemačkoj je trend ispoljen sa godinom zakašnjenja. Posebno su značajna unapređenja profitabilnosti ostvarena u domenu osiguranja motornih vozila, imajući u vidu njihovo visoko učešće u ukupnoj premiji i premiji neživotnih osiguranja. Snažan rast kombinovanog racia neživotnih osiguravača u Evropi u drugom kvartalu 2013. godine ispoljen je zahvaljujući snažnim poplavama, posebno u dolinama reka Elbe i Dunav. Najveće štete su nastale u Nemačkoj. Naime, osiguravači neživotnih osiguranja u Nemačkoj po osnovu šteta od navedenih poplava isplatili su oko 1,8 milijardi evra odštetnih zahteva, prema procenama Nemačkog udruženja osiguravača (GDV - Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.). očekivanja su da će nemački osiguravači neživotnih osiguranja ostvariti kombinovani ratio iznad 105% za 2013. godinu.

Od ostvarenja finansijske i ekonomske krize u 2008. godini, kamatne stope na globalnom planu su bile znatno niske. Takvo stanje kamatnih stopa ozbiljno je ugrozilo prihode osiguravajućih društava, imajući u vidu da osiguravajuća društva na globalnom nivou imaju investiranih oko 27000 milijardi. U 2013. godini, kamatne stope su u razvijenim zemljama počele da rastu, posebno u Velikoj Britaniji i SAD i projektovan je kontinuitet porasta tokom nekoliko narednih godina. Tokom 2014. godine projektovani trend nije ostvaren a u provoj polovini 2015. godine ostvaren je suprotan trend, odnosno ostvaren je pad kamatnih stopa.

Tabela 2: Investicije osiguravajućih društava u Evropi u periodu od 2006. do 2013. godine (u milionima evra)

| | 2006. | 2007. | 2008. | 2009. | 2010. | 2011. | 2012. | 2013. |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Austrija | 69.413 | 71.941 | 76.788 | 77.925 | 81.900 | 82.355 | 83.314 | 84.614 |
| Belgija | 193.085 | 202.781 | 198.288 | 218.425 | 230.529 | 234.681 | 264.492 | 267.987 |
| Bugarska | 560 | 773 | 881 | 995 | 1.082 | 1.087 | 1.130 | 1.190 |
| Švajcarska | 272.551 | 273.387 | 275.519 | 268.580 | 327.165 | 345.480 | 359.607 | 365.998 |
| Kipar | 2.081 | 2.195 | 1.968 | 2.052 | 2.080 | 1.860 | 1.882 | 1.580 |
| Češka Republika | 9.950 | 10.630 | 11.253 | 12.011 | 13.082 | 12.865 | 13.204 | 11.730 |
| Nemačka | 1.199.745 | 1.249.461 | 1.265.890 | 1.300.528 | 1.354.115 | 1.403.538 | 1.554.766 | 1.551.488 |
| Danska | 192.435 | 196.237 | 206.013 | 227.742 | 256.334 | 240.905 | 252.524 | 247.136 |
| Estonija | 562 | 798 | 673 | 1.041 | 1.246 | 1.236 | 1.320 | 1.305 |
| Španija | 175.477 | 181.780 | 191.531 | 218.252 | 214.395 | 219.118 | 237.214 | 252.940 |
| Finska | 107.831 | 111.812 | 98.162 | 113.750 | 123.681 | 117.984 | 123.860 | 131.734 |
| Francuska | 1.402.201 | 1.491.236 | 1.406.552 | 1.585.896 | 1.685.626 | 1.666.258 | 1.856.272 | 1.931.088 |
| Grčka | 10.460 | 11.843 | 11.330 | 12.539 | 11.276 | 10.433 | 11.024 | 11.399 |
| Hrvatska | 2.244 | 2.642 | 2.630 | 2.905 | 3.245 | 3.394 | 3.590 | 3.649 |
| Mađarska | 6.392 | 6.961 | 7.504 | 7.789 | 8.020 | 6.830 | 7.349 | 7.092 |
| Irska | 90.990 | 92.516 | 73.034 | 78.757 | 81.572 | 79.599 | 84.904 | 91.000 |
| Island | 1.413 | 1.281 | 588 | 470 | 611 | 667 | 657 | 797 |
| Italija | 477.545 | 466.398 | 434.676 | 489.479 | 517.014 | 511.384 | 526.975 | 562.960 |
| Linhštajn | 10.196 | 13.483 | 13.712 | 19.805 | 23.623 | 23.919 | 24.136 | 23.990 |
| Luksemburg | 54.112 | 60.546 | 59.293 | 76.623 | 96.509 | 101.363 | 116.776 | 127.606 |
| Letonija | 224 | 305 | 387 | 408 | 374 | 353 | 452 | 435 |
| Malta | 1.677 | 2.257 | 2.294 | 2.781 | 3.286 | 3.561 | 3.928 | 4.297 |
| Holandija | 334.532 | 322.546 | 311.505 | 334.994 | 358.676 | 380.508 | 412.731 | 400.511 |
| Norveška | 99.693 | 114.499 | 89.265 | 111.163 | 133.378 | 141.424 | 162.231 | 155.413 |
| Poljska | 26.135 | 32.562 | 30.327 | 30.909 | 33.003 | 29.207 | 35.950 | 35.826 |
| Portugalija | 45.452 | 49.446 | 51.036 | 57.434 | 58.496 | 51.473 | 52.751 | 53.020 |
| Rumunija | n.a. | n.a. | n.a. | 1.426 | 1.431 | n.a. | n.a. | n.a. |
| Švedska | 286.106 | 321.328 | 226.140 | 271.403 | 334.022 | 331.970 | 375.501 | 399.568 |
| Slovenija | 4.458 | 5.847 | 4.698 | 5.038 | 5.031 | 4.212 | 4.431 | 4.444 |
| Slovačka | 2.818 | 3.285 | 3.701 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Turska | 6.616 | 8.522 | 7.506 | 7.715 | 8.401 | 7.333 | 8.634 | 7.770 |
| Velika Britanija | 1.886.672 | 1.872.987 | 1.247.194 | 1.465.625 | 1.578.486 | 1.620.519 | 1.766.240 | 1.788.420 |
| | 6.973.626 | 7.182.287 | 6.310.337 | 7.004.461 | 7.547.690 | 7.635.517 | 8.347.846 | 8.526.987 |

Izvor: Insurance Europe

Osiguravajuća društva životnih osiguranja prenose samo mali deo investicionih portfelja svake godine (oko 10%) tako da rastuće ili padajuće kamatne stope u jednoj godini imaju marginalan ili zakasneili uticaj na ostvarenje prinosa od određenog investicionog portfelja. U suštini, kamatne stope bi bile niske i pored projektovanog rasta. Naime, prinosi za desetogodišnje državne obveznice Nemačke, investicioni prinosi će sa 3,2% u 2012. godini nastaviti da padaju na 2,7% u 2017. godini. Ova projekcija je bazirana na situaciji u 2012. i 2013. godini. Međutim, u međuvremenu je došlo do drugačijeg ispoljavanja kamatnih stopa što će imati uticaja i na verovatnu potrebu korekcije visine prinosa na dugoročne državne obveznice Nemačke u 2017 godini. Za tipičnog osiguravača životnih osiguranja u Nemačkoj, gubitak vrednosti po osnovu dela portfelja plasiranog u obveznice može dostići 50% vrednosti kapitala. Neživotni osiguravači uključeni u poslove dugoročnijeg karaktera, odnosno poslove osiguranja od odgovornosti i osiguranja nezgode, mogu takođe biti ošteženi, dok će osiguravajuća društva fokusirana na imovinska osiguranja biti najmanje oštećena negativnim kretanjima kamatnih stopa.

Uprkos negativnim prognozama, investicije osiguravajućih društava za period od 2006. do 2013. godine pokazuju tendenciju rasta. Naime, u posmatranom periodu investicije osiguravajućih društava u proseku u Evropi pale su jedino u 2008. godini u poređenju sa 2007. godinom. Od 2008 godine evropski osiguravači beleže konstantan rast ukupnog obima investicija koji je u 2013. godini dostigao obim od oko 8526 milijardi evra. Kao što se vidi u tabeli x najveće investicije u Evropi ostvaruju osiguravajuća društva Velike Britanije, Francuske i Nemačke. Investicije osiguravajućih društava u ostalim zemljama su ispod nivoa od 1000 milijardi.

3. INVESTICIONO OKRUŽENJE

Druga polovina XX veka dovela je do značajnih promena na svetskom finansijskom tržištu. Do tada dominantni finansijski posrednici, poput komercijalnih i investicionih banaka, postepeno gube takav položaj na finansijskom tržištu u korist netradicionalnih finansijskih posrednika – institucionalnih investitora. Institucionalni investitori mogu biti definisani kao specijalizovane finansijske institucije koje upravljaju kolektivnom štednjom u ime malih investitora u pravcu ostvarenja specifičnih ciljeva u smislu prihvatljivog rizika, maksimiziranja prinosa i dospelosti zahteva.¹⁴ Institucionalni investitori su finansijske institucije kojima se profesionalno, odnosno u okviru kojih se institucionalno usmeravaju plasmani finansijskih sredstava i koje obezbeđuju ukupnjavanje rizika, odnosno objedinjavanje pojedinačnih rizika malih investitora obezbeđujući time bolji balans rizika i prinosa od onog koji je generalno moguć preko direktnih ulaganja individualnih investitora. Institucionalni investitori imaju velik broj zajedničkih karakteristika ali to ne znači da su

¹⁴ Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, 2001, str. xxiii

oni homogeni. Institucionalni investitori se uopšteno posmatrano razlikuju u pogledu ugovornih relacija sa vlasnicima štednje, odnosno u pogledu pravila koja određuju distribuciju rizika i prinosa kao i u pogledu definisanja njihovih obaveza. Najznačajniji institucionalni investitori jesu penzijski fondovi, osiguravajuća društva i investicioni fondovi.

Institucionalni investitori u novije vreme svojim obimom poslovanja odlučujuće utiču na brži razvoj tržišta kapitala u razvijenim tržišnim ekonomijama, posebno u zemljama engleskog govornog područja, na obrasce kreiranja i trgovanja finansijskim instrumentima, te na razvoj celokupne privrede u ovim zemljama. Jedan od ključnih indikatora rastuće uloge institucionalnih investitora na finansijskim tržištima jeste struktura vlasništva hartija od vrednosti koja se snažno promenila u korist institucionalnih investitora.

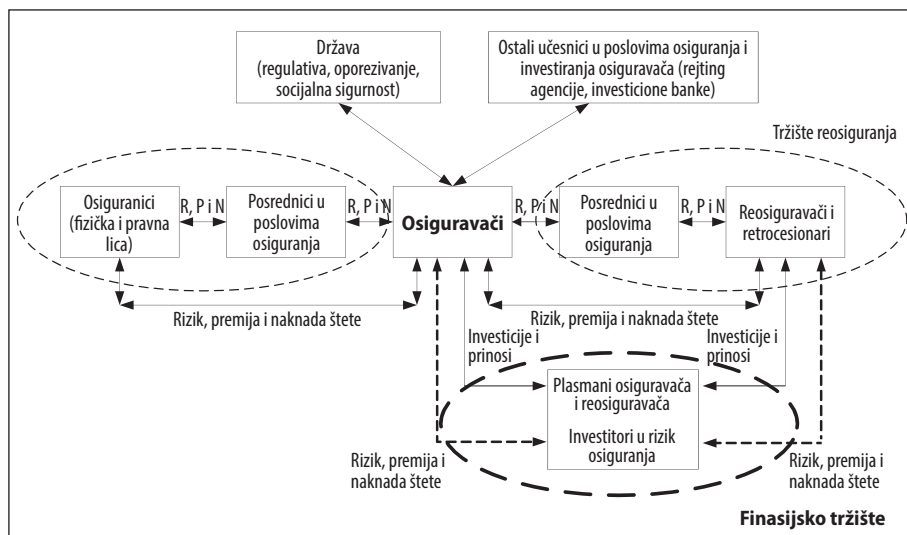
Faktori koji su doprineli snažnom rastu kapitala ovih finansijskih institucija su¹⁵: promene preferencija građana kada je u pitanju ulaganje njihove finansijske štednje, starenje populacije i propadanje *pay-as-you-go* finansiranja, tehnološki progres i primena informacionih i telekomunikacionih tehnologija koje su omogućile rukovanje velikim obimom informacionih tokova unapređujući rad finansijskog posredovanja i upravljanja rizikom, deregulacija finansijske uslužne industrije što je doprinelo snažnijoj konkurenciji između banka i drugih finansijskih institucija, ukidanje ograničenja slobodnom kretanju kapitala, proces povlačenja banaka iz sfere intermedijacije zbog smanjene tražnje za bankarskim depozitima i tradicionalnim oblicima štednje u korist instrumenata finansijskih tržišta, specijalni poreski tretman penzionih fondova i osiguranja života, veće stope prinosa na proizvode štednje institucionalnih investitora te zakonski propisi koji u nekim zemljama eksplicitno favorizuju određene institucionalne investitore.

Rastuća institucionalizacija ima značajan uticaj na strukturu i funkcionisanje finansijskog tržišta. Međutim, potrebno je napomenuti da bez postojanja finansijskog tržišta, razvijenosti finansijskih instrumenata i slobode kretanja kapitala nema institucionalnih investitora niti pozitivnih efekata na ekonomiju koji se javljaju sa njihovim postojanjem. Karakterističan primer je Rusija gde nedostatak institucionalnih investitora predstavlja fundamentalni problem tržišta kapitala.¹⁶ S druge strane, imajući u vidu povezanost institucionalnih investitora i finansijskog tržišta, institucionalni investitori svojim delovanjem doprinose razvoju finansijskog tržišta. Naime, brojne su koristi za finansijsko tržište koje sa sobom nose institucionalni investitori. Zemlje sa razvijenim institucionalnim sektorom imaju razvijena tržišta hartija od vrednosti, veća je ponuda dugoročnog kapitala, razvijeniji su oblici trgovanja na finansijskom

¹⁵ Blommestein, H.J. and Funke, N.: *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OECD, Paris, 1998, str. 15

¹⁶ Financial Times, *Special Report: Investing in Russia*, The Financial Times Limited, Number One Southwark, Bridge, London, England, October 11, 2005, str. 4

Slika 1: Povezanost poslovanja osiguravača i reosiguravača sa brojnim subjektima



Napomena: R, P i N skraćenica odnosi se na tokove rizika, premija i naknada šteta
 Izvor: Njegomir, V.: *Osiguranje*, Ortomedics book, Novi Sad, 2011.

tržištu, dolazi do slobodnijeg kretanja i veće raspoloživosti kapitala ali se nameće i potreba za snažnijom regulacijom delatnosti institucionalnih investitora upravo zbog njihovog rastućeg uticaja na finansijska tržišta a time i na sektor realne ekonomije, korporativnog finansiranja i sigurnosti prihoda.

Ekonomski sistemi koji omogućavaju veću, jeftiniju i kvalitetniju proizvodnju materijalnih dobara i usluga oslanjaju se na slobodno tržište i privatnu svojinu kao dve neodvojive pretpostavke efikasnog funkcionisanja. Uloga osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora i unapređenje efikasnosti investicija osiguravajućih društava u privatnom vlasništvu nasuprot investicijama državnog vlasništva često se navodi kao ključni razlog egzistiranja privatnog vlasništva nad osiguravajućim sektorom.

Osnovni posao osiguravajućih društava jeste obezbeđenje posredne ekonomske zaštite, odnosno obezbeđenje pojedinaca, privrednih subjekata i čitave ekonomije od rušilačkog dejstva prirodnih sila i čovekovog delovanja. Međutim, osiguravajuća društva pored prihvata rizika od osiguranika i njihovog obeštećenja u slučaju nastanka osiguranog slučaja obavljaju i druge poslovne aktivnosti kao što su transfer rizika u reosiguranje, plasman sredstava na tržištu kapitala, saradnja sa državnim institucijama i ostalim učesnicima u poslovima osiguranja i reosiguranja kao što je prikazano slikom 1.

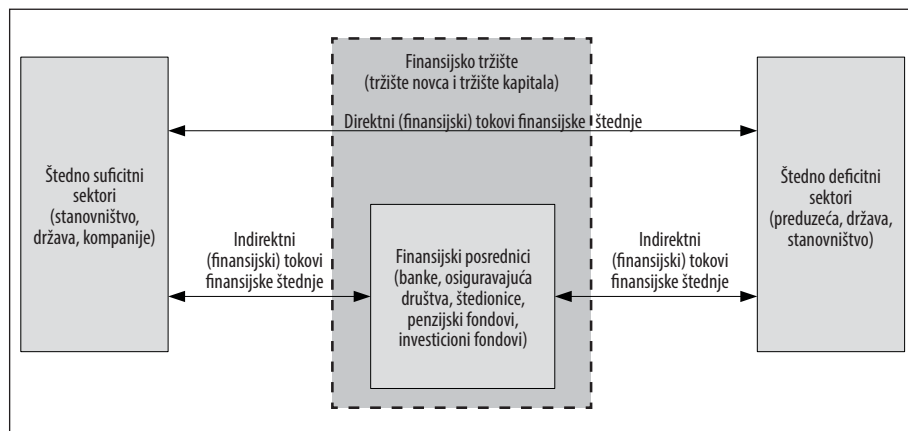
Da bi se mogla razumeti pozicija i značaj osiguravajućih i reosiguravajućih društava potrebno je pre svega determinisati investiciono okruženje, odnosno osnovne postavke strukture finansijskog sistema, čiji deo čine i osiguravajuća

i reosiguravajuća društva. Finansijska i sfera realne ekonomije međusobno su izuzetno povezane te od nivoa razvijenosti i uspešnosti jedne zavisi ona druga. U krajnjem ishodištu, osnovni je zadatak finansijskog sistema da obezbedi podršku sferi realne ekonomije efikasnom alokacijom kapitala. Odlučujuću ulogu u efikasnoj alokaciji kapitala na svim nivoima ima izgradnja sofisticiranog, otvorenog i na tržišnim principima zasnovanog finansijskog sistema zemlje. Moderan finansijski sistem omogućava racionalno i efikasno korišćenje resursa i podstiče sektore sa viškovima finansijske štednje (finansijski sektor i stanovništvo) da plasiraju svoj novac, slobodan kapital u sektore sa manjkom finansijske štednje kako bi se se premostila sektorska asimetrija finansijske štednje i stvaralo bogatstvo.

Za razumevanje strukture i funkcionisanja finansijskog mehanizma potrebno je razumevanje sektorskog rasporeda novčane akumulacije i finansijske štednje. Novčana akumulacija sa makro stanovišta predstavlja razliku između realizovanih novčanih prihoda i izdataka za potrošnju dok sa mikro stanovišta predstavlja razliku između primitaka za robu i usluge i izdataka za rashode poslovanja, poreze i sl. Finansijska štednja predstavlja razliku između novčane akumulacije i izdataka za investicije u osnovna i obrtna sredstva te u zavisnosti od ovih odnosa može se govoriti o višku odnosno manju finansijske štednje. Ako se ukupna ekonomija posmatra sa stanovišta podele na finansijski i nefinansijski sektor, treba imati u vidu da su sklonosti ka investiranju različite. Asimetrija koja se javlja između pojedinih sektora sa manjkom, odnosno viškom finansijske štednje prevazilazi se direktnim finansijskim odnosima ili posrednim finansijskim odnosima putem finansijskog tržišta kako je to praksa razvijenih zemalja tržišne privrede. Odlučujuću ulogu u efikasnoj alokaciji kapitala na svim nivoima ima izgradnja sofisticiranog, otvorenog i na tržišnim principima zasnovanog finansijskog sistema zemlje. Moderan finansijski sistem omogućava racionalno i efikasno korišćenje resursa i podstiče sektore sa viškovima finansijske štednje (finansijski sektor i stanovništvo) da plasiraju svoj novac kako bi se stvaralo bogatstvo. Svrha je da se mobiliše štednje miliona ljudi i posredstvom tržišnog mehanizma plasira u unapređenje privrednih aktivnosti a time omogući ubrzani ekonomski rast. Ovaj transfer štednje od štedno pozitivnih ka štedno deficitnim subjektima i pozicija osiguravajućih društava u finansijskom sistemu prikazan je slikom 2.

Prikaz jasno pokazuje elemente finansijskog sistema: 1) finansijsko tržište, 2) finansijski instrumenti, 3) finansijski tokovi i 4) finansijske institucije. Finansijsko tržište je izvedeno iz tržišta proizvoda i faktora proizvodnje i zbog toga osetljivo na kolebanja na ovim (robnim) tržištima. Za uspešno poslovanje na finansijskom tržištu potrebno je poznavati makroekonomske i mikroekonomske indikatore. S druge strane finansijsko tržište vrši povratan uticaj na tržište proizvoda i faktora proizvodnje. Dakle, na finansijskom tržištu nude se i traže finansijski supstituti roba i usluga. Finansijsko tržište pomaže toku

Slika 2: Struktura finansijskog sistema i pozicija osiguravajućih društava



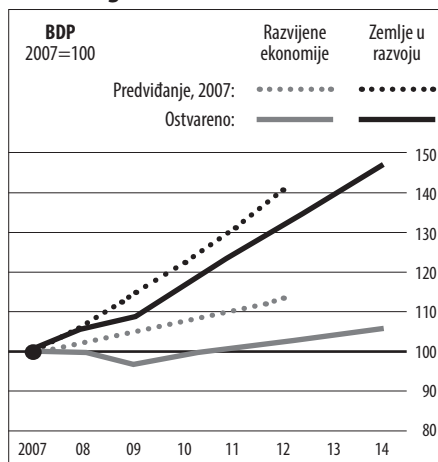
Izvor: autorova modifikacija na osnovu Lloyd B. T.:
Money, Banking and Financial Markets, McGraw-Hill, Boston, 1997, p. 45

kapitala od sektora sa viškovima finansijske štednje ka sektorima sa manjkom finansijske štednje čime ono omogućava alokaciju štednje u cilju njene najefikasnije upotrebe. Ovaj proces kreira finansijske instrumente (kao što su akcije, obveznice, finansijski derivati i sl.), odnosno potraživanje vlasnika viškova i obavezu proizvodnog subjekta. Sektori sa viškovima finansijske štednje postaju nosioci funkcije finansijskog ulaganja a sektori sa manjkovima finansijske štednje postaju nosioci funkcije realnog ulaganja.

Finansijski tokovi, kojima se transferiše finansijska štednja od štedno suficitnih ka štedno deficitnim ekonomskim subjektima, mogu se podeliti na: direktne finansijske tokove i indirektno finansijske tokove. U slučaju direktnih finansijskih tokova, finansijska sredstva se putem finansijskog tržišta kreću direktno od poverilaca ka potražiocima odnosno dužnicima, dakle ne postoje finansijski posrednici. Indirektni finansijski tokovi javljaju se kao rezultat posredovanja finansijskih institucija koje obavljaju funkciju usmeravanja finansijske štednje od sektora stanovništva ka sektoru privrede.

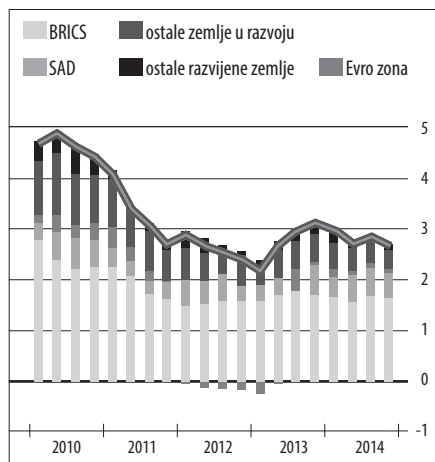
Finansijski posrednici na finansijskom tržištu obavljaju pretvaranje uloga, odnosno aktive investitora u svoju pasivu, odnosno izvor sredstava za investicije. Dakle, finansijske institucije prikupljaju finansijska sredstva u beskrajno malim iznosima a zatim akumulirana sredstva plasiraju na finansijskom tržištu. Finansijske institucije mogu se podeliti u depozitne (univerzalne, komercijalne i investicione banke, štedno-kreditna udruženja, i kreditne sindikate) i nedepozitne (osiguravajuća društva (životnog i neživotnog osiguranja), penzijske fondove (privatne, korporativne i državne), investicione fondove (otvorene i zatvorene) i ostale forme institucionalnih investitora - fondacije, zadužbine, privatna investiciona partnerstva i dr. Finansijsko tržište pokazuje dugoročni trend strukturnih promena, u pravcu većeg učešća

Slika 3: Rast BDP-a u razvijenim i zemljama u razvoju u periodu od 2007. do 2014. godine



Izvor: The Economist

Slika 4: Kretanje svetskog BDP-a i doprinos pojedinih zemalja



Izvor: The Economist

tzv. netradicionalnih finansijskih posrednika u distribuciji finansijske imovine u odnosu na tradicionalne finansijske posrednike - banke. Osiguravajuća društva kao ključan element finansijskog sistema svojim poslovanjem, osnovnom ulogom zaštite rizika ali i posebno finansijskim posredovanjem, utiču na finansijski razvoj a s obzirom da finansijska sfera predstavlja naličje ekonomskih odnosa u realnoj ekonomiji, osiguravajuća društva indirektno utiču na ukupni privredni razvoj.

Pored navedenog, investiciono okruženje određeno je kretanjima u makroekonomskom okruženju. Naime, dešavanja u domenu nacionalnih i globalne ekonomije direktno se odražavaju na potencijal osiguravajućih društava za ostvarenjem pozitivnih prinosa po osnovu investiranja sredstava rezervi osiguranja. Na navedeni zaključak upućuje nas i ostvarenje svetske finansijske krize koja je značajno uticala na rezultate ali i mogućnosti profitabilnog investiranja sredstava rezervi osiguravajućih društava u svetu.

Jedan od najznačajnijih pokazatelja jeste kretanje bruto domaćeg proizvoda. Ostvarenje svetske finansijske krize ostavilo je svoje posledice na ukupan razvoj razvijenih i zemalja u razvoju. Eksplicitno ove uticaje prikazuje slika 3, gde se vidi rast bruto domaćeg proizvoda razvijenih i zemalja u razvoju. Uprkos činjenici da je rast evidentan, on nije ostvaren kako je projektovan niti je na adekvatan način omogućio podršku rastu bruto domaćeg proizvoda na globalnom nivou što prikazuje slika 4.

Slika 4 prikazuje nedovoljan oporavak svetske ekonomije s obzirom da je bruto domaći proizvod na globalnom nivou niži od nivoa u 2010 godini. To se direktno odražava i na investicione mogućnosti osiguravajućih društava koje će najverovatnije biti umanjene u narednom periodu.

Velik značaj na investiciono okruženje osiguravajućih društava imaju centralne banke, odnosno odluke centralnih banaka o visini referentne kamatne stope koja utiče na kamatne stope na obveznice ali i na kretanja investicionih priosa generalno. Empirijski podaci ukazuju da su referentne kamatne stope najniže u istoriji, odnosno još od 1965. godine u SAD kao i da su najniže u Evropskoj uniji od 2010. godine. Izvesno je da, gledano na kraći rok, neće doći do promena u visini kamatnih stopa, imajući u vidu i podatke o kretanju globalne ekonomije. Kamatna stopa na međubankarske pozajmice na evropskom tržištu, odnosno EURIBOR je takođe na rekordno niskom nivou, a u aprilu 2015. godine postao je i negativan. Dakle, trenutno je na pozajmice sredstava između banaka nezabeležena situacija da je kamata zapravo negativna. Takođe, u SAD je prinos na desetogodišnje državne obveznice na rekordno niskom nivou još od 1965 godine. Dok je referentna stopa Federalnih rezervi na nivou oko nule, prinosi na desetogodišnje državne obveznice su u martu iznosili oko 2%. Međutim, uprkos rekordno niskom nivou prinosa na državne obveznice u SAD, one su u poređenju sa evropskim značajno lukrativnije. Naime, prinosi na desetogodišnje državne obveznice u Nemačkoj iznosili su svega 0,2% dok su italijanske obveznice iste ročnosti „davale” prinos od svega 1,35%.

Osim kretanja kamatnih stopa koje dezavuiše prinose ali i nade osiguravajućih društava da će prinosi na investicije u kratkom roku moći da se poprave, situaciju otežava situacija sa krizom javnog duga Grčke, sve češćim polemikama oko grčkog napuštanja evrozona i EU ali i britanskog napuštanja EU, deflacije kao i sniženih prinosa na kapital vodećih banaka u svetu. Pitanje je kakve bi posledice izazvalo napuštanje Grčke iz evrozona ali pretpostavljamo da destabilizujući efekat, bar kratkoročno posmatrano, ne bi izostao. Takođe, sniženi prinosi na kapital vodećih banaka u svetu indikator su nepovoljnih kretanja na finansijskim tržištima ali istovremeno predstavljaju i potencijalnu opasnost za stabilnost finansijskih tržišta u narednom periodu. Na osiguravajućim društvima kao institucionalnim investitorima ostaje da se pridržavaju svojih obazrivih politika investiranja, adekvatne primene upravljanja rizicima i praćenja trendova u globalnoj ekonomiji kako bi pravovremeno bila pripremljena na moguće šokove.

4. FORMIRANJE I UPRAVLJANJE REZERVAMA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA

Osiguranje po svojoj suštini može postojati samo ako postoji zajednica rizika pri čemu je verovatnoća ostvarenja rizika nepoznata ili je ostvarenje izvesno ali je vreme ostvarenja rizika nepoznato (kao što je slučaj sa osiguranjem života). Samo pod tim uslovima moguće je primeniti Zakon velikih brojeva čija primena je u srži tehničke odnosno matematičko-statističke osnove na kojoj se bazira moderno osiguranje. Osnovni elementi tehničke organizacije osiguranja su formiranje zajednice rizika, primena zakona matematike i statistike i

povezivanje zajednica rizika radi izravnjanja rizika.¹⁷ Pri tome tehnička osnova osiguranja ima tri zadatka a to je određivanje ukupnog iznosa sredstava koja su godišnje potrebna za formiranje osiguravajućeg fonda, izračunavanje veličine premije i izračunavanje premijskih rezervi kod osiguranja života jer se tu osim riziko elementa javlja i tzv. štedni deo premije. Pri tome se uvek imaju u vidu homegeni rizici čiji je broj potrebno da bude što veći. Međutim, iako su matematičko-statističke metode koje se primenjuju u osiguranju veoma pouzdane, zbog činjenice da se tehnička osnova osiguranja zasniva na primeni izračunatih srednjih vrednosti koje se baziraju na podacima iz prošlosti, u stvarnosti su moguća odstupanja od prognoziranih srednjih vrednosti ostvarenja rizika. Naime u realnosti je teško grupisati slične rizike u jedan portfelj rizika, jednakih po vrsti i iznosima osiguranja, u dovoljnom broju da bi se na adekvatan način mogao primeniti Zakon velikih brojeva. Jedan od karakterističnih primera jesu fluktuacije u portfelju rizika koje se javljaju u slučaju postojanja visoke međuzavisnosti rizika a koja se ispoljava kod katastrofalnih događaja.¹⁸ Na očekivano ostvarenje rizika utiču osim karakteristika samog rizika i ekonomski ambijent (na primer inflacija), socijalna klima, uticaji okruženja i dr. Za neutralizaciju odstupanja od srednjih vrednosti tehnika osiguranja koristi kompenzacije tih odstupanja. Moguće je govoriti o kompenzaciji u prostoru i kompenzaciji u vremenu.¹⁹

Dakle, imajući u vidu da su moguća odstupanja od izračunatih srednjih vrednosti, osiguravajuća društva za neutralizaciju tih odstupanja koriste: 1. kompenzaciju odstupanja u prostoru, što se ostvaruje kroz povećavanje broja osiguranika u istoj grani osiguranja, diverzifikacijom na različite grane osiguranja, geografskom diverzifikacijom ili prenosom rizika u saosiguranje i/ili reosiguranje (u zemlji i inostranstvu) kao i putem alternativnih prenosa rizika i 2. kompenzaciju odstupanja u vremenu tako što se od viška naplaćenih premija u poređenju sa isplaćenim iznosima po osnovu naknade iz osiguranja, u pojedinim godinama, formiraju rezerve za pokrivanje negativnih odstupanja većih šteta od manjih uplata.

Kompenzacija odstupanja, odnosno nastalih šteta, u vremenu prikazuje teorijski grafikon 3.

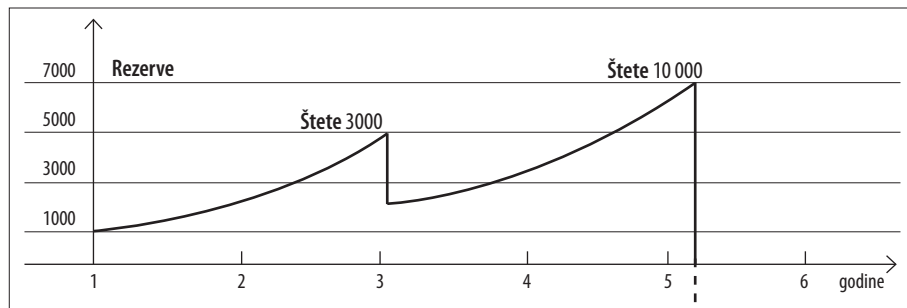
Dakle u godinama koje karakteriše povoljno kretanje šteta, kada su ostvarenja rizika u saglasnosti sa projektovanim i manja, osiguravajuća društva su u mogućnosti da akumuliraju novčana sredstva u formi rezervi kako bi pokrila bilo koje manjkove koji mogu nastati usled odstupanja od srednjih vrednosti u godinama koje slede. Kao što se na grafikonu vidi, ako su štete iznosile hipotetičkih 3000 novčanih jedinica zahvaljujući iznosu rezervi od 5000 novčanih jedinica one će u potpunosti biti pokrivena uprkos manjim uplatama premija

¹⁷ Kočović, J. i Šulejić, P.: *Osiguranje*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2002, str. 62

¹⁸ *Catastrophic Risks And Insurance: Policy Issues in Insurance No.8*, OECD, Paris, 2005, str. 193

¹⁹ Marović, B. i Avdalović, V.: *Osiguranje i upravljanje rizikom*, Subotica, Birografika a.d., 2004, str. 21-22

Grafikon 3: Kompenzacija odstupanja u vremenu



Izvor: Reinsurance matters: A manual of the non-life branches, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 2005, str. 17

u toj godini. Problem, međutim, nastaje kada su štete veće od akumuliranih rezervi kao što pokazuje primer gde rezerve od 7000 novčanih jedinica nisu bile dovoljne da kompenziraju nastale štete u iznosu od 10000 novčanih jedinica. Zbog toga osiguravajuća društva moraju da adekvatno upravljaju svojim rezervama, da ih adekvatno formiraju i namenski i profitabilno plasiraju, ali i da uz njih koriste i druge oblike kompenzacija.

Da bi se razumeo proces formiranja i bilansiranja rezervi potrebno je ukazati na način raspodele premije osiguranja. Premija predstavlja cenu osiguranja i osnovnu obavezu osiguranika a njena visina zavisi od rizika, visine osigurane sume (veća osigurana suma – veća premija), dužine trajanja osiguranja (duže trajanje osiguranja – veća premija) ali i kamatne stope na investicije osiguravajućeg društva (veći prinosi od investicija – niža premija). Ona može biti uslovljena i regulatornim zahtevima u pogledu veličine rezervi, kada se povećaju zahtevi u pogledu veličine rezervi mora se povećati i premija osiguranja.²⁰ Bruto premija osiguranja deli se na funkcionalnu premiju i režijski dodatak. Režijski dodatak služi za pokriće troškova sprovođenja osiguranja. Funkcionalna premija mora biti adekvatno obračunata jer se putem nje obezbeđuju sredstva osiguravajućem društvu da u svakom momentu isplati svoje obaveze prema osiguranicima ne ugrožavajući sopstvenu likvidnost. Iz ovog dela bruto premije se izdvaja za troškove preventive i za tzv. tehničku premiju iz koje se formiraju rezerve.

Osim formiranja dela rezervi iz naplaćene premije, ukoliko osiguravajuće društvo pozitivno posluje odnosno ostvari dobit tada se jedan deo sredstava iz ostvarenog profita usmerava u povećanje rezervi. Međutim, ukoliko osiguravajuće društvo posluje negativno, ostvari gubitak, tada će se to negativno odraziti na rezerve. Iz premije se formiraju tehničke rezerve a iz ostvarene dobiti, uključujući tu i prihode od investicionih plasmana, se formira tzv.

²⁰ Marcinko, D.E.: *Insurance & Risk Management Strategies For Physicians and Advisors: A Strategic Approach*, Jones and Bartlett Publishers, Sudbury, MA, 2005, str. 22

slobodne rezerve koje predstavljaju višak imovine nad tehničkim rezervama osiguravajućeg društva i obezbeđuju veću sigurnost osiguranicima a osiguravajućim društvima omogućavaju lakše usaglašavanje sa regulatornim kapitalnim zahtevima.²¹ Ove rezerve su ošte namene a koriste se, na primer, za pokriće nerešenih šteta ili šteta po neisteklim rizicima prenetim u sledeću poslovnu godinu.

Rezerve predstavljaju posebna novčana sredstva osiguravajućih društava koja su ustanovljena zbog posebnosti zadataka i načina rada delatnosti osiguranja. U obavljanju poslova osiguranja javlja se specifičnost da se premije plaćaju unapred ali period osiguravajuće zaštite se proteže u budućnost, te iz tog razloga osiguravajuća društva moraju imati određene rezerve kako bi se obezbedilo da premije unapred sakupljene budu na raspolaganju za isplatu budućih šteta. Konzervativno gledište na rezerve u pogledu njihove visine jeste da one treba da odgovaraju sadašnjoj vrednosti obaveza prema osiguranicima. Međutim, obazriv osiguravač, će visinu rezervi uvek odrediti na nivou koji je veći od sadašnje vrednosti obaveza kako bi osigurao sopstvenu sigurnost poslovanja odnosno solventnost.²² To suštinski znači držanje određenog iznosa garantne rezerve radi obezbeđenja sigurnosti poslovanja. Međutim, na držanje određenog iznosa garantne rezerve osiguravače primoravaju i zakoni. Visina rezervi, način njihovog formiranja i način njihovog korišćenja tj. investiranja regulisani su zakonski. Veličina potrebnih rezervi kod osiguravajućih društava zavisi od težine rizika koji se moraju izravnati u vremenu. Na oblike i visinu rezervi takođe utiču vrste osiguranja s kojima se osiguravajuće društvo bavi kao i stepen razvijenosti tržišta osiguranja.

Naime, zbog vremenske distance između naplate premija i isplate šteta, osiguravajuća društva moraju u bilansu stanja izdvojiti sredstva rezervi u pasivi radi neutralizacije budućih obaveza, a upravljanje rezervama je sastavni deo integralnog upravljanja imovinom i obavezama osiguravajućih društava (ALM). Za bilans stanja osiguravajućih društava upravo je karakteristično značajno učešće obaveza prema osiguranicima u vidu rezervi u pasivi. Dve značajne pozicije pasive su nezarađena premija i neisplaćeni odštetni zahtevi.²³ Reč je o rezervama prenosnih premija i rezervisanim štetama. Konzervativno gledište na rezerve u pogledu njihove visine jeste da one treba da odgovaraju sadašnjoj vrednosti obaveza prema osiguranicima. Međutim, obazriv osiguravač, će visinu rezervi uvek odrediti na nivou koji je veći od sadašnje vrednosti obaveza kako bi osigurao sopstvenu sigurnost poslovanja odnosno solventnost.²⁴ To

²¹ Booth, P., Chadburn, R., Cooper, D., Haberman, S., James, D.: *Modern Actuarial Theory and Practice*, Chapman & Hall/CRC, Boca Raton, FL, US, 1999, str. 298

²² Babbel, D.F. and Fabozzi, F.J.: *Investment Management For Insurers*, Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, PA, 1999, str. 56-57

²³ Lukić, R.: *Računovodstvo osiguravajućih kompanija*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2003, str. 58

²⁴ Babbel, D.F. and Fabozzi, F.J.: *Investment Management For Insurers*, Frank J. Fabozzi Associates, New

suštinski znači držanje određenog iznosa garantne rezerve radi obezbeđenja sigurnosti poslovanja. Međutim, na držanje određenog iznosa garantne rezerve osiguravače primoravaju i zakoni.

Visina rezervi, način njihovog formiranja i način njihovogovog korišćenja tj. investiranja regulisani su zakonski. Veličina potrebnih rezervi kod osiguravajućih društava zavisi od težine rizika koji se moraju izravnati, odnosno raspodeliti u prostoru i naročito vremenu. Na oblike i visinu rezervi takođe utiču vrste osiguranja s kojima se osiguravajuće društvo bavi kao i stepen razvijenosti tržišta osiguranja.

Prema Zakonu o osiguranju u Srbiji usvojenom 2014. godine, rezerve osiguranja dele se na tehničke i garantnu rezervu. Tehničke rezerve čine:

1. rezerve za prenosne premije;
2. rezerve za neistekle rizike;
3. rezerve za bonuse i popuste;
4. rezervisane štete;
5. matematičku rezervu;
6. rezervu za osiguranja kod kojih su osiguranici prihvatili da učestvuju u investicionom riziku;
7. rezerve za izravljanje rizika.

Tehničke rezerve se iskazuju po vrstama osiguranja, odvojeno za životna i odvojeno za neživotna osiguranja. Društvo za osiguranje tehničke rezerve obračunava oprezno, pouzdano i objektivno, korišćenjem načela aktuarske struke, pravila struke osiguranja i odgovarajućih podataka o karakteristikama portfelja osiguranja i rizicima koji se preuzimaju. Pri obračunu tehničkih rezervi društvo za osiguranje uzima u obzir prava koja osiguranik ili korisnik osiguranja može imati po osnovu ugovora o osiguranju, a naročito naknade u vezi sa zaključenim ugovorima o osiguranju i njihovo očekivano povećanje. Društvo za osiguranje je dužno da proverava da li su tehničke rezerve dovoljne, odnosno adekvatne za pokriće svih obaveza iz ugovora o osiguranju i da, na zahtev Narodne banke Srbije, dostavi rezultate te provere, kao i dokumente i informacije korišćene za obračun adekvatnosti tehničkih rezervi.

Rezerve za prenosne premije obrazuju se izdvajanjem iz ukupne premije osiguranja na kraju tekućeg perioda, odvojeno za svaki ugovor o osiguranju, srazmerno vremenu trajanja osiguranja. Rezerve za prenosne premije su deo premije koji se koristi za pokriće obaveza iz osiguranja koje nastaju u narednom periodu. Rezerva prenosnih premija predstavlja zbir delova premija osiguranja koje ugovarači osiguranja plaćaju unapred za ugovoreno razdoblje trajanja osiguranja a koji se prenosi u sledeći obračunski period. Radi se o sredstvima koja služe za pokriće neisteklih rizika koji se mogu ostvariti u

narednom obračunskom periodu. Sem toga ova sredstva se mogu iskoristiti za isplatu dela neiskorišćene premije osiguranicima ukoliko osiguravajuće društvo ode u stečaj.

Rezerva prenosnih premija se iskazuje na posebnom računu na strani pasive bilansa stanja. Ona se izračunava po metodi pojedinačnog izračunavanja za svaki ugovor o osiguranju s tačnim vremenskim razgraničenjem (31. decembra, 31. marta, 30. juna i 30. septembra kao i na dan prenosa portfelja). Kod ugovora o osiguranju kod kojih se visina osiguravajućeg pokrića ne menja u toku trajanja osiguranja, obračun prenosne premije se vrši prema sledećem obrascu:²⁵

$$PP = \frac{P \times d}{D}$$

pri čemu je:

PP = prenosna premija pojedinačnog osiguranja
P = ukupna premija pojedinačnog osiguranja,
d = broj dana trajanja osiguranja posle isteka obračunskog perioda,
D = ukupan broj dana trajanja pojedinačnog osiguranja.

Kod ugovora o osiguranju kod kojih se visina osiguravajućeg pokrića menja u toku trajanja osiguranja primenjuje se isti metod kao i kod onih kod kojih se visina osiguravajućeg pokrića ne menja u toku trajanja osiguranja uz promenu visine pokrića u toku trajanja osiguranja. Kod ugovora o osiguranju kod kojih se može pretpostaviti da se visina osiguravajućeg pokrića linearno menja u toku trajanja osiguranja (kod onih ugovora kod kojih se visina osiguravajućeg pokrića menja ali ne linearno može se primeniti drugačiji obrazac uz obrazloženje ovlašćenog aktuara i saglasnost Narodne banke Srbije) obračunavanje prenosne premije vrši se prema sledećem obrascu²⁶:

$$PP = P \times \frac{d}{D^2} \times \frac{2O_k \times D - d \times (O_k - O_p)}{O_k + O_p}$$

pri čemu je:

PP = prenosna premija pojedinačnog osiguranja,
P = ukupna premija pojedinačnog osiguranja,
d = broj dana trajanja osiguranja posle isteka obračunskog perioda,
D = ukupan broj dana trajanja pojedinačnog osiguranja,
O_p = visina osiguravajućeg pokrića (rizika) na početku trajanja osiguranja,
O_k = visina osiguravajućeg pokrića (rizika) na kraju trajanja osiguranja.

²⁵ Odluka o bližim kriterijumima i načinu izračunavanja prenosnih premija, "Sl. glasnik RS", br. 19/05

²⁶ Isto.

Za životna osiguranja za koja se obračunava matematička rezerva, prenosna premija je sastavni deo matematičke rezerve. Prenosna premija u samopridržaju društva za osiguranje obračunava se tako što se zbir prenosne premije osiguranja sopstvenog portfelja i prenosne premije primeljenih saosiguranja umanji za zbir prenosne premije prenete u saosiguranje i reosiguranje. Za reosiguravajuća društva prenosna premija u samopridržaju izračunava se kao razlika prenosne premije po aktivnom poslu reosiguranja i prenosne premije po pasivnom poslu reosiguranja.

Rezerve za neistekle rizike obrazuju se u iznosu iznad rezervi za prenosne premije za pokriće obaveza iz osiguranja koje nastaju u narednom periodu a po ugovorima o osiguranju iz tekućeg perioda. Rezerve za neistekle rizike obračunavaju se za pokriće očekivanog iznosa šteta i troškova u narednom periodu ako taj očekivani iznos prelazi iznos rezervi za prenosne premije i potraživanja za premiju po ugovorima o osiguranju.

Rezerve za bonuse i popuste obrazuju se u iznosu na čiju isplatu osiguranici imaju pravo na osnovu:

1. učestvovanja u dobiti, odnosno drugih prava na osnovu ugovora o osiguranju, osim ako se za ta osiguranja obrazuje matematička rezerva;
2. buduće delimično snižene premije;
3. povrata dela premije za nepotrošeno vreme trajanja osiguranja zbog prevremenog prestanka osiguranja.

Rezervisane štete su vrsta tehničkih rezervi koji predstavlja zbir procenjenih iznosa nastalih prijavljenih a nerešenih šteta do kraja tekućeg obračunskog perioda i nastalih neprijavljenih šteta do kraja tekućeg obračunskog perioda. Rezervisane štete se obračunavaju po vrstama osiguranja a na osnovu obaveza iz ugovora o osiguranju i o reosiguranju, normativa za pružanje usluga u postupku utvrđivanja štete, vrednosti materijala i usluga, nalaza i mišljenja veštaka, procenitelja, aktuara i drugih stručnjaka kao i na osnovu podataka o troškovima u vezi sa rešavanjem i isplatom štete. Pri utvrđivanju visine štete uzimaju se u obzir obaveze društva utvrđene zakonom kao i sudska praksa.

Rezervisane štete obračunavaju se poslednjeg dana tekućeg obračunskog perioda i to 31 decembra tekuće godine (godišnji obračun), 31. marta, 30. juna i 30. Septembra (obračun u toku godine) i na dan prenosa portfelja osiguranja. Rezervisane nastale prijavljene a nerešene štete do kraja tekućeg obračunskog perioda obračunavaju se na osnovu pojedinačne procene svake štete. Za ovu vrstu štete ako nisu pribavljena sva potrebna dokumenta rezerviše se po svakoj šteti iznos najmanje u visini prosečnog iznosa šteta rešenih u tekućoj godini za vrstu osiguranja kojoj ta šteta pripada. Ako se štete za pojedine vrste osiguranja isplaćuju u obliku rente, rezervisane štete utvrđuju se u kapitalizovanom iznosu svih budućih obaveza.

Za nastale štete koje do kraja tekućeg obračunskog perioda nisu prijavljene društvo, osim u slučaju životnih osiguranja, vrši obračun rezervacije na osnovu podataka o rešenim i rezervisanim (nastalim prijavljenim a nerešenim) štetama, ne uključujući rentne štete, na osnovu sledećeg obrasca²⁷:

$$R_t^{IBNR} = a_t \times (S_t + R_t)$$

pri čemu je:

- R_t^{IBNR} = iznos nastalih neprijavljenih šteta u vrsti osiguranja,
 a_t = koeficijent za obračun nastalih neprijavljenih šteta u vrsti osiguranja,
 S_t = iznos rešenih šteta (osim rentnih šteta) u samopridržaju u vrsti osiguranja u tekućoj godini,
 R_t = iznos rezervisanih šteta (osim rentnih šteta) u samopridržaju za nastale prijavljene a nerešene štete u vrsti osiguranja na dan obračuna.

Koeficijent a_t se na dan 31. decembra izračunava kao aritmetička sredina koeficijenata k_i (za tekuću godinu $i = t$, za dve godine koje prethode tekućoj godini $i = t-1$ i $i = t-2$). Ukoliko društvo posluje samo jednu godinu onda se koristi koeficijent $a_t = 0.1$. Koeficijent k_i za svaku od poslednje tri, odnosno dve godine dobija se kao količnik zbira iznosa šteta rešenih u toku godine i rezervisanih (nastalih prijavljenih a nerešenih) šteta na dan 31. decembra, koje su nastale u prethodnom periodu a prvi put prijavljene u godini za koju se utvrđuje ovaj koeficijent, i zbira iznosa šteta rešenih u toku godine i rezervisanih (nastalih prijavljenih a nerešenih) šteta na dan 31. decembra u godini za koju se utvrđuje taj koeficijent. Kada je koeficijent a_t manji od 0.1 tada se koristi koeficijent $\hat{a}_t = 0.1$.

Za obračun ukupno rezervisanih šteta po vrstama osiguranja, ukupni iznosi rezervisanih nastalih prijavljenih a nerešenih šteta i nastalih neprijavljenih šteta koriguju se koeficijentom rezervacije troškova u vezi sa rešavanjem i isplatom štete a koji se utvrđuje na dan 31. decembar tekuće godine po vrstama osiguranja na osnovu sledećeg obrasca:

$$r_t = 1 + \frac{T_t}{S_{Ut}}$$

pri čemu je:

- r_t = koeficijent rezervacije troškova u vezi sa rešavanjem i isplatom štete,
 T_t = troškovi nastali u vezi sa rešavanjem i isplatom štete u tekućoj godini,
 S_{Ut} = ukupan iznos rešenih šteta, odnosno naknade osiguranja u tekućoj godini (uključujući i rentne štete).

²⁷ Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervisanih šteta, "Sl. glasnik RS", br. 86/07

Rezervisane štete u samopridržaju društva koje obavlja poslove osiguranja izračunavaju se tako što se zbir rezervisanih šteta sopstvenog portfelja osiguranja i rezervisanih šteta primljenih saosiguranja umanju za zbir rezervisanih šteta prenetih u saosiguranje i reosiguranje. Rezervisane štete u samopridržaju društva koje obavlja poslove reosiguranja izračunavaju se kao razlika rezervisanih šteta po aktivnom poslu reosiguranja i rezervisanih šteta po pasivnom poslu reosiguranja.

Društvo za osiguranje matematičku rezervu obrazuje i obračunava za izmirivanje budućih obaveza po osnovu dugoročnih ugovora o životnom osiguranju, i to posebno:

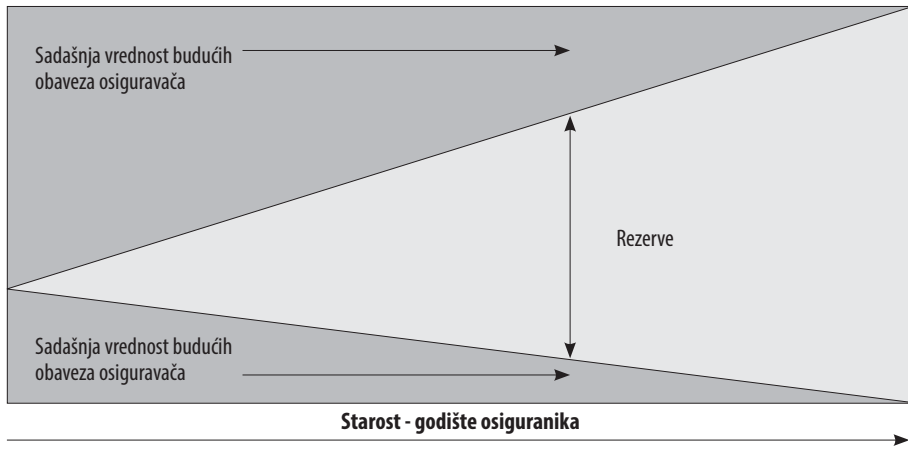
- za osiguranje života,
- za rentno osiguranje,
- dopunsko zdravstveno osiguranje uz osiguranje života,
- za dobrovoljno penzijsko osiguranje,
- za druge vrste životnih osiguranja.

Karakteristika osiguranje života jeste postojanje tzv. štednog dela premije pored uobičajene riziko premije čija je osnovna svrha pokriće rizika. Štedni deo premije služi za nadoknadu budućih šteta u godinama koje slede tekuću a matematička premija se kapitališe i obrazuje matematičku rezervu. Matematička rezerva predstavlja osnov postojanja osiguranja života sa plaćanjima jednakog iznosa premije tokom čitavog perioda trajanja osiguranja, jer se investiranjem sredstava matematičke rezerve nadoknađuje nedostatak premije u kasnijim godinama uzrokovan povećanjem rizika usled povećanja starosti osiguranika. Da ova mogućnost ne postoji tada bi bilo jedino moguće osiguranje života sa plaćanjem različitih premija tokom trajanja osiguranja, a imajući u vidu činjenicu da kako se povećava starost osiguranika raste i rizik osiguranje života, zbog visokih premija, osiguranje života ne bi bilo dostupno.

Matematička rezerva predstavlja najvažniju stavku u pasivi odnosno najvažniju stavku obaveza osiguravajućeg društva životnog osiguranja. Ona se smatra stavkom pasive odnosno nalazi se na potražanoj strani bilansa stanja zato što predstavlja obavezu osiguravača da isplati korisnike osiguranja utvrđene u polisama u budućnosti. Matematička rezerva zajedno sa prenosnim premijama i rezervom za učešće u dobiti treba da omogući osiguravača da isplati osigurane sume po polisama u budućnosti ukoliko se ostvarenje rizika poklopi sa aktuarskim pretpostavkama koje su korišćene u izračunavanju ove rezerve. Matematička rezerva se često naziva i pravnom rezervom zato što zakoni o osiguranju specificiraju minimalnu bazu za njeno izračunavanje²⁸. Postoje dva razloga formiranja matematičke rezerve: prvo, to je formalno priznavanje obaveze osiguravača da isplati osigurane sume po isteku osiguranja, odnosno kada se ostvari osigurani slučaj i drugo, rezerve predstavljaju pravni test osiguravačeve solventnosti. Matematička rezerva se može definisati kao razlika između sadašnje vrednosti budućih koristi osiguranika i sadašnje

²⁸ Rejda, G.E.: isto., str. 622

Grafikon 4 : Prikaz kretanja matematičke rezerve tokom vremena



Izvor: Rejda, G.E.: *Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., 2005, str. 623

vrednosti budućih neto premija.²⁹ Neto premija svakog ugovora o osiguranju jednaka je sadašnjoj vrednosti budućih koristi osiguranika. Na početku trajanja osiguranja, neto premija pojedinačnog ugovora o osiguranju je takođe jednaka sadašnjoj vrednosti budućih neto premija. Sadašnja vrednost budućih koristi osiguranika će rasti vremenom, s obzirom da se verovatnoća smrti osiguranika povećava, dok će sadašnja vrednost budućih neto premija opadati, zato što ostaje manji broj premija da se plati. Razlika između ovih dvoje predstavlja matematičku rezervu a njeno kretanje tokom vremena ilustruje grafikon.

Matematička rezerva može se posmatrati kao ostvarena ili kao predviđena rezerva. Na prethodnom prikazu predstavljena je predviđena rezerva koja predstavlja buduću obavezu osiguravača kojom se pokriva razlika između predviđenih budućih davanja iz osiguranja i budućih premija. Naziv je dobila zato što se izračunava po postupku predviđanja. Ostvarena rezerva se dobija tako što se od premija osiguranja naplaćenih u prošlosti odbiju odštete i drugi izdaci koje je imao osiguravač. Rezerve takođe mogu biti klasifikovane s obzirom na vreme procenjivanja na krajnje (rezerve na kraju bilo koje godine polise), inicijalne (rezerve na početku bilo koje godine polise) i prosečne (predstavljaju prosek krajnjih i inicijalnih rezervi).

Ako osiguranici prihvate da učestvuju u riziku deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi, osiguravajuće društvo je dužno da, na dan utvrđivanja dobiti, uz matematičku rezervu obrazuje i rezervu za učešće u dobiti. Ova sredstva, sredstva matematičke rezerve i rezerve za učešće u dobiti, moraju biti dovoljna da u svakom momentu obezbede ispunjavanje svih obaveza iz ugovora o osiguranju. Matematička rezerva i rezerva za učešće u dobiti obračunavaju se posebno za svaki ugovor o osiguranju – poslednjeg dana tekućeg obračunskog perioda (31. decembra, 31. marta, 30. juna i 30. septembra kao i na dan prenosa portfelja osiguranja). Matematička rezerva se po pravilu

²⁹ Rejda, G.E.: isto

obračunava prospektivnom neto metodom ili bruto cilmer (Ziellmer) metodom – kao *razlika sadašnje vrednosti budućih obaveza osiguravača utvrđenih ugovorom o osiguranju i sadašnje vrednosti budućih obaveza ugovarača osiguranja*³⁰.

Premija koja se koristi u obračunu matematičke rezerve ne može biti viša od tehničke premije koja je ugovorena u momentu zaključenja ugovora o osiguranju i koju plaća ugovarač osiguranja, i mora biti dovoljna za izmirenje obaveza društva, odnosno za obrazovanje onog iznosa matematičke rezerve koji će biti dovoljan za izmirenje tih obaveza. Matematička rezerva može sadržati i dodatne iznose za obezbeđenje izmirenja obaveza iz ugovora o osiguranju u slučaju povećanja rizika (znatnije promene verovatnoće smrtnosti, promene kamatne stope usled promene prinosa državnih hartija od vrednosti i sl.), s tim što se ovi rizici ne mogu utvrđivati na osnovu proizvoljnih procena, već na osnovu aktuarski priznate procene budućih obaveza. Za obračun smanjenja matematičke rezerve za neamortizovane stvarne troškove provizije zaključenja ugovora o osiguranju koristi se cilmer metoda, pri čemu stopa cilmerizacije u tom slučaju ne može biti veća od 3,5% ugovorene osigurane sume.

Metod obračuna matematičke rezerve ne može se menjati, kod ugovora o osiguranju koji su već zaključeni, u toku trajanja osiguravajućeg pokrića. Matematička rezerva se na dan obračuna dobija linearnom interpolacijom matematičkih rezervi obračunatih na početku i na kraju tekuće godine osiguranja i ne koriguje se za iznos preplate ili zaostatka na taj dan pri čemu ako je otkupna vrednost osiguranja zagarantovana, iznos matematičke rezerve mora biti najmanje u visini otkupne vrednosti. Ako je ugovor o osiguranju zaključen u stranoj valuti matematička rezerva se obračunava posebno za svaku valutu i iskazuje u toj valuti i u dinarima, prema srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan obračuna rezerve. Kamatna stopa i tablice verovatnoće koji se koriste, odnosno primenjuju u obračunu matematičke rezerve moraju biti jednaki kamatnoj stopi i tablicama verovatnoće iz tarifnog sistema na osnovu kog je zaključen ugovor o osiguranju. Pri utvrđivanju kamatne stope za obračun matematičke rezerve uzima se u obzir sigurnost deponovanja i ulaganja te rezerve, kao i visina prinosa koji se ostvaruje po tom osnovu. Za ugovore o osiguranju u stranoj valuti kamatna stopa koja se koristi za obračun matematičke rezerve ne može biti viša od 3% godišnje. U slučaju znatnog smanjenja prinosa na državne hartije od vrednosti, Narodna banka Srbije može utvrditi i druge iznose najviše kamatne stope predviđene ovom odlukom.

Matematička rezerva u samopr održaju društva koje obavlja poslove osiguranja izračunava se tako što se zbir matematičke rezerve sopstvenog portfelja osiguranja i matematičke rezerve po osnovu primljenih saosiguranja umanjuje za zbir matematičke rezerve prenete u saosiguranje i reosiguranje, dok se matematička rezerva u samopr održaju društva koje obavlja poslove reosiguranja izračunava kao razlika matematičke rezerve po aktivnom poslu reosiguranja i matematičke rezerve po pasivnom poslu reosiguranja.

³⁰ Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja matematičke rezerve i rezerve za učešće u dobiti, "Sl. glasnik RS", br. 7/10

Za obračun rezerve učešća u dobiti koristi se matematička rezerva korigovana za iznos preplate i zaostatka. Rezerva za učešće u dobiti kod osiguranja kod kojih osiguranik snosi rizik ulaganja obračunava se srazmerno broju jedinica dodeljenih ugovoru o osiguranju i odgovarajućoj vrednosti tih jedinica. Kod životnih osiguranja kod kojih ugovarač osiguranja snosi rizik ulaganja i deponovanja sredstava tehničkih rezervi, rezerva za učešće u dobiti direktno je vezana za rizik ulaganja.

Rezerva za osiguranja kod kojih su osiguranici prihvatili da učestvuju u investicionom riziku obrazuje se u iznosu na koji osiguranici imaju pravo a koji je neposredno vezan za vrednost investiranja. Ako je ugovorom o osiguranju kod koga su osiguranici prihvatili da učestvuju u investicionom riziku garantovano određeno pravo – obrazuje se posebna matematička rezerva za izmirenje ove obaveze.

Rezerve za izravnanje rizika obrazuju se na teret rashoda društva za osiguranje, posebno za svaku vrstu neživotnih osiguranja i koriste se za vremensko izravnavanje toka šteta u pojedinim vrstama osiguranja. Ove rezerve se obrazuju na osnovu standardnog odstupanja godišnjih merodavnih tehničkih rezultata od prosečnog merodavnog tehničkog rezultata u posmatranom periodu – za svaku vrstu neživotnih osiguranja kojima se društvo za osiguranje bavi u posmatranom periodu. Društvo za osiguranje dužno je da obrazuje rezerve za izravnanje rizika ako je standardno odstupanje najmanje 0.05 ili je godišnji merodavni tehnički rezultat u tom periodu za tu vrstu osiguranja najmanje jedanput bio veći od 1.³¹

Takođe, ukoliko nije ispunjen ni jedan od ova dva uslova tada društvo za osiguranje smanjuje ove rezerve za po jednu petinu na kraju svake godine u narednih pet godina, uključujući i godinu u kojoj je utvrđeno da nije ispunjen nijedan uslov. Ove rezerve utvrđuju se kao i ostale tehničke rezerve, poslednjeg dana obračunskog perioda (za 31. decembar, 31. mart, 30. jun i 30. septembar pri čemu se godišnji i prosečni merodavni tehnički rezultati i odgovarajuća standardna odstupanja utvrđuju samo na kraju godine).

Prosečan merodavni tehnički rezultat i standardno odstupanje izračunavaju se primenom sledeće statističke formule za aritmetičku sredinu, odnosno standardno odstupanje:

$$\bar{x}_j = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_{ij}, \text{ odnosno pri čemu je:}$$

j – vrsta osiguranja ($j=1,2,3,\dots,19$)

n – posmatrani period ($i=1,2,3,\dots,n$)

\bar{x}_j – prosečan merodavni tehnički rezultat u vrsti osiguranja j u posmatranom periodu

$S_{(x_{ij})}$ – standardno odstupanje zasnovano na uzorku,

x_{ij} – godišnji merodavni tehnički rezultat u vrsti osiguranja j u godini i

³¹ Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervi za izravnanje rizika, "Sl. glasnik RS", br. 13/05 i 23/06

Odlukom o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervi za izravnaje rizika određena je gornja granica obaveze obrazovanja rezervi za izravnaje rizika po pojedinim vrstama neživotnih osiguranja. Takođe je određeno da društva za osiguranje moraju podizati svoje rezerve kako bi dostigla određenu gornju granicu ali isto tako društva za osiguranje su obavezna da smanje rezerve za izravnaje rizika ako je godišnji merodavni tehnički rezultat u tekućoj godini veći od prosečnog merodavnog tehničkog rezultata u posmatranom periodu. Ovo smanjenje izračunava se tako što se razlika između godišnjeg merodavnog tehničkog rezultata u posmatranom periodu pomnoži sa godišnjom merodavnom tehničkom premijom u samoprdržaju ostvorenoj u tekućoj godini za datu vrstu osiguranja. Takođe, navedenom odlukom je određeno da društva za osiguranje iskazuju obračun svojih godišnjih i prosečnih merodavnih tehničkih rezultata i standardnog odstupanja na propisanom obrascu TR i dostavljaju ga jednom godišnje Narodnoj banci Srbije a da obračun rezervi za izravnaje rizika društvo iskazuje na obrascu RZiR i dostavlja Narodnoj banci Srbije tromesečno i na kraju godine. Društvo za osiguranje je dužno da, radi trajnog izvršavanja obaveza i podnošenja rizika u poslovanju, formira garantnu rezervu, na način propisan ovim zakonom.

Garantnu rezervu čine primarni kapital i dopunski kapital, umanjeni za odbitne stavke.

Primarni kapital sastoji se od:

1. uplaćenog osnovnog kapitala po osnovu običnih akcija;
2. rezervi utvrđenih statutom i drugim aktima društva za osiguranje, osim rezervi povezanih s preferencijalnim akcijama;
3. revalorizacionih rezervi s nerealizovanim rezultatima;
4. neraspoređenog dobitka ranijih godina;
5. neraspoređenog dobitka tekuće godine – do 50%.

Rezerve utvrđene statutom i drugim aktima društva za osiguranje, osim rezervi povezanih sa preferencijalnim akcijama i revalorizacione rezerve sa nerealizovanim rezultatima ne smeju preći 20% garantne rezerve. Neraspoređeni dobitak ranijih godina i neraspoređeni dobitak tekuće godine ne smeju preći 25% garantne rezerve.

Dopunski kapital sastoji se od:

1. uplaćenog osnovnog kapitala po osnovu preferencijalnih akcija;
2. rezervi povezanih s preferencijalnim akcijama.

Ukupan iznos dopunskog kapitala ne sme preći 50% primarnog kapitala.

Odbitne stavke čine:

1. nematerijalna imovina (ulaganja);
2. otkupljene sopstvene akcije;
3. gubitak tekuće godine i nepokriveni gubitak ranijih godina;
4. udeli, odnosno akcije kod drugih društava za osiguranje sa sedištem u Republici.

Na nivou Evropske Unije predviđen je tačan iznos garantne rezerve. Naime, Direktivom 2002/83/EC³² predviđeno je da garantna rezerva ne može biti manja od 3 miliona eura dok je Direktivom 2002/13/EC³³ za osiguravajuća društva neživotnih osiguranja dozvoljena i mogućnost da garantna rezerva minimalno iznosi 2 miliona eura. Pri tome jedna trećina zahtevane margine solventnosti konstituiše garantnu rezervu odnosno garantna rezerva mora predstavljati jednu trećinu tražene margine solventnosti.

Jasno je da primena matematičko-statističkih metoda u prognoziranju budućeg ostvarivanja rizika nije dovoljna u upravljanju osiguravajućim društvima u pogledu obezbeđenja sigurnosti osiguranika, jer su odstupanja od izračunatih srednjih vrednosti inherentna ostvarivanju rizika u stvarnosti. Formiranje adekvatnih rezervi ključno je za neutralizaciju navedenih odstupanja. Osiguravajuća društva moraju uvek držati dovoljan nivo rezervi kako bi bila u stanju da u svakom momentu odgovore svojim obavezama, obezbeđujući na taj način sopstvenu solventnost ali i osnovnu svrhu postojanja – sigurnost osiguranika. S druge strane, pred osiguravajućim društvima stoji i zadatak ostvarivanja adekvatnog nivoa profitabilnosti, kako bi se ostvarili interesi njihovih vlasnika u pogledu prinosa na angažovani kapital, što zahteva iznalaženje adekvatnih oblika finansijske i realne aktive u koje osiguravajuća društva mogu investirati raspoloživa sredstva. Takođe je, u većini zemalja na eksplicitan ili implicitan način, zakonskim propisima regulisan nivo rezervi kojeg su osiguravajuća društva dužna da u svakom momentu drže kao i gde i na koji način raspoloživa sredstva mogu angažovati. U upravljanju rezervama nužan je izbalansiran pristup koji istovremeno treba da obezbedi i sigurnost i profitabilnost poslovanja, kako bi se istovremeno obezbedila sigurnost osiguranika, udovoljilo regulatornim zahtevima kao i interesima vlasnika osiguravajućih društava. Dakle, balansirano upravljanje rezervama u pogledu njihovog formiranja, održavanja na propisanom nivou i investiranja, doprinosi stabilnosti i profitabilnosti poslovanja osiguravajućih društava.

5. UPRAVLJANJE IMOVINOM I OBAVEZAMA

U svom poslovanju osiguravajuća društva u svakom momentu nastoje da budu solventna. Međunarodna asocijacija supervizora osiguranja daje sažeto određenje solventnosti – osiguravajuće društvo je solventno ukoliko je sposobno da ispuni sve svoje obaveze po svim ugovorima pod svim razumno predvidljivim okolnostima.³⁴ Dakle, solventno osiguravajuće društvo

³² Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002, *Official Journal of the European Communities* L 345/22, 19.12.2002., Član 29

³³ Directive 2002/13/EC of The European Parliament and of the Council of 5 March 2002, *Official Journal of the European Communities* L77/17, 20.03.2002., Član 1

³⁴ Principles on Capital Adequacy and Solvency, International Association of Insurance Supervisors, Basel, Switzerland, January 2002, str. 3

znači njegovu mogućnost da sve štete po broju i iznosu može bez teškoća nadoknaditi osiguranicima ali i udovoljiti svim novčanim obavezama prema državi, zaposlenima, drugim osiguravačima i reosiguravačima i drugima, u roku njihovog dospeća.

U obavljanju poslova osiguranja i investicionih aktivnosti, osiguravajuća društva su izložena brojnim rizicima. Osnovni preduslov za preuzimanje rizika jeste adekvatan raspoloživi kapital koji predstavlja razliku između tržišne vrednosti imovine i sadašnje vrednosti obaveza. Da bi obezbedila sopstvenu solventnost osiguravajuća društva nastoje: 1) da udružuju dovoljno nezavisnih i balansiranih rizika u portfelj kako bi smanjili varijabilnost agregatnih zahteva na upravljivi nivo, 2) investiraju premije u finansijske oblike imovine kako bi generisala gotovinske tokove neophodne za isplatu budućih očekivanih odštetnih zahteva i 3) drže određeni iznos kapitala kako bi absorbivali negativne devijacije od predviđenog toka događaja.

Da bi osiguravajuća društva uspešno poslovala, da bi opstala te da bi mogla da opravdaju poverenje svojih osiguranika, ona moraju da budu solventna. Da bi to ostvarila osiguravajuća društva moraju raspolagati neophodnim rezervama i voditi plodotvornu politiku ulaganja sredstava osiguranja.³⁵ Dakle, adekvatno upravljanje kapitalom u osiguravajućim društvima nužan je preduslov obezbeđenja njihove solventnosti. Solventnost osiguravajućih društava je izuzetno značajna i zbog toga predstavlja predmet nadzora regulatornih organa i predmet ocene rejting agencija.

Tokom poslednjih nekoliko dekada, investitori, regulatorni organi i nezavisna regulatorna tela kao što su rejting agencije, primoravaju banke, osiguravajuća društva i druge finansijske organizacije na razvijanje organizacionih struktura i procesa za upravljanje kreditnim, tržišnim i operativnim rizikom. Pri tome su osiguravajuća društva suočena sa potrebom holističkog upravljanja ključnim rizicima (rizicima preuzetim od osiguranika, rizicima finansijskog tržišta i kreditnim rizikom), operativnim rizicima kao i rizicima likvidnosti, solventnosti i reputacije. Upravljanje rizikom je za osiguravajuća društva postalo sredstvo unapređenja vrednosti za akcionare ali i kao sredstvo demonstracije posvećenosti top menadžmenta ovom pitanju.

Međutim, još uvek je mali broj osiguravajućih društava koja primenjuju holističko upravljanje rizikom koje ima za cilj kvantifikovanje ukupne izloženosti riziku osiguravajućeg društva. Nedostatak integrativnog pristupa upravljanju rizikom otežava adekvatno identifikovanje i kontrolisanje rizika koji imaju karakteristiku akumuliranja šteta u slučaju štetnih događaja kao što je bio uragan Katrina. Kvalitetno upravljanje rizikom podržava efektivno upravljanje kapitalom. Naime, integralno upravljanje rizikom se koristi da bi se determinisao iznos kapitala koji je potreban da bi se podržali ukupni rizici sa kojima se osiguravajuće društvo suočava i kako bi se ukupni kapacitet za preuzimanje rizika adekvatno raspodelio na određene grupe poslova osiguranja.

³⁵ Marović, B. i Žarković, N.: *Leksikon osiguranja*, DDOR Novi Sad AD, Novi Sad, 2002, str. 306

Osim integralnog upravljanja rizikom potrebno je obezbediti njegovu povezanost u jednu celinu sa upravljanjem kapitalom kako bi se kontrolisao nivo raspoloživog kapitala za aktivnosti preuzimanja rizika. Integrisano upravljanje rizikom i kapitalom u osiguravajućim društvima predstavlja izvor konkurent-ske prednosti. Posmatrano istorijski, u okviru industrije osiguranja, pitanju alokacije kapitala pristupano je korišćenjem rudimentarnih projekcija budućeg bilansa stanja i bilansa uspeha, sa projekcijama kapitala zasnovanim na regulatornim zahtevima u pogledu veličine kapitala. Globalni osiguravači kao i regulatorni organi i rejting agencije sve više zagovaraju tezu da se kapitalni zahtevi osiguravajućih društava trebaju određivati na osnovu procene stvarnih rizika sa kojima se suočava osiguravajuće društvo u svom poslovanju. Samo u tom slučaju se može doneti strateška odluka koja će biti bolja nego alternativne. Bez takve analize osiguravajuće društvo može usvojiti strategiju koja će tokom vremena da dezavuiše kapital i da rezultira neefikasnim korišćenjem raspoloživih sredstava. Pri tome se mora imati u vidu da proces donošenja pravih odluka ne nastoji da samo maksimizira prinos na angažovani kapital, već da maksimizira prinos u okviru prihvatljivog nivoa rizika. Krajnji cilj upravljanja rizikom i kapitalom jeste kreiranje vrednosti. Menadžment to može ostvariti korišćenjem sofisticiranih aktuarskih tehnika modeliranja kojima se precizno utvrđuje veličina kapitala koji je osiguravajućem društvu neophodan za podršku portfelja rizika i potom obrazovanjem optimalne strukture kapitala, kako bi se minimizirao trošak kapitala ne samo u apsolutnom iznosu već i u relativnom smislu u odnosu na cenu rizika koje osiguravajuće društvo nosi. Dakle, vrednost je kreirana kada prinos na rizik prevazilazi trošak kapitala.

Na značaj integrisanog upravljanja kapitalom i rizikom ukazuju i skorašnji događaji u industriji osiguranja. Naime, u prethodne dve godine, od 20 uragana 7 su rangirani među najteže katastrofe koje je industrija osiguranja u SAD ikada zabeležila. Zahvaljujući ovim događajima porast kapitala u industriji osiguranja SAD je opao sa 12% godišnjeg rasta u 2004. godini na svega 4% godišnjeg rasta u 2005. godini.³⁶ Osiguravajuća društva su uglavnom bila dobro kapitalizovana a zahvaljujući dobrim investicionim prinosima finansijski efekti ovih katastrofalnih događaja nisu se odrazili na kapital većine osiguravajućih društava. Čak i ona osiguravajuća društva čiji je kapital bio ugrožen bila su u stanju da u kratkom roku obezbede dodatni kapital. Dakle, zahvaljujući adekvatnoj primeni integralnog upravljanja rizikom i kapitalom, osiguravajuća društva su absorbirala uticaj ovih katastrofa.

Poslovanje osiguravajućih društava je dugo vremena posmatrano isključivo sa aspekta pružanja usluga osiguravajuće zaštite i upravljanje obavezama bio je dominantan pristup. Međutim, u periodu između dva svetska rata, a naročito od sedamdesetih godina dvadesetog veka jača njihova uloga kao institucionalnih investitora i potreba da se u upravljanju osiguravajućim društvima pođednaka pažnja posveti maksimiziranju prinosa kako na strani obaveza (pasive) tako i na strani imovine (aktive).

³⁶ Insurance Day, Informa UK Ltd, London, UK, 20 April 2006, str. 3

Sve do sedamdesetih godina dvadesetog veka kamatne stope su za na primer SAD od perioda Velike ekonomske krize bile relativno stabilne tako da nisu izazivale probleme osiguravajućim društvima. Tako su, na primer, osiguravači životnih osiguranja obračunavali premije na bazi statičkih pretpostavki o ponašanju osiguranika i kamatnih stopa. Međutim, tokom sedamdesetih godina dvadesetog veka, koje je obeležila inflacija praćena visokim i promenljivim kamatnim stopama, dotadašnje poslovanje osiguravajućih društava i pristup upravljanju morali su da se menjaju u pravcu usmeravanja pažnje na upravljanje obema stranama bilansa stanja. U to vreme razvija se i ALM koncept, kao rezultat potrebe za istovremenim i koordiniranim upravljanjem imovinom i obavezama osiguravajućih društava i kao rezultat potrebe za integralnim upravljanjem rizikom (kako onim preuzetim od osiguranika tako i investicionim rizikom).

Ovaj koncept primarno je bio razvijen kako bi omogućio adekvatno upravljanje rizikom promene kamatnih stopa, koji je postao glavni problem tokom sedamdesetih godina dvadesetog veka. Regulatorni organi počeli su da zahtevaju od osiguravajućih društava, posebno u pogledu onih usluga osiguravajućeg pokrića koji su osetljivi na promene kamatnih stopa, da primenjuju analize i da potvrde svoje upravljanje investicionim rizikom.

Prihodima od plasmana akumuliranih sredstava osiguravajuća društva mogu, između ostalog, da na bolji način upravljaju preuzetim rizicima od svojih osiguranika i po osnovu ostvarenih prihoda ponude nižu cenu osiguravajuće zaštite a time postanu konkurentniji u tržišnoj utakmici. Ove dve strane poslovanja osiguravajućih društava međusobno su povezane i uslovljene i iziskuju koordinirano upravljanje pasivom i aktivom osiguravajućih društava, odnosno kako rizikom osiguranja koji proizilazi po osnovu osnovnog posla osiguravajućih društava tako i investicionim rizikom koji proizilazi iz investicionog portfolia osiguravajućih društava koja se kao institucionalni investitori javljaju na finansijskom tržištu.

U osnovi ALM koncepta leži činjenica da su obaveze date i da one trebaju biti izfinansirane određenim plasmanima iz čega proizilazi da je struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava određena strukturom njihovih obaveza. Menadžment imovinom i obavezama omogućava da se odluke vezane za imovinu i obaveze donose koordinirano. Odnosno, ALM je deo korporativne finansijske funkcije osiguravajućeg društva u okviru koga se donose odluke koje imaju uticaja na strukturu kapitala, trošak kapitala i prinose.³⁷

Osnovni cilj koordiniranog upravljanja imovinom i obavezama jeste da se proceni rizik i da se razviju optimalne investicione strategije koje će omogućiti maksimiziranje prinosa na datom nivou rizika. Naime, teži se ostvarenju optimalnog odnosa rizik/prinos koji se upravo ostvaruje u slučaju kada pri datom nivou rizika nije moguće dalje povećavanje prinosa a da ono ne dovede

³⁷ Tilman, L.: *Asset/Liability Management of Financial Institutions*: Shimpi, P.: *Asset/liability management as a corporate finance function*, Euromoney Institutional Investor, London, UK, 2003, str. 31

do povećavanja nivoa rizika.³⁸ ALM se može definisati kao tekući proces formulisanja, primene, monitoringa i revizije strategija koje se odnose na imovinu i obaveze sa namerom da se postignu finansijski ciljevi pri datoj toleranciji na rizik i datim ograničenjima. Ovaj proces je od kritičnog značaja za osiguravajuća društva koja investiraju kako bi ostvarila ispunjenje svojih obaveza.

Značaj menadžmenta imovinom i obavezama se može ilustrativno prikazati preko primera Japanskog osiguravajućeg društva životnog osiguranja "Nissan Mutual Life" koje broji 1.2 miliona osiguranika i raspolaže imovinom od 17 milijardi dolara. Kompanija je prodavala individualno rentno osiguranje sa garantovanim fiksnim stopama prinosa od 5% do 5.5%. Iznenadan značajan pad prinosa na državne obveznice doveo je do velikog raskoraka između obaveza i prinosa po osnovu sopstvenih investicija. 25. Aprila 1997. Japansko ministarstvo finansija je naložilo ovoj osiguravajućoj kući da obustavi svoje poslovanje. Ukupni gubici ovog osiguravajućeg društva iznosili su 2.5 milijarde dolara.

Ako se desi neka nepredvidjena okolnost i osiguravač mora isplaćivati naknade iz osiguranja ili osigurane sume on će morati da svoje plasmane "prodaje" ispod njihove stvarne vrednosti i za njega će se stvoriti gubitak i na strani aktive odnosno imovine i na strani pasive odnosno obaveza. Zbog toga je od izuzetno značajno da su investicije usaglašene sa obavezama kako bi se sa njima mogle usaglasiti u roku dospelosti obaveza, odnosno da su investicije usaglašene sa odgovarajućom prirodom obaveza osiguravajućeg društva. Navedeno se postiže ostvarivanjem ravnoteže ulaganja sa obavezama osiguravajućeg društva. Pri tome može se govoriti o tri oblika postizanja ravnoteže:

1. valutno usklađivanje (Za većinu osiguravajućih poslova premije se dobijaju u istoj valuti u kojoj će biti isplaćene štete ako se ostvare osigurani slučajevi. investicije bi zbog toga trebale da budu u istoj valuti. izuzetak od ovog pravila jeste situacija u zemljama sa nestabilnom valutom pri čemu osiguravajuća društva mogu pribеći jednoj ili nekoliko stabilnih valuta u pogledu usklađivanja svojih investicija i obaveza),
2. vremensko usklađivanje (Da bi se postiglo vremensko usklađivanje neophodno je proceniti ukupno vreme trajanja investicije. Naime, korisno je na primer razmotriti kakve efekte može izazvati za osiguravajuće društvo pojava neke prirodne katastrofe koja može izazvati veliki broj zahteva u pogledu isplate šteta iz osiguranja. U tom smislu je potrebno sačuvati određeni nivo likvidnosti kako bi se pokrile iznenadni događaji),
3. usklađivanje sa inflacijom (Odštetni zahtevi mogu porasti tokom vremena zahvaljujući uticaju inflacije. Međutim, stopa inflacije koja utiče na zahteve se najčešće razlikuje od opšteg kretanja cena na malo. Na primer, odštetni zahtevi u pogledu nesposobnosti za rad mogu varirati u zavisnosti od inflacije primanja. Takođe, kada prođe značajan period vremena od nastanka štetnog događaja do isplate odštetnog zahteva, eventualne isplate mogu biti značajno uvećane usled zakonskih ili promena u sudskoj praksi).

³⁸ Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, USA, 2001, str. 52

Nakon što su plasmani usklađeni sa obavezama na prethodno navedene načine, moguće je dodatno uticati na smanjenje rizika od opasnosti da imovina nije usaglašena sa obavezama, diverzifikacijom investicionog portfelja izborom različitih oblika imovine koji predstavljaju inherentno slične investicije.³⁹ Upravljanje imovinom i obavezama mereći uticaj svake odluke na finansijske rezultate osiguravajućeg društva pokazuje kako su odluke međusobno povezane. Dakle, upravljanje imovinom i obavezama omogućava menadžmentu da donosi na informacijama zasnovane odluke i da se fokusira na prioritete. Na primer, pomaže menadžerima da odluče 1) da li kompanija može da promeni alokaciju svojih investicija kako bi povećala prinose, smanjila rizik ili postigla oba cilja, 2) koliko reosiguravajućeg pokriva osiguravajuće društvo da uzme, 3) da li su pravilno određene premijske stope, 3) da li da kompanija napusti određene poslovne aktivnosti, 5) da li će akvizicija ili merdžer (pripajanje ili spajanje sa drugim osiguravajućim društvom) dodati vrednost firmi, 6) da li osiguravajuće društvo raspolaže sa dovoljno kapitala kako bi se obezbedila kontinuirana solventnost, 7) obezbeđuje okvir za usaglašene menadžerske odluke u različitim područjima i nivoima, i sl.

Postoje značajne razlike u primeni modela menadžmenta imovinom i obavezama koje se primenjuju od strane životnih i neživotnih osiguravača. Životni osiguravači primenu modela upravljanja imovinom i obavezama uglavnom fokusiraju na rizik kamatne stope pri čemu njihovi modeli se tipično odnose na jednu grupaciju osiguravajućih poslova i imovine koja podržava obaveze po osnovu date grupacije. Životni osiguravači moraju da upravljaju svojom imovinom vodeći računa o odnosu rizik/prinos njihovih investicija ali i svojim obavezama koje proizilaze iz proizvoda osiguranja koje oni nude osiguranicima.⁴⁰ U slučaju postojanja veza između imovine i obaveza odnosno istovremenog uticaja nekih proizvoda na imovinu i obaveze osiguravajućeg društva, kao što su investiciono osetljivi proizvodi kao što su rentna osiguranja, koordinirano upravljanje imovinom i obavezama će omogućiti osiguravajućem društvu da odredi takvu strategiju investiranja koja će omogućiti zaštitu od rizika po osnovu obaveza a time i ukupnog rizika poslovanja.

Neživotni osiguravači primenjuju menadžment imovinom i obavezama u širem smislu i upravljaju širokim spektrom rizika uključujući i investicioni rizik ali i rizik preuzet od osiguranika u osiguravajuće pokrivače. Kod neživotnih osiguravača nivo neizvesnosti još je izraženiji nego kod životnih jer neizvesnost postoji ne samo u pogledu investicionih plasmana već i u pogledu veličine eventualnih odštetnih zahteva. Koordinirano upravljanje imovinom i obavezama omogućava osiguravajućim društvima neživotnih osiguranja

³⁹ Booth, P.J., Chadburn, R., Haberman, S., James, D. and Cooper, D.: *Modern Actuarial Theory and Practice*, Chapman & Hall/CRC, Boca Raton, FL, 1998, str.32

⁴⁰ Hommel, U., Frenkel, M. and Rudolf, M.: *Risk Management: Challenge and Opportunity*; Albrecht, P. and Weber, C.: *Asset/Liability Management of German Life Insurance Companies: A Value-at-Risk Approach in the Presence of Interest Rate Guarantees*, Springer, Berlin – Heidelberg, Germany, 2005, str. 408

da odrede odgovarajuću likvidnost i obrtni kapital u planskom periodu od tri do pet godina i da utvrde adekvatnu strategiju plasmana koja će moći da optimizuje poslovne ciljeve osiguravajućeg društva.⁴¹ Sumarno, sve tehnike koordiniranog upravljanja imovinom i obavezama, kako za osiguravajuća društva životnih tako i osiguravajuća društva neživotnih osiguranja, mogu se prikazati na sledeći način:

Tabela 3: Tehnike upravljanja imovinom i obavezama

| Tehnika | Testiranje gotovinskog toka | Usklađivanje gotovinskih tokova | Imjunizacija | Dinamička finansijska analiza |
|---------------------|-----------------------------|---------------------------------|--------------------|-------------------------------|
| Pokriveni rizici | Kamatna stopa | Kamatna stopa | Kamatna stopa | Višestruko |
| Složenost računanja | Srednja | Srednja | Niska | Visoka |
| Sektor osiguranja | Životno osiguranje | Životno osiguranje | Životno osiguranje | Neživotno osiguranje |
| Uobičajen primena | Grupa poslova | Grupa poslova | Grupa poslova | Institucija |

Izvor: Asset-liability management for insurers, Sigma No. 6/2000, Swiss Re, Zurich, 2000, str. 17

Polise životnog osiguranja nude, osim osnovne zaštite od rizika, brojne dodatne beneficije osiguranicima kao što su opcije otkupa, kredita po osnovu polise, opcije obnavljanja i dr. Osiguravači dugo vremena nisu posebno vrednovali ove dodatne beneficije s obzirom da su kamatne stope bile relativno fiksne. Međutim, kasnih sedamdesetih godina došlo je do promena u kamatnim stopama na finansijskom tržištu i privredne nestabilnosti što je dovelo do značajnih gubitaka za osiguravajuća društva (posebno ako se ima u vidu da je prema određenim studijama samo opcija kredita se po vrednosti kreće u rasponu od 20%-45% svih budućih premija osiguranja). Kao rezultat toga, regulatorni organi (kao što je The National Association of Insurance Commissioners) zahtevaju testiranja novčanih tokova koja obuhvataju testiranje uticaja različitih scenarija kamatnih stopa na osiguravača. Ova tehnika je takođe jedna od tehnika koje koristi rejting agencija Moody's kao jedan od načina provere da li se osiguravajuće društvo suočava sa ozbiljnim neslaganjem između imovine i obaveza. Ova tehnika može biti korisna kao dijagnostičko sredstvo ali se može primeniti samo za zaštitu od rizika kamatne stope.

Osiguravajuća društva mogu koristiti tehniku usklađivanja gotovinskih tokova koja podrazumeva eliminisanje rizika kamatne stope jednostavnim usklađivanjem obaveza sa imovinom čiji su gotovinski tokovi identični. Tako na primer, osiguravač može investirati u državne obveznice čiji se rok dospeća

⁴¹ Ziemba, W.T. and Mulvey, J.M.: *Worldwide Asset and Liability Modeling*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 2001., str. 343

slaže sa rokom dospeća određenih obaveza, na primer ugovora o životnom osiguranju. Ova tehnika ima svoja ograničenja u pogledu teške izvodljivosti (zbog neizvesnosti gotovinskih tokova kod osiguravajućih društava, posebno neživotnih osiguravača), skupa je i sa aspekta osiguravača ekonomski neopravdana, jer terorijski ona može da podrazumeva da osiguravajuća društva samo preusmeravaju sredstva dobijena od osiguranika na finansijsko tržište a u takvim uslovima osiguravajuća društva ne bi opstala jer bi ih pretekla konkurencija koja takve usluge može da izvrši jeftinije i efikasnije.

Fleksibilniji vid usklađivanja imovine i obaveza u odnosu na usklađivanje gotovinskih tokova jeste usklađivanje kamatnih stopa koje se dobijaju po osnovu plasmana imovine sa kamatnim stopama koje treba da se plate u okviru obaveza odnosno "imjunizacija". Reč je o zaštiti odnosno imjunizaciji od gubitaka koji mogu da nastanu usled promena kamatnih stopa. Naime, stavke imovine i obaveza se strukturiraju tako da promene u nivou kamatnih stopa na vrednost obaveza neutrališu korespondirajuće promene u nivou kamatnih stopa na vrednost imovine. Vodeći princip pri ovome jeste da se uskladi trajanje (duration) pojedinih stavki imovine i obaveza. Reč je o konceptu koji je razvijen kako bi se omogućilo merenje rizika kamatne stope kod obveznica u portfelju, odnosno utvrdio ponderisan prosečan period dospeća obveznice. Prosečan period dospeća poseduje analitičku prednost u odnosu na prost rok dospeća obveznice zato što on pokazuje investitoru vreme potrebno da se u potpunosti isplati njegovo ulaganje u kupovinu hartija od vrednosti, dok rok dospeća pokazuje samo vremenski period do zadnje isplate po obveznici. Trajanje obveznice predstavlja prosečnu ponderisanu vrednost svih plaćanja u životnom ciklusu obveznice, od momenta izdavanja do momenta dospeća a izračunava se preko sledeće formule:

*Sadašnja vrednost isplaćene kamate i glavnice obveznice
ponderisana vremenskim periodom plaćanja*⁴²

$$D = \frac{\text{Sadašnja vrednost nominalnog (obećanog) plaćanja kamate i glavnice}}{\text{Sadašnja vrednost isplaćene kamate i glavnice obveznice ponderisana vremenskim periodom plaćanja}^{42}}$$

⁴² Prvo se izračunava kamatni faktor za sadašnju vrednost: $PViF_{k,n} = 1/(1+k)^n$ a zatim se izračunava sadašnja vrednost $PV = FV_n \times (PViF_{k,n})$ pri čemu je: k – kamatna stopa, n – vremenski period, FV_n – buduća vrednost Primer: $PViF_{k,n}$ za 8 godinu i 8 procenata jednak je 0.540. Ako je sadašnja vrednost (vrednost koja se u današnjem trenutku očekuje da će se platiti kroz 8 godina) 1000 n.j., tada je PV odnosno sadašnja vrednost buduće isplate od 1000 n.j. jednaka 540 n.j.

Primer izračunavanja trajanja obveznice može se prikazati na sledeći način:

Tabela 4: Primer izračunavanja trajanja obveznice

| Br. perioda plaćanja | Vremenski period plaćanja | Nominalni iznos plaćanja | Sadašnja vrednost toka | Sadašnja vrednost % cene | (2) x (5) |
|----------------------|---------------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------|-----------|
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| 1 | 0.5 | USD 300 | USD 291.26 | 2.91 | 0.015 |
| 2 | 1 | USD 300 | USD 282.78 | 2.83 | 0.028 |
| 3 | 1.5 | USD 300 | USD 274.54 | 2.75 | 0.041 |
| 4 | 2 | USD 300 | USD 266.55 | 2.67 | 0.053 |
| 5 | 2.5 | USD 300 | USD 258.78 | 2.59 | 0.065 |
| ... | | | | | |
| 59 | 29.5 | USD 300 | USD 52.45 | 0.52 | 0.155 |
| 60 | 30 | USD 300 | USD 50.92 | 0.51 | 0.153 |
| Glavnica | 30 | USD 10 000 | USD 1697.33 | 16.97 | 5.092 |
| | | | USD 10 000.00 | 100,00 | 14.253 |

Izvor: Asset-liability management for insurers, Sigma No. 6/2000, Swiss Re, Zurich, 2000, str. 14

Reč je o obveznici sa dospećem od 30 godina, 6% nominalnom kamatnom stopom, ukupnog nominalnog iznosa 10000 dolara i polugodišnjim isplata-ma kamate, koja za svaki polugodišnji period nominalno iznosi 300 dolara. Poslednja kolona pokazuje trajanje obveznice i ono iznosi 14.253. S obzirom da se kamatne stope i cene obveznica kreću u suprotnim smerovima, pri povećanju kamatne stope za 1% vrednost obveznice će pasti za 14.3% odnosno pri smanjenju kamatne stope za 1% vrednost obveznice će porasti za 14.3%.

Osiguravajuće društvo mora uskladiti kretanja kamatanih stopa i imovine i obaveza tako da promene kamatnih stopa podjednako utiču i na imovinu i na obaveze. Međutim, promene kamatnih stopa mogu se različito odraziti na izračunato vreme za imovinu i obaveze tako da je potrebno i upravljati konveksnošću – koja pokazuje koliko se brzo menja ročnost kao odgovor na promenu kamatnih stopa. Pored prednosti ovog modela on ima ograničenje da se ne može primeniti za one elemente imovine i obaveza kod kojih se ročnost odnosno trajanje ne može odrediti odnosno gde ju je teško odrediti. Kod osiguravajućih društava brojne su obaveze čije se vremensko trajanje ne može sa sigurnošću odrediti a takođe su i brojni elementi na imovinskoj strani imaju takve karakteristike. Dakle, imjunizacija je korisna kao opšte pravilo ali bi osiguravajuća društva trebala koristiti i neku sofisticiraniju tehniku.

Za razliku od prethodno navedenih tehnika upravljanja imovinom i obavezama koje su razvijene kod društava za osiguranje života, dinamička finansijska analiza je tehnika razvijena od strane društava neživotnih osiguranja. Dinamička finansijska analiza se definiše kao proces ispitivanja celokupne finansijske pozicije osiguravajućeg društva tokom vremena, razmatrajući

istovremeno korelaciju između različitih elemenata i stohastičke prirode faktora koji mogu uticati na konačni rezultat. Dinamička finansijska analiza se sastoji iz pet koraka⁴³:

1. početni uslovi (reč je o sumiranju performansi poslovanja kompanije iz prošlosti (uključuju se elementi kao što su nivoi premijske stope, stope gubitaka i sl.) i ekonomije u celini. Početni uslovi imaju uticaja kako na sadašnje poslovanje osiguravajućeg društva tako i na buduće.),
2. generator scenarija (U okviru generatora scenarija konstruišu se verodostojni scenariji za opšte ekonomske uslove te elemente imovine i obaveza. Ovaj generator se fokusira na prethodno definisani set iskoda za određenu kamatu ili specificira statističku distribuciju za svaku varijablu i nasumice generiše scenarija ili kreira scenarija konzistentna sa ustanovljenim empirijskim i teorijskim zakonomernostima),
3. finansijski kalkulator (prevodi generisane scenarije u finansijske rezultate),
4. optimizer (koristi sumarnu statistiku ili više statističkih podataka kako bi odredio najbolju, optimalnu alternativu u smislu maksimiziranja rezultata i minimiziranja rizika),
5. rezultati.

Koji će model od navedenih modela biti izabran zavisi od mnoštva faktora. Kompleksniji modeli su poslednjih godina postali pristupačniji zbog tehnološkog razvoja, pada troškova računanja i rastuće sofisticiranosti korisnika. Međutim, još uvek su u najvećem broju slučajeva prisutni jednostavniji modeli.

U osnovi koncepta integrisanog upravljanja aktivom i pasivom leži činjenica da su obaveze poznate i da one trebaju biti isfinansirane određenim imovinskim pozicijama, iz čega proizilazi da je struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava određena strukturom njihovih obaveza. Upravljanje imovinom i obavezama omogućava da se odluke vezane za imovinu i obaveze donose koordinirano. Upravljanje imovinom i obavezama je deo finansijske funkcije osiguravajućeg društva u okviru koga se donose odluke koje imaju uticaja na strukturu kapitala, trošak kapitala i prinose. Osnovni cilj koordiniranog upravljanja imovinom i obavezama jeste da se proceni rizik i da se razviju optimalne investicione strategije koje će omogućiti maksimiziranje prinosa na datom nivou rizika, odnosno da se pri datom nivou prinosa ostvari minimizacija rizika. Naime, teži se ostvarenju optimalnog odnosa rizik/prinos koji se ostvaruje kada pri datom nivou rizika nije moguće dalje povećavanje prinosa a da ono ne dovede do povećavanja nivoa rizika.⁴⁴

⁴³ Asset-liability management for insurers, Sigma No. 6/2000, Swiss Re, Zurich, 2000.

⁴⁴ Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, MA, 2001, str. 52

Usklađivanje imovine i obaveza koje nastaju po osnovu zaključenih ugovora o osiguranju jeste ključna ali ne i jedina aktivnost koja se odnosi na adekvatnost upravljanja imovinom. U novije vreme sve se više zagovara teza o potrebi integralnog ili holističkog upravljanja svim rizicima kojima su osiguravajuća društva izložena.⁴⁵

U osiguravajućim društvima odavno se primenjuje upravljanje rizikom osiguranja. Naime, modernog osiguranja ne bi ni bilo da ne postoji proces kojim se rizici primljeni u osiguravajuće pokriće od osiguranika atomiziraju, putem udruživanja u zajednice po ključnim karakteristikama sličnih rizika. Takođe, od osamdesetih godina dvadesetog veka primenjuje se upravljanje imovinom i obavezama a od devedesetih godina počinje se upravljati i operativnim rizicima. Svim ovim rizicima osiguravajuća društva do sada upravljala su izolovano. Zahtevi upravljanja rizikom u kompleksnim uslovima poslovanja osiguravajućih društava današnjice ukazuju da je primena tradicionalnih pristupa upravljanju rizikom nedovoljna jer se ne uzimaju u obzir svi rizici poslovanja zajedno sa postojećim međuzavisnostima koji takođe mogu ugroziti stabilnost i kontinuitet poslovanja osiguravača.

Praksa poslovanja osiguravajućih društava iznedrila je niz pokazatelja koji se koriste sa ciljem ocene kvaliteta upravljanja imovinom mereći na taj način izloženost rizicima sa kojima se osiguravajuća društva suočavaju u svom poslovanju, uključujući tržišne, investicione i kreditne rizike. Osnovni pokazatelji koje osiguravajuća društva koriste u oceni kvaliteta upravljanja imovinom su sledeći⁴⁶:

1. *(nem. ulaganja + nekretnine + plasmani u HoV kojima se ne trguje na tržištu + potraživanja) / ukupna aktiva*, relativno visoko učešće nematerijalnih ulaganja, nekretnina, plasmana u HoV kojima se ne trguje na tržištu i potraživanja u ukupnoj aktivi može ukazivati na probleme u izmirivanju obaveza;
2. *potraživanja za premiju / ukupna ugovorena premija*, pokazatelj meri stepen u kom osiguravajuće društvo u pitanju kreditira svoje osiguranike, zastupnike, posrednike i reosiguravače;
3. *učešća u kapitalu / ukupna aktiva*, pokazatelj meri odnos učešća u kapitalu drugih pravnih lica i ukupne aktive osiguravajućeg društva pri čemu se lošije mogućnosti upravljanja imovinom javljaju u uslovima ograničene razvijenosti ili nerazvijenosti trgovanja akcijama na organizovanim berzama, s obzirom da se u uslovima ograničene razvijenosti trgovanja imovinom javlja i ograničena utrživost ovih učešća što implicitno može povećati rizičnost poslovanja, odnosno umanjiti kvalitet upravljanja imovinom.

⁴⁵ Njegomir, V.: "Minimiziranje rizika osiguravajućih društava", Industrija, Vol. 35, Br. 3, 2007, str. 83-102. i Njegomir, V.: "Operativni rizik osiguravajućih društava", Računovodstvo, Vol. 51, Br. 1-2, 2007, str. 85-96.

⁴⁶ *Carmel pokazatelji poslovanja društava za osiguranje sa okvirnim uputstvima za njihovo tumačenje*, Narodna banka Srbije, Beograd – http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/osg/carmel_pokazatelji_poslovanja.pdf

Pri tome, neophodno je razlikovanje i vrsta poslova osiguranja kojima se osiguravajuće društvo bavi s obzirom da po osnovu bavljenja životnim osiguranjima postoji manje izražena potreba za likvidnim sredstvima u odnosu na neživotna osiguranja;

4. *pokrivenost tehničkih rezervi propisanim oblicima aktive*, pokazatelj meri odnos ulaganja tehničkih rezervi u oblike propisane Zakonom o osiguranju i tehničkih rezervi i ukoliko je ispod 100% ukazuje na nepokrivenost tehničkih rezervi adekvatnim oblicima ulaganja što može dovesti do problema prilikom izvršavanja obaveza osiguravajućeg društva po zaključenim ugovorima o osiguranju;
5. *pokrivenost tehničkih rezervi propisanim oblicima aktive 1*, ovaj pokazatelj, kao i prethodni, meri odnos ulaganja tehničkih rezervi u oblike propisane Zakonom o osiguranju i tehničkih rezervi s tim što se uzimaju u obzir i procentualna ograničenja u pojedine oblike ulaganja.

Na primenu integralnog obuhvatanja svih rizika, kako bi se odredio grupni rizik kao analitičko sredstvo za podršku poslovnom odlučivanju, osiguravajuća društva primoravaju ne samo zahtevi sopstvene stabilnosti poslovanja i razvoja, već i novi regulatorni okvir za regulaciju solventnosti Evropskih osiguravajućih društava – projekat Solventnost II kao i rejting agencije. Naime, Solventnost II će eksplicitno zahtevati integralno obuhvatanje svih rizika, posebno naglašavajući važnost obuhvatanja operativnog rizika, i povezivanje ukupnog nivoa rizika sa regulatornim zahtevima u pogledu veličine potrebnog kapitala. Osiguravajućim društvima biće ostavljena sloboda merenja i upravljanja internim rizicima ali će biti nagrađena, manjim kapitalnim zahtevima, ona osiguravajuća društva koja imaju primenjene sofisticiranije metode integralnog obuhvatanja rizika. Takođe je predviđeno, za manja osiguravajuća društva, da Solventnost II ponudi standardizovan model čija će primena biti jeftinija ali će povlačiti za sobom više kapitalne zahteva a time i troškove kapitala. Rejting agencije takođe počinju da od osiguravajućih društava zahtevaju primenu integralnog upravljanja rizikom. Jedna od prvih rejting agencija, koja je oktobra 2005. godine uvela set kriterijuma za analizu integralnog, odnosno holističkog upravljanja rizicima osiguravajućih društava jeste Standard & Poors. Integralno upravljanje rizikom je obuhvaćeno i tretira se kao zasebna, eksplicitna kategorija, koja ulazi u odluku rejting agencije prilikom određivanja rejtinga osiguravajućeg društva.

Postoje brojni faktori “za” primenu koordiniranog upravljanja imovinom i obavezama, kao što su: 1) sve veće ukрупnjavanje osiguravajućih društava koja posluju u različitim zemljama, 2) sve veće povezivanje osiguravača sa drugim segmentima finansijskog sektora, 3) uticaj regulatornih organa i rejting agencija i društava aktuara koji promovišu i ohrabruju osiguravajuća društva da koriste upravljanje imovinom i obavezama, 4) tehnološki progres

koji omogućava da se obradi veliki broj informacija i olakšava kompleksna računanja što je omogućilo da se lakše prikupe podaci neophodni kao inputi u upravljanju imovinom i obavezama. U prilog primeni koordiniranog upravljanja imovinom i obavezama idu i koristi koje ovaj pristup nudi osiguravajućim društvima u pogledu identifikovanja ključnih finansijskih rizika (bilo da se oni nalaze na strani aktive ili pasive), kvantifikovanja ključnih finansijskih rizika i njihovih međuzavisnosti kao i komparaciju alternativa a time i izbor adekvatne finansijske solucija.

S druge strane postoje i faktori “protiv” upotrebe upravljanja imovinom i obavezama kao što su: 1) ustaljena praksa da se investicione i odluke iz domena osiguranja tretiraju odvojeno, 2) ograničenja internih politika i 3) sukob “starog” sa “novim” mišljenjem, 4) regulatorna ograničenja plasmana sredstava koja ograničavaju osiguravače da slobodno upravljaju svojom imovinom i obavezama. Takođe, ograničenje u primeni koordiniranog upravljanja imovinom i obavezama predstavlja i činjenica da od kvaliteta ulaznih podataka zavisi i kvalitet zaključaka koji se dobijaju primenom ALM-a kao i činjenica da se putem ALM-a ne mogu predvideti rizici već samo oceniti na osnovu raspoloživih informacija što podrazumeva da njegovu ograničenost u primeni u slučaju postojanja neidentifikovanih rizika koji mogu biti najopasniji.

Upravljanje imovinom osiguravajućih društava je za njih od esencijalne važnosti posebno imajući u vidu izazovno investiciono okruženje. Bez adekvatnog upravljanja imovinom i obavezama osiguravajuća društva se mogu suočiti sa problemom nesolventnosti i likvidacije. Zbog toga se osiguravajuća društva najčešće odlučuju da odluke iz domena upravljanja svojom imovinom donose interno a da elemente upravljanja obavezama poveravaju trećim licima putem *outsourcinga*. Međutim, sve je prisutniji trend da osiguravajuća društva i odluke iz domena upravljanja svojom imovinom poveravaju trećoj strani.

Faktori koji opredeljuju osiguravajuća društva u donošenju odluke da li sami ili da nekom drugom prepuste upravljanje imovinom se mogu podeliti na “za” i “protiv”.⁴⁷ Faktori koji su “za” upotrebu treće strane u upravljanju imovinom i obavezama su: 1) pritisci konkurentnosti (investicioni menadžeri su u okviru osiguravajućih društava pod sve većim pritiskom generisanja visokih prinosa uz istovremeno održavanje adekvatne diverzifikacije i upravljanja operacionim rizikom), 2) teškoće koje proizilaze iz investicionog okruženja (kao što su niske kamatne stope, neizvršenje novčanih obaveza po osnovu obveznica i sl.), 3) pritisci rejting agencija i regulatornih organa (u smislu da se osiguravajuća društva orijentišu na korišćenje usluga treće strane kako bi mogla u potpunosti udovoljiti zahtevima regulatornih organa i rejting agencija), 4) rastuća specijalizacija kao odgovor na sve veću raznovrsnost finansijskih instrumenata, 5) ekspertiza, za sprovođenje upravljanja imovinom i obavezama potreban je visok nivo ekspertize koju najčešće nemaju mala

⁴⁷ Third party asset management for insurers, Sigma No. 5/2002, Swiss Re, Zurich, 2002, str. 12 – 13.

i srednje velika osiguravajuća društva i 6) promene u računovodstvenim i regulatornim pravilima koje zahtevaju značajno vreme i napor. S druge strane, faktori koji su "protiv" upotrebe treće strane (tzv. outsourcing) u upravljanju imovinom i obavezama su: 1) nastojanje da se zadrži kontrola (s obzirom da je upravljanje imovinom i obavezama ključni elemenat posla osiguravajućih društava), 2) korporativne politike (stav prema korišćenju usluga treće strane generalno, bilo da se radi o upravljanu imovinom i obavezama, marketingom ili informacionom tehnologijom) i 3) konsolidacija sektora osiguranja (velik broj spajanja i pripajanja između osiguravajućih društava je u novije vreme usporio razvoj upravljanja imovinom i obavezama izvan osiguravajućih društava upravo iz razloga što velika osiguravajuća društva uglavnom nastoje da svojom imovinom i obavezama upravljaju interno).

6. REGULATIVNA OGRANIČENJA INVESTIRANJA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA

Osiguravajuća društva se na finansijskom tržištu pojavljuju u ulozi institucionalnih investitora odnosno finansijskih posrednika između sektora sa viškom finansijske štednje i sektora sa manjkom finansijske štednje. To je slučaj u gotovo svim razvijenim zemljama gde osiguravajuća društva predstavljaju najveće institucionalne investitore, posle komercijalnih banaka. Najznačajnija su svakako osiguravajuća društva životnih osiguranja jer su sredstva matematičke rezerve najkvalitetnija sredstva dugoročne štednje, ali značajno učešće imaju i osiguravajuća društva neživotnih osiguranja. Dakle, posmatrano sa finansijskog aspekta, osiguranje je značajno zbog formiranja rezervi putem kojih prikupljena novčana sredstva brojnih sitnih premijskih uplata dobijaju vid krupnih novčanih sredstava.

Raspoloživa sredstva osiguravajuća društva iz formiranih rezervi plasiraju u različite oblike finansijske i relane aktive kao što su akcije, obveznice, nekretnine, hipotekarni i drugi zajmovi i dr. Tekuću likvidnost osiguravajuća društva obezbeđuju držanjem određenog dela sredstava, kratkoročnih, u transakcionom novcu i kratkoročnim hartijama od vrednosti koje se mogu lako unovčiti na finansijskom tržištu. Osnovni cilj plasmana sredstava rezervi osiguravajućih društava jeste zaštita od rizika osiguranika i obezbeđenje maksimizacije dobiti na plasirana sredstva. U dosadašnjoj praksi poslovanja osiguravajućih društava zemalja regiona investicione aktivnosti nisu imale velikog značaja ali bi u narednom periodu trebalo očekivati njihovo značajnije učešće, kako zbog povećanja sigurnosti osiguranika i profitabilnosti samih osiguravajućih društava tako i zbog privrednog razvoja u celini. U Srbiji, na primer, Zakonom o osiguranju iz 2004. godine stvorene su institucionalne pretpostavke za aktivnije učešće domaćih osiguravajućih društava na finansijskom tržištu.

Tehničke rezerve imaju prvenstveno primarnu osiguravajuću ulogu a to je naknada štete ali i sekundarnu funkciju a to je plasman akumuliranih novčanih sredstava za pospešivanje nesmetanog odvijanja tokova reprodukcije, posebno u uslovima niske likvidnosti privrede. Zakonom o osiguranju⁴⁸ je uređeno da Narodna banka Srbije kontroliše oblike i visinu plasmana novčanih sredstava tehničkih rezervi. Sredstva tehničkih rezervi mogu se deponovati i ulagati u:

1. hartije od vrednosti i instrumenti tržišta novca koje su izdali Republika, države članice Evropske unije ili Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj, centralne banke država članica Evropske unije ili država članica navedene organizacije, odnosno za koje garantuje neki od navedenih subjekata;
2. hartije od vrednosti koje izdaju međunarodne finansijske organizacije čiji je Republika član;
3. dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave, kao i dužničke hartije od vrednosti za koje garantuje neki od navedenih subjekata;
4. dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na tržištu hartija od vrednosti u skladu sa zakonom;
5. dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na tržištu hartija od vrednosti ako je njihov izdavalac pravno lice koje ima sedište u Republici;
6. akcije kojima se trguje na tržištu hartija od vrednosti u skladu sa zakonom;
7. akcije kojima se ne trguje na tržištu hartija od vrednosti ako je njihov izdavalac pravno lice koje ima sedište u Republici;
8. vlasnički udeli privrednih društava koja imaju sedište u Republici;
9. investicione jedinice investicionih fondova;
10. epokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnostima – ako su upisane u zemljišne, odnosno druge javne knjige u Republici, ako donose prinos, ako je njihova kupovna cena određena na osnovu procene ovlašćenog procenjivača i ako su bez tereta.

Sredstva tehničkih rezervi mogu se deponovati kod banaka koje imaju sedište u Republici ili držati u gotovini u blagajni i na računu društva za osiguranje.

Društvo za osiguranje je dužno da sredstva tehničkih rezervi investira u skladu s pravilima koja se odnose na vrste osiguranja koje obavlja a koja proizlaze iz prirode rizika koji su tom vrstom osiguranja pokriveni, odnosno iz strukture pripadajućih obaveza. Investicioni portfolijo kreiran sredstvima tehničkih rezervi treba da obezbedi likvidnost, sigurnost i profitabilnost društva za osiguranje, izmirenje njegovih budućih obaveza, kao i disperziju rizika. Društvo za osiguranje je dužno da imovinu pribavljenu sredstvima tehničkih rezervi uskladi s prirodom obaveza po osnovu osiguranja, kako bi se rizik promene kamatnih stopa, deviznih kurseva ili drugih tržišnih parametara

⁴⁸ Zakon o osiguranju, "Službeni gl. Republike Srbije", broj 139/14, Beograd, 2014.

sveo na najmanju meru. Imovina društva za osiguranje smatra se valutno usklađenom sa obavezama ako je ukupna imovina u svim valutama jednaka ukupnim obavezama u svim valutama a razlika između imovine i obaveza u pojedinačnoj valuti ne prelazi 20% vrednosti te imovine, odnosno tih obaveza. Društvo za osiguranje je dužno da restrukturira investicioni portfolio kreiran sredstvima tehničkih rezervi, radi njegovog kontinuiranog prilagođavanja promenama relevantnih pokazatelja na finansijskim tržištima i omogućavanja bolje kontrole investicionih rizika.

Sredstvima matematičke rezerve o pribavlja se imovina koja služi za pokriće budućih obaveza po osnovu onih vrsta osiguranja za koje je potrebno formirati matematičku rezervu, a koja se ne sme koristiti za pokriće obaveza iz drugih vrsta osiguranja. Imovinom pribavljenom sredstvima matematičke rezerve upravlja se odvojeno od ostale imovine, a ona, pored prethodno navedenih oblika imovine, može obuhvatiti i predjumove do visine otkupne vrednosti ugovora o zaključenom životnom osiguranju. U slučaju zaključenja ugovora o životnom osiguranju, investiranje sredstava matematičke rezerve, odnosno tehničkih rezervi mora u najvećoj mogućoj meri pratiti odredbe tog ugovora.

Društvo za osiguranje je dužno da sredstva garantne rezerve investira u kategorije aktive koje obezbeđuju sigurnost, raspoloživost na dugi rok, kao i očuvanje realne vrednosti tih sredstava. Radi ispunjenja navedene obaveze društvo za osiguranje svojom investicionom politikom utvrđuje oblike imovine koja se može pribavljati sredstvima garantne rezerve i kriterijume za investiranje ovih sredstava. Narodna banka Srbije može bliže urediti pravila investiranja sredstava garantne rezerve.

Odlukom Narodne banke Srbije detaljnije se određuju ograničenja pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i najviših iznosa pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje.⁴⁹

Plasiranja sredstava za pokriće tehničkih rezervi životnih osiguranja u pojedine oblike plasmana ne mogu biti veća od sledećih procenata iznosa tih rezervi:⁵⁰

1. za ukupna plasiranja:

- od 10% – u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti i akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti (u daljem tekstu: hartije kojima se ne trguje), tj. u dužničke hartije od vrednosti i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na multilateralnu trgovačku platformu (u daljem tekstu: MTP), a od 5% za plasiranja u akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti (u daljem tekstu: akcije kojima se ne trguje), tj. akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na MTP,

⁴⁹ Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje, "Službeni glasnik RS", br. 87/2012

⁵⁰ Isto.

- od 35% – u depozite kod banaka sa sedištem u zemlji,
 - od 30% – u nepokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnostima u zemlji – ako su upisani u zemljišne, odnosno druge javne knjige, ako donose prinos, odnosno ako je u vezi s njima moguće očekivati prinos, ako je njihova kupovna cena određena na osnovu procene ovlašćenog procenjivača i ako su bez tereta (investicione nekretnine i izgradnja nekretnina namenjenih tržištu),
 - od 10% – u unapred isplaćeni iznos osigurane sume do visine otkupne vrednosti utvrđene ugovorom o životnom osiguranju – predujam;
2. za pojedinačna plasiranja:
- od 10% – u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti (u daljem tekstu: obveznice autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje), tj. u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave kojima se trguje na regulisanom tržištu, odnosno na MTP, kao i u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave kod kojih je u odluci o izdavanju, odnosno prospektu jasno izražena namera uključivanja na regulisano tržište, odnosno na MTP (jednog izdavaoca),
 - od 5% – u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti i akcije kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti (u daljem tekstu: hartije ostalih pravnih lica kojima se trguje), tj. u dužničke hartije od vrednosti i akcije kojima se trguje na regulisanom tržištu (segment listing i segment nije listing – open market), odnosno na MTP, u dužničke hartije od vrednosti kod kojih je u odluci o izdavanju, odnosno prospektu jasno izražena namera uključivanja na regulisano tržište, odnosno na MTP i u dužničke hartije od vrednosti i akcije pravnih lica sa sedištem u državama članicama Evropske unije, odnosno OECD-a (jednog izdavaoca),
 - od 1% – u hartije kojima se ne trguje, tj. u dužničke hartije od vrednosti i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na MTP (jednog izdavaoca),
 - od 10% – ukupno u depozite kod jedne banke,
 - od 10% – u jednu nepokretnost i druga stvarna prava na nepokretnosti u zemlji, odnosno u više nepokretnosti koje su međusobno tako povezane da predstavljaju jedno ulaganje – ako su upisani u zemljišne, odnosno druge javne knjige, ako donose prinos, odnosno ako je u vezi s njima moguće očekivati prinos, ako je njihova kupovna cena određena na osnovu procene ovlašćenog procenjivača i ako su bez tereta (investicione nekretnine i izgradnja nekretnina namenjenih tržištu).

Plasiranja sredstava za pokriće tehničkih rezervi neživotnih osiguranja u pojedine oblike plasmana ne mogu biti veća od sledećih procenata iznosa tih rezervi:⁵¹

1. za ukupna plasiranja:
 - od 10% – u hartije kojima se ne trguje, tj. u dužničke hartije od vrednosti i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na MTP, a od 5% za plasiranja u akcije kojima se ne trguje, tj. u akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na MTP,
 - od 40% – u depozite kod banaka sa sedištem u zemlji,
 - od 20% – u nepokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnostima u zemlji – ako su upisani u zemljišne, odnosno druge javne knjige, ako donose prinos, odnosno ako je u vezi s njima moguće očekivati prinos, ako je njihova kupovna cena određena na osnovu procene ovlašćenog procenjivača i ako su bez tereta (investicione nekretnine);
2. za pojedinačna plasiranja:
 - od 10% – u obveznice autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje, tj. u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave kojima se trguje na regulisanom tržištu, odnosno na MTP, kao i u dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave kod kojih je u odluci o izdavanju, odnosno prospektu jasno izražena namera uključivanja na regulisano tržište, odnosno na MTP (jednog izdavaoca),
 - od 5% – u hartije ostalih pravnih lica kojima se trguje, tj. u dužničke hartije od vrednosti i akcije kojima se trguje na regulisanom tržištu, odnosno na MTP, u dužničke hartije od vrednosti kod kojih je u odluci o izdavanju, odnosno prospektu jasno izražena namera uključivanja na regulisano tržište, odnosno na MTP i u dužničke hartije od vrednosti i akcije pravnih lica sa sedištem u državama članicama Evropske unije, odnosno OECD-a (jednog izdavaoca),
 - od 1% – u hartije kojima se ne trguje, tj. u dužničke hartije od vrednosti i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište, odnosno na MTP (jednog izdavaoca),
 - od 10% – ukupno u depozite kod jedne banke,
 - od 10% – u jednu nepokretnost i druga stvarna prava na nepokretnosti u zemlji, odnosno u više nepokretnosti koje su međusobno tako povezane da predstavljaju jedno ulaganje – ako su upisani u zemljišne, odnosno druge javne knjige, ako donose prinos, odnosno ako je u vezi s njima moguće očekivati prinos, ako je njihova kupovna cena određena na osnovu procene ovlašćenog procenjivača i ako su bez tereta (investicione nekretnine).

⁵¹ Isto.

Društvo je dužno da sredstva za pokriće tehničkih rezervi plasira u najboljem interesu svih osiguranika i korisnika osiguranja, na način koji odgovara prirodi i trajanju obaveza iz ugovora o osiguranju, odnosno reosiguranju, uzimajući u obzir valutnu usklađenost imovine i obaveza, a, u slučaju sukoba interesa, dužno je da obezbedi njihov plasman u najboljem interesu osiguranika i korisnika osiguranja. Društvo može plasirati sredstva samo u oblike čiju rizičnost može valjano da utvrdi, meri, kontroliše i njome upravlja, u kom slučaju o tome sačinjava izveštaje. Društvo je dužno da plasman sredstava vrši na način koji obezbeđuje likvidnost, sigurnost, profitabilnost i adekvatnu diversifikaciju plasmana sredstava u celini, kao i raspoloživost tih sredstava za izmirenje svih obaveza, očekivanih i neočekivanih. Društvo je dužno da najmanje jednom godišnje preispituje i, po potrebi, menja politike za upravljanje rizicima plasmana i da obezbedi procenu vrednosti plasmana, a ako nastanu značajnije promene u rizičnom profilu plasmana – i češće.

Zakonom o osiguranju je određeno da se investiranje sredstava rezervi osiguravajućih društava ostvaruje u zemlji a da u inostranstvu može biti plasirano do 25% ukupnih investicija.

Ujednačavanje (harmonizacija) nacionalnih prava osiguranja se na nivou Evropske Unije ostvarivalo i ostvaruje putem direktiva. Sve direktive donesene u oblasti osiguranja imale su jedinstven cilj, da se ostvari jedinstveno evropsko tržište na kome će vladati potpuna sloboda pružanja usluga osiguranja. Tako je Direktivom 2002/83/EC⁵², koja se odnosi na životno osiguranje, i Direktivom 92/49/EEC⁵³, koja se odnosi na neživotna osiguranja, regulisano u pogledu investiranja da osiguravajuća društva ne smeju plasirati tehničkih rezervi više od:

- (a) 10 % od ukupnih tehničkih rezervi u jenu nepokretnost ili više nepokretnosti koje su bliske jedna drugoj kako bi se smatrale jednom investicijom,
- (b) 5% od ukupnih tehničkih rezervi u akcije i druge hartije od vrednosti kao što su obveznice, dužničke hartije od vrednosti i druge instrumente tržišta novca ili tržišta kapitala do istog lica ili u zajmove date istom korisniku s tim što ovaj limit može biti povećan na 10% ukoliko se ne investira više od 40% u zajmove i hartije od vrednosti od ukupne tehničke premije pri čemu u svaki pojedinačni oblik investira više od 5%,
- (c) 5% od ukupnih tehničkih rezervi u neobezbeđene zajmove (uz ograničenje na 1% za svaki neobezbeđeni zajam isključujući pri tome obezbeđene zajmove date kreditnim institucijama i društvima za osiguranje) Ovi limiti mogu biti povećani respektivno na 8% odnosno 2% od slučaja do slučaja od strane zakonodavstva države članice,
- (d) 3% od ukupnih tehničkih rezervi u gotovini,
- (e) 10% od ukupnih tehničkih rezervi u akcijama, drugim hartijama od vrednosti koje se tretiraju kao akcije i kao dužničke hartije od vrednosti sa kojima se ne trguje na regulisanim tržištima.

⁵² Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002, *Official Journal of the European Communities* L 345/22, 19.12.2002., Član 24

⁵³ Council Directive 92/49/EEC of 18 June 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (third non-life insurance Directive), *Official Journal* L 228 , 11/08/1992, Član 22

Dosadašnji regulatorni okvir solventnosti u EU, kao i regulacije solventnosti izvan zemalja članica, nisu uzimali u obzir investicioni rizik prilikom određivanja potrebnog kapitala za obezbeđenje solventnosti, već je razmatran isključivo u kontekstu regulisanja investiranja sredstava tehničkih rezervi. Solventnost II će omogućiti otklanjanje uočenih nedostataka postojeće regulative, pre svega u domenu obuhvatnosti rizika prilikom utvrđivanja veličine potrebnog kapitala. Imajući to u vidu, potencijalno najznačajniji uticaj novog regulatornog okvira Solventnost II će biti u domenu uključivanja svih rizika, odnosno ne samo rizika osiguranja već i tržišnog ili investicionog rizika, kreditnog i operativnog rizika prilikom utvrđivanja veličine potrebnog kapitala. Uključivanjem i investicionog rizika prilikom određivanja adekvatnosti kapitala osiguravača, Solventnost II će neminovno imati značajnog uticaja na investicione aktivnosti osiguravajućih i reosiguravajućih društava. Naime, uzimanje u obzir investicionog rizika uticaće na osiguravače da obazrivije plasiraju raspoloživa sredstva tehničkih rezervi, što će podrazumevati plasmane u manje rizične finansijske instrumente, kao što su obveznice i izbegavanje rizičnijih finansijskih instrumenata, ili će morati posedovati dodatni kapital kako bi mogli podržati uvećani investicioni rizik. Posebno naglašen uticaj investicionog rizika biće u domenu osiguranja dugoročnijeg karaktera, kao što su životna osiguranja i osiguranja od odgovornosti.

Solventnost II će uticati na obazrivije investiranje zbog potrebe smanjenja solventnosnog kapitalnog zahteva ali neće direktno ograničavati vrste plasmana koji će biti zastupljeni u investicionim portfeljima osiguravača i reosiguravača. Međutim, implicitno će zahtevati redukovanje varijabilnosti bilansa smanjivanjem izloženosti tržišnom, odnosno investicionom riziku. Prilikom izračunavanja kapitalnih zahteva primenom standardne formule u obzir će se uzeti više vrsta investicionog rizika: 1) rizik promene kamatne stope (Posebno je značajan za osiguravajuća društva životnih osiguranja koja nude usluge osiguranja koje sadrže ugrađene opcije ili garancije prema osiguranicima.); 2) rizik promene cena akcija (Posebno je značajan za osiguravajuća društva koja nude usluge osiguranja života sa učešćem osiguranika u riziku i osiguranja povezana sa ulaganjima u investicione fondove.); 3) valutni rizik (Za osiguravajuća društva izvan evrozone moguć je veći uticaj valutnog rizika u vidu dodatnih kapitalnih zahteva ili potrebe dodatnog redukovanja usled odsustva mogućnosti pristupa likvidnim finansijskim tržištima.); 4) rizik negativne promene cena nekretnina; 5) rizik promene raspona (Rizik koji reflektuje promene u vrednosti neto aktive koje nastaju kao posledica promena u visini prinosa na tu aktivu u odnosu na bezrizičnu. Ovaj rizik se odnosi na promene u nivou i varijabilnosti raspona a primenjuje se na obveznice, hipotekarne zajmove, kreditne derivate i strukturirane kredine instrumente kao što su produkti sekjuritizacije potraživanja i kolateralizovane dužničke obligacije.) i 6) rizik koncentracije (Ovaj rizik veći je u slučaju loše diverzifikovanih u odnosu na dobro diverzifikovane investicione portfelje.).

Uticaj investicionog rizika je posebno naglašen imajući u vidu da je proporcionalno predstavljao najveću komponentu rizika kod primene standardne formule u izračunavanju solventnosnog kapitalnog zahteva u okviru pete kvantitativne studije. Od navedenih rizika dominantan uticaj na poziciju solventnosti imali su rizik promene cene akcija, rizik kamatne stope i rizik promene raspona.

U uslovima primene Solventnost I regulatornog okvira dodavanje tzv. alternativnih oblika plasmana investicionim portfeljima unapređuje mogućnosti ostvarenja viših prinosa ali omogućava i redukovanje investicionom riziku. Naime, relativno mala varijabilnost i nizak nivo korelacije alternativnih plasmana sa ostalim finansijskim instrumentima u koje osiguravajuća i reosiguravajuća društva plasiraju svoja sredstava doprinosili su kvalitetu ovih plasmana. Međutim, prelaskom na Solventnost II primena alternativnih plasmana neće više biti privlačna. Naime, za alternativne plasmane, posebno ulaganja u hedž fondove, osiguravajuća i reosiguravajuća društva će morati obezbediti dodatni kapital u cilju obezbeđenja solventnosnog kapitalnog zahteva.

Nova regulativa solventnosti u EU zastupa ekonomski pristup u određivanju pozicije solventnosti, što zahteva procenu vrednosti pozicija imovine i obaveza što približnije njihovoj stvarnoj ekonomskoj vrednosti. Solventnost II naglašava značaj realistične procene vrednosti bilansnih pozicija kao osnove primene regulacije solventnosti koja se bazira na utvrđivanju potrebnog kapitala na osnovu konkretnih izloženosti rizicima osiguravajućih i reosiguravajućih društava. Suštinski, procena vrednosti imovine i obaveza će biti vršena po njihovoj tržišnoj a ne knjigovodstvenoj vrednosti. U slučaju obaveza primenjivaće se pristup najbolje procene dok će vrednost pozicija imovine biti determinisana tržišnim kretanjima. Tržišna vrednost imovine i obaveza predstavljace osnovu prilikom determinisanja pozicije solventnosti što će implicirati potrebu za posedovanjem adekvatne veličine kapitala koja će reflektovati kratkoročne promene u proceni vrednosti imovinskih pozicija. Navedeno implicira da će Solventnost II promeniti fokus osiguravajućih društava sa dugoročnih na kratkoročne prinose što će neminovno usloviti potrebu za promenom u strukturu investicionih plasmana. Naime, primena tržišne vrednosti u proceni imovinskih pozicija, koja uslovljava osetljivost svih plasmana u investicionim portfeljima osiguravača i reosiguravača na kratkoročne fluktuacije na finansijskim tržištima, može podstaći osiguravajuća i reosiguravajuća društva da investicione strategije preformulišu u pravcu veće orijentacije na kratkoročne finansijske rezultate. Ovo može biti naročito štetno za osiguravajuća društva životnih osiguranja s obzirom da tržišna vrednost imovinskih pozicija ne mora predstavljati i najbolju procenu njihove vrednosti u svetlu povezanosti sa obavezama prema osiguranicima što se može potencijalno negativno odraziti na finansijsku uspešnost poslovanja osiguravajućih društava.

Očekivanja rejting agencije Fitch su da će promena vrednovanja pozicija imovine i obaveza sa knjigovodstvene na tržišnu vrednost kao i potreba izdvajanja dela kapitala za pokriće kratkoročne varijabilnosti u tržišnoj vrednosti pojedinih plasmana neminovno dovesti do preorijentacije investicionih strategija osiguravajućih društava, što će posledično usloviti promene u ponudi i tražnji za pojedinim finansijskim instrumentima.⁵⁴ Očekivanja su da će osiguravajuća društva značajno promeniti strukturu svojih investicionih portfelja kako bi optimizovali svoju poziciju solventnosti ali da se promene u strukturi investicionih plasmana neće ostvariti u kratkom roku, imajući u vidu postepenu primenu zahteva nove regulative. U izveštaju rejting agencije Fitch navodi se da će ključne promene biti:⁵⁵ 1) preusmeravanje fokusa sa dugoročnih na kratkoročne dužničke instrumente; 2) povećanje atraktivnosti korporativnih i državnih obveznica koje imaju viši rejting; 3) smanjivanje izloženosti rizicima plasmana u akcije; 4) povećanje atraktivnosti obveznica obezbeđenih gotovinskim tokovima iz hipotekarnih ili zajmova javnog sektora, s obzirom da je reč o visoko kvalitetnim finansijskim instrumentima koji obezbeđuju pored sigurnosti i relativno visoke prinose; 5) povećanje primene finansijskih instrumenata baziranih na dugoročnim svop stopama (reč je o stopama po kojima će se izvršiti svop, odnosno zamena jedne hartije od vrednosti drugom kako bi se promenilo dospeće u slučaju obveznica, kvalitet emisije u slučaju obveznica i akcija, jedna kamatna stopa drugom, jedna valuta drugom, i sl.); i 6) prelazak sa kratkoročnih hartija od vrednosti na depozite. Preorijentaciju sa dugoročnih na kratkoročne prinose potvrđuje i zajednička studija dve konsultantske kompanije – Morgan Stanley i Oliver Wyman.⁵⁶ Ovom studijom kvantitativno je potvrđeno da ulaganja u akcije i nekretnine zahtevaju znatno veće rezervacije kapitala u odnosu na obveznice. Takođe, utvrđene su i razlike u pogledu kapitalnih zahteva između obveznica različitog dospeća tako da su trogodišnje obveznice manje rizične od petogodišnjih, ove od sedmogodišnjih i ove od desetogodišnjih. Povećani kapitalni zahtevi reflektuju se i na prinose pri čemu prinosi na trogodišnje obveznice mogu imati približno tri puta veće prinose u odnosu na desetogodišnje obveznice.

Osiguravajućim i reosiguravajućim društvima pored promene strukture investicionih portfelja, u cilju udovoljavanja kapitalnim zahtevima koje nameće Solventnost II i u cilju ostvarenja profitabilnosti izbegavanjem suvišnog vezivanja kapitala uzrokovanog uzimanjem u ozbir i investicionog rizika, smanjenje izloženosti investicionom riziku mogu ostvariti i primenom usaglašavanja imovine i obaveza i kupovinom finansijskih derivata. Osiguravajuća

⁵⁴ *Solvency II Set to Reshape Asset Allocation and Capital Markets*, Insurance Rating Group Special Report, FitchRatings, New York, June 2011.

⁵⁵ Isto.

⁵⁶ *Solvency 2: Quantitative & Strategic Impact: The Tide is Going Out*, Morgan Stanley Research Europe and Oliver Wyman, September 22, 2010.

društva u cilju zaštite ili hedžinga od investicionog rizika uobičajeno koriste koordinirano upravljanje imovinom i obavezama, odnosno usaglašavanjem pozicija imovine i obaveza. Osnovni cilj koordiniranog upravljanja imovinom i obavezama jeste da se proceni rizik i da se razviju optimalne investicione strategije koje će omogućiti maksimiziranje prinosa na datom nivou rizika. Koordinirano upravljanje imovinom i obavezama osiguravajućih društava omogućava usaglašenost investicija sa karakterom njihovih obaveza. Ravnoteža ulaganja i obaveza može se ostvarivati 1) usaglašavanjem ukupnog obima plasmana sa obimom obaveza, 2) usaglašavanjem roka dospeća (vremensko usaglašavanjem), 3) valutnim usaglašavanjem i 4) usaglašavanjem sa inflacijom.⁵⁷ Alternativno, osiguravajuća društva u cilju zaštite od izloženosti investicionom riziku mogu koristiti kupovinu finansijskih derivata. Hedžing primenom finansijskih derivata najčešće se ostvaruje kupovinom prodajnih opcija za akcije ili kupovinom opcija na svopove (svopopcija) u cilju redukcije rizika promene kamatne stope.

Posebno je značajna zaštita od investicionog rizika u slučaju osiguravajućih društava životnih osiguranja.⁵⁸ Osiguravači koji nude usluge osiguranja života bazirane na jednokratnom plaćanju premije rizik neusaglašenosti investicija sa obavezama mogu redukovati kupovinom obveznica koje su po vrednosti, dospeću, kamatnim stopama i valuti usaglašene sa obavezama. Međutim, u slučaju polisa osiguranja sa godišnjim uplatama premija, zaštita od rizika neće biti obezbeđena samo koordiniranim upravljanjem imovinom i obavezama već i primenom svopopcija. Reč je o instrumentima koji omogućavaju opciju na zamenu fiksne garantovane kamatne stope za varijabilnu kamatnu stopu, kao što je LIBOR ili EURIBOR koja se očekuje da će se ostvariti investiranjem u kratkoročne hartije od vrednosti. Ove opcije daju pravo (ali ne predstavljaju i obavezu) kupcu opcije da ukoliko kamatne stope padnu zameni nižu varijabilnu za višu fiksnu garantovanu kamatnu stopu.

Solventnost II će za veće izloženosti investicionom riziku zahtevati veći solventnostni kapital što će uticati na osiguravajuća društva da veći deo svojih investicija usmeravaju ka sigurnijim plasmanima. Sam pravac promena zavisice od postojeće strukture investicionog portfelja osiguravača kao i od nivoa razvijenosti finansijskih tržišta. Osim što će finansijska tržišta uticati na investicione aktivnosti a time i poziciju solventnosti osiguravajućih društava, osiguravači će sa svoje strane investicionim aktivnostima uticati na finansijska tržišta. Naime, potreba za redukcijom investicionog rizika usloviće veću tražnju za hartijama od vrednosti fiksnog prinosa, odnosno prvenstveno za državnim obveznicama, što će uzrokovati rast njihovih cena ali i pad kamatnih

⁵⁷ Njegomir, V.: "Upravljanje imovinom i obavezama osiguravajućih društava", Računovodstvo, Vol. 50, Br. 5-6, 2006, str. 94-103.

⁵⁸ Baur, P. And Enz, R.: "Solvency II: an integrated risk approach for European insurers", Sigma No. 4/2006, Swiss Re, Zurich, 2006, str. 33

stopa. S druge strane, smanjenje tražnje za akcijama reflektovaće se tako što će prvo biti ugrožene najlikvidnije ali će dugoročni efekti biti veći za manje likvidne akcije imajući u vidu da za njih relativno mala promena u obimu trgovanja ima znatno veći uticaj na cenu. Dodatna varijabilnost cena akcija uslovlila bi još manju tražnju za ovim hartijama od vrednosti. Takođe, Solventnost II će usloviti i smanjenje obima plasmana u nekretnine i sa nekretninama povezane hartije od vrednosti što će potencijalno uticati na relativno smanjenje cena nekretnina i sa njima povezanih hartija od vrednosti. Konačno, neusaglašenost između ponude i tražnje za državnim obveznicama potencijalno će stvoriti prostora za visoko rangirane korporativne obveznice. Osiguravajuća društva mogu biti zainteresovana za ulaganja u korporativne obveznice visokog rejtinga s obzirom da ove hartije od vrednosti za neznatno povećan rizik omogućavaju investitorima više stope prinosa i mogućnost dodatne diverzifikacije investicionog portfelja a time i dodatnu redukciju investicionog rizika. Povećana tražnja za korporativnim obveznicama uslovlila bi niže troškove kapitala za njihove emitente i posledično povećanje obima investicija što se u krajnjoj instanci može odraziti na ubrzaniji ekonomski razvoj.

7. KORACI, CILJEVI I RIZICI PLASMANA FINANSIJSKIH SREDSTAVA OSIGURAVAČA

Investicioni menadžment sredstvima rezervi osiguravajućih društava trebao bi da obuhvati sledećih pet koraka:

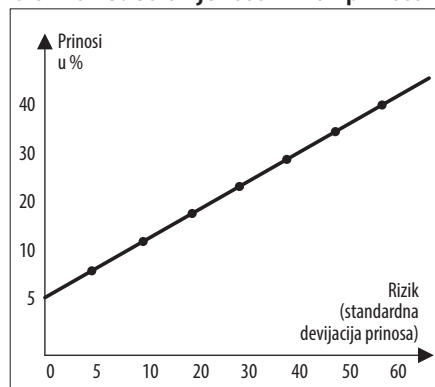
- postavljanje investicionih ciljeva,
- definisanje investicione politike,
- izbor portfolio strategije,
- izbor pojedinih elemenata portfelja,
- merenje i procena performansi.

Prvi korak procesa investicionog menadžmenta jeste postavljanje ciljeva investiranja koje osiguravajuće društvo treba da ostvari investiranjem. Primarni cilj investiranja jeste obezbeđenje optimalnog balansa između rizika i prinosa te na tim osnovama stvaranje vrednosti i obezbeđenje sigurnosti za osiguravajuća društva, njihove akcionare i osiguranike ali i privredu u celini. Preduslov optimalnom balasu rizika i prinosa jeste mogućnost da se dostigne granica efikasnog portfolija, koji se javlja u slučaju kada nije moguće dodatno povećavati prinose od investiranja a da se istovremeno ne povećavaju i rizici. Slučaj kada se mogu povećavati prinosi bez povećavanja rizika jeste primer neefikasnog investiranja (povezanost rizika i prinosa pokazuje grafikom). Otuđa je pre svega potrebno odrediti meru tolerancije na rizik koju osiguravajuće društvo želi da prihvati.

Ograničenja plasmana mogu uključivati likvidnost, vremenski horizont investicije, osetljivost na inflaciju, regulative, poreze, računovodstvena pravila. Sva ograničenja suštinski su povezana sa obavezama koje osiguravajuća društva imaju, na primer⁵⁹:

- ograničenja koja se odnose na likvidnost povezana su sa potrebom investitora da povuče plasirana sredstva u ukupnom iznosu ili sa potrebom izmirenja redovnih plaćanja,
- vremenski horizont investicije se odnosi na planirani datum likvidacije investicije i najčešće se meri putem koncepta stvarne dospelosti ili trajanja,
- osetljivost na inflaciju se odnosi na potrebu da se imovina zaštiti od inflacije (putem na primer indekiranih obveznica),
- plasmani osiguravajućih društava su uglavnom određeni od strane regulatornih organa,
- izdaci za poreze mogu promeniti prirodu optimalnog balansa rizik – stopa prinosa,
- računovodstvena pravila mogu uticati na kreiranje različitih “optimalnih” portfolija.

Grafikon 5: Uslovljenost rizika i prinosa



Izvor: Njegomir, V.: Osiguranje, Ortomedics book, Novi Sad, 2011.

Investiciona strategija osiguravajućih društava zavisi od tri ključna faktora: 1) karakteristika obaveza, 2) raspoloživih oblika imovine u koju se može ulagati kao i odnosa rizika i prinosa i 3) državne regulative. Državna regulativa čini poseban deo ovog rada kao i upravljanje aktivom i pasivom, dok različite oblike imovine analiziramo u delu koji se bavi specifičnostima investicionog portfelja osiguravajućih društava. Naglašavamo samo da u zavisnosti od ročnosti i predvidivosti obaveza osiguravajućih društava dominantno zavisi njihova investiciona strategija. Ročnost obaveza određuje vremenski horizont za investicije dok predvidivost obaveza određuje zahtevanu likvidnost investicija (vidi tabelu).

Drugi korak jeste definisanje investicione politike kako bi se ostvarili postavljeni ciljevi investiranja. Postavljanje politike započinje sa koncipiranjem alokacije finansijskih sredstava u glavne klase imovine odnosno proizvode tržišta kapitala. Osnovne klase su akcije, hartije od vrednosti sa fiksnim prinosom, nekretnine i inostrane hartije od vrednosti. Pri tome se moraju imati

⁵⁹ Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, MA, 2011, str. 53

Tabela 5: Karakteristike obaveza determinišu investicionu strategiju osiguravača

| Vrsta obaveze | Neživotno | Životno osiguranje, osiguravač preuzima investicioni rizik | Životno osiguranje, osiguranik preuzima investicioni rizik |
|---------------------------------|---------------------------------|--|---|
| Iznos u mlrd. evra (u 2011. g.) | 890 | 2820 | 1670 |
| Trajnost obaveza | Uobičajeno 1-5 god. | Uobičajeno > 8 god. | Uobičajeno 5-8 god. |
| Zahtevana likvidnost | Srednja, nema otkupne vrednosti | Niska, prekid osiguranja se naplaćuje | Visoka, osiguranici mogu menjati fondove i isplaćuje se puna vrednost sa polise |
| Ciljani prinos | Nema garantovanog prinosa | Česte investicione garancije | Prinosi bazirani na izabranom fondu |
| Tipična investiciona strategija | Kratkoročni plasmani, likvidni | Dugoročni plasmani, orijentacija na visoke prinose | Fleksibilni plasmani, bazirani na maksimizaciji prinosa u zavisnosti od tolerancije osiguranika na investicioni rizik |

Izvor: Funding the future: Insurers' role as institutional investors, Insurance Europe, Brussels, June 2013, str. 14.

u vidu obaveze prema osiguranicima kao i regulatorna ograničenja. Takođe se moraju uzeti u obzir porezi kao i implikacije finansijskog izveštavanja prilikom usvajanja investicione politike. Tako na primer osiguravajuća društva mogu da se opredele za državne obveznice ili obveznice lokalnih organa uprave koje su oslobođene poreza. Osiguravajuća društva svojom investicionom politikom moraju uzeti u obzir veličinu kapitala kao i sposobnost apsorbovanja potencijalnih gubitaka. Takođe u okviru investicione politike moraju se ustanoviti limiti izloženosti jednom ekonomskom subjektu, jednoj oblasti industrije, pojedinim finansijskim instrumentima te riziku kamatne stope i deviznog kursa. Pri tome, najmanje jednom godišnje investiciona politika mora biti predmet razmatranja i prihvatanja od strane upravnog odbora osiguravajućeg društva ili nekog drugog organa imenovanog od strane upravnog odbora.

Treći korak investicionog menadžmenta jeste izbor portfolio strategije kojom se konkretizuje izabrana investiciona politika i nastoje ostvariti postavljeni ciljevi. Portfolio strategije se mogu klasifikovati na aktivne, pasivne i mešovite (koje uključuju elemente i aktivnih i pasivnih strategija). Esencijalno za sve aktivne strategije jesu očekivanja vezana za faktore za koje se očekuje da će imati prioritetnog uticaja na performanse određene klase imovine. Pasivne strategije uključuju minimalna očekivanja a najpopularnija od njih je strategija indeksiranja. Cilj je da se kopiraju performanse vodećeg indeksa na tržištu. indeksiranje se uglavnom primenjuje za akcije a primena na hartije

od vrednosti sa fiksnim prinosom je novijeg datuma. U domenu hartija od vrednosti sa fiksnim prinosom u upotrebi su više tzv. strukturne portfolio strategije. Ovim strategijama se struktura portfolio tako da se ostvare performanse određenog vodećeg repera.

Kada je izabrana portfolio strategija pristupa se izboru konkretnih oblika imovine koji će biti uključeni u portfolio. U ovom koraku osiguravajuća društva pokušavaju da konstruišu optimalni odnosno efikasni portfolio. Optimalni portfolio je onaj koji obezbeđuje najveći prinos pri datom nivou rizika odnosno najniži rizik pri datom nivou prinosa.

Poslednji korak procesa investicionog menadžmenta jeste merenje i procena investicionih performansi. Treba imati u vidu kod merenja performansi (koje se utvrđuju upoređivanjem sa određenim realnim reperom) da one u osnovnom pogledu mogu delovati superiorno ali to ne znači da su ostvareni investicioni ciljevi. Zbog izuzetnog značaja ciljeva investiranja, portfolio menadžmenta i merenja performansi, njema će biti posvećena posebna pažnja.

Uz poštovanje osnovnih načela poslovanja osiguravajućih društava, postoje četiri osnovna principa investiranja koje osiguravajuća društva moraju poštovati prilikom donošenja investicionih odluka:

- maksimiziranje stope prinosa na plasirana sredstva,
- maksimiziranje investicione sigurnosti,
- ravnoteža ulaganja sa obavezama osiguravajućeg društva i
- zadovoljavanje regulatornih zahteva (održavanje solventnosti).

Maksimiziranje stope prinosa obezbeđuje profit akcionarima, pomaže pokriću gubitaka nastalih u drugim segmentima (kao što je gubitak po osnovu ostvarenje rizika kod osiguranika) i omogućava formiranje konkurentnih premija. Omogućavanje maksimiziranja stope prinosa na investicije je moguće ukoliko investicioni menadžment ima potpunu slobodu odlučivanja u pogledu investicionih mogućnosti. Pri tome uticaj troškova oporezivanja mora biti razmotren, zajedno sa troškovima menadžmenta i trgovanja u izboru optimalne strategije investiranja koja će obezbediti minimiziranje troškova a kao posledica toga javlja se veći prinos na investiciju.

Investiciona sigurnost ima prioritetni značaj u obezbeđivanju uslova da osiguravajuće društvo izmiri svoje obaveze. Potrebno je dakle obezbediti stabilan tok investicionih profita. investiciona sigurnost se postiže kroz minimiziranje fluktuacije odnosno nestabilnosti investicija i dobru utrživost i diverzifikovanost instrumentata u portfoliju. Treba imati u vidu da povećanje investicione sigurnosti je povezano sa smanjenjem stope prinosa od investicija.

Razvoj merenja performansi predstavlja preduslov uspešnog investiranja i ključan je za sve institucionalne investitore. Značajno je u tom smislu navesti citat poznatog američkog rukovodioca Jack Welch-a, generalnog direktora General Electric-a: "Postoje tri osnovne stvari koje je potrebno meriti u biznisu a to su: satisfakcija potrošača, satisfakcija zaposlenih i novčani tok. Ako

postoji rastuća satisfakcija potrošača povećava se tržišno učešće. Zadovoljniji zaposleni generišu veću produktivnost rada, kvalitet i kreativnost. Novčani tok predstavlja puls, vitalni signal života kompanije”.

Analiza performansi i upravljanje rizikom su ključni elementi dobrih investicionih odluka koje osiguravajuća društva moraju da donose na današnjem složenom finansijskom tržištu kako bi unapredili efikasnost plasmana sredstava fondova osiguranja a kroz procenu, merenje i proaktivni menadžment investicijama. Kod osiguravajućih društava postoji jasan interes u pogledu potrebe za određivanjem kvaliteta upravljanja imovinom kako bi se obezbedilo da troškovi i rizici budu minimizirani. Zbog specifičnosti poslovanja i društvene uloge koju osiguranje ima, kod osiguravajućih društava se osim o visini prinosa na investicije kao osnovnoj meri performansi investicionog ponašanja osiguravajućih društava, mora posvetiti pažnja i sigurnosti plasmana.

U praksi, merenje investicionih performansi se u osnovi svodi na preciznu kalkulaciju prinosa na portfolio u određenom periodu, praćeno daljim razmatranjima, koja mogu uključivati kalkulaciju rizika, poređenje sa drugim portfolijima, poređenje sa performansama ukupnog tržišta i sa performansama apsolutnih repera. Merenje performansi ima osnovne konceptualne i praktične probleme u pogledu valutnih razlika, vremenskih razlika, postupanja sa prihodima, upotrebe aritmetičke nasuprot geometrijskoj sredini, rizikom prilagođena merenja performansi, probleme sa promenom srednje vrednosti i rizika portfolija i dr. Zbog toga je koncipiran standard, od strane Asocijacije za investicioni menadžment i istraživanja (Association for Investment Management and Research), sa nazivom “globalni investicioni standardi za merenje performansi” (global investment performance standards).⁶⁰

Za osiguravajuća društva od posebnog je značaja da razviju set preciznih, relevantnih i konzistentnih mera performansi investicija i ukupnog poslovanja. Pokazatelji koji se koriste u merenju performansi osiguravajućih društava su brojni⁶¹: opšti pokazatelji (pokazatelji razvoja poslovanja, stabilnosti poslovanja, produktivnosti i rizika poslovanja), pokazatelji likvidnosti i pokazatelji profitabilnosti. Osim ovih pokazatelja i kod osiguravajućih društava se mogu meriti i performanse centara odgovornosti a to su: troškovni centri, profitni centri i investicioni centri.

Performanse investicionih centara⁶² se ocenjuju ne samo na osnovu veličina prihoda, troškova i profita, već i na osnovu veličine uloženog kapitala u cilju ostvarenja određenog profita uz satisfakciju osiguranika. Od racionalnog

⁶⁰ Global Investment Performance Standards 2010, Association For Investment Management and Research, 2014.

⁶¹ Lukić R.: *Računovodstvo osiguravajućih kompanija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003, str. 67

⁶² Kod manjih osiguravajućih društava se ovi centri ne moraju formirati, ali ključne karakteristike koje se odnose na merenje performansi investicionih centara mogu se primeniti na investicije osiguravajućih društava kada se u okviru njih investicione aktivnosti ne tretiraju kao poseban centar odgovornosti

korišćenja raspoloživog kapitala zavisi ukupna uspešnost poslovanja osiguravajućih društava. Osnovni indikator performansi investicionih centara jeste stopa prinosa koja predstavlja odnos prionosa od investicije i volumena plasiranog kapitala. Stopa prinosa je determinanta stope profita i obrta kapitala. Kontrolom faktora stope profita i obrta kapitala može se uticati na povećanje stope prinosa. Na ove elemente utiču i ostali centri odgovornosti, pre svega profitni centri. Za merenje performansi investicionih centara može se koristiti i rezidualni profit definisan kao razlika između profita i oportunitetnih troškova (kamate)⁶³. Oportunitetni troškovi su jednaki proizvodu (prosečne veličine) kapitala i opšte stope prinosa (tržišne kamatne stope). Kontrolom korišćenja kapitala ostvaruju se niži oportunitetni troškovi, a pri istom profitu, već i rezidualni profit kao mera performansi investicionih centara.

Da bi ostvarila uspeh u investiranju osiguravajuća društva moraju uspostaviti odnose odgovornosti. Ovaj proces obuhvata četiri ciklične faze: 1. faza formulisanja zahteva za koju je odgovoran viši menadžment. U okviru ove faze specificiraju se limiti izloženosti riziku i očekivanih prinosa na akcije akcionara osiguravajućeg društva. 2. Menadžeri koji upravljaju imovinom i obavezama odgovorni su za fazu dizajniranja, odnosno oni su odgovorni za rast i struktuiranje bilansa koji treba da zadovolje kriterijume specificirane od strane viših menadžera. 3. Portfolio menadžment osiguravajućih društava odgovoran je za fazu testiranja. U ovoj fazi se tekuće tržišne cene i likvidnost koriste kako bi se postigli postavljeni ciljevi bilansiranja i profitabilnosti a koji mogu biti realizovani u skladu sa tekućim tržišnim uslovima. 4. Menadžeri na nivou linija poslova i trgovanja su odgovorni za implementaciju. Reč je o nivou gde se trguje sa hartijama od vrednosti i gde se prikupljaju finansijska sredstva. Viši menadžment se izveštava o ostvarenim performansama i to predstavlja feedback odnosno povratnu informaciju koja omogućava korekcije od starta.

Upravljanje rizicima je sastavni deo upravljačkih aktivnosti osiguravajućih društava poslednjih pedeset godina i više, ali se u novije vreme, posebno poslednjih dvadesetak godina, naročito razvija kao filozofija upravljanja u svim sektorima. Reč je o metodologiji koja se bazira na matematičkim metodama i zdravorazumskom rasuđivanju čime se omogućava jasno usmeravanje procesa poslovnog odlučivanja. Ono što razlikuje moderne ekonomije od prošlosti jeste upravo sposobnost privrednih subjekata da identifikuju rizike, ocene njihove potencijalne efekte, odnosno posledice i saobrazno dobijenim rezultatima preduzmu adekvatne akcije kao što su transferisanje, prevencija i redukcija, izbegavanje ili zadržavanje rizika. Pod upravljanjem rizikom podrazumeva se "skup koordinisanih aktivnosti upravljanja i kontrolisanja organizacije u pogledu rizika"⁶⁴. Upravljanje rizikom povećava verovatnoću uspeha i smanjuje i verovatnoću neuspeha i neizvesnost. Međutim, upravljanje rizikom ne znači

⁶³ Lukić R.: *Računovodstvo osiguravajućih kompanija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003, str. 78

⁶⁴ PD ISO/IEC Guide 73:2002 Risk management. Vocabulary. Guidelines for use in standards

nužno i minimiziranje rizika niti samo izbegavanje rizika. Ignorisanje rizika u donošenju strateških i taktičkih odluka u sadašnjim uslovima poslovanja bilo bi nezamislivo. S druge strane, povezanost rizika i prinosa oduvek je karakterisala civilizacijski razvoj. Upravo najuspešnije kompanije u svetu, kao što su na primer *General Motors*, *IBM*, *Microsoft* i *Google*, su svoj uspeh postigle ne na bazi minimiziranja ili izbegavanja već upravo suprotno, na osnovu prihvatanja rizika.

Ključni oblici prinosa na tržištu kapitala su: 1) dividenda, kao oblik prihoda vlasnika kapitala, 2) kamata, kao obil prihoda vlasnika obveznica i 3) kapitalna dobit, kao razlika između prodajne i kupovne cene kapitala. Akcionari su zainteresovani za stabilne prinose. Kamata predstavlja fiksnu obavezu na izdate obveznice. Kamata se isplaćuje pre isplata dividendi, zbog čega je kamata preduzeća niža od dividende. Kapitalna dobit, je razlika između prodajne i kupovne cene hartija od vrednosti, uvećana za operativne troškove. Ovaj oblik prinosa manje je izvestan od kamata i dividendi. U ostvarenju prinosa javljaju se brojni rizici. Postojanje rizika može se javiti i u samoj odluci o emisiji hartija od vrednosti. Nepoznavanje propisa iz područja poslovanja hartija od vrednosti, nestručnost, oscilacije kurseva i kamata, predstavlja ostvarenje rizika u poslovanju na finansijskom tržištu, odnosno rizika za poslovanje osiguravajućih društava u ulozi institucionalnih investitora.

Svi rizici na tržištu novca i kapitala mogu se podeliti u dve grupe:⁶⁵

1. Rizici koji imaju tržišno-privredni karakter (privredna konjunktura, uslovi na tržištu, nestabilnost, tehnička dostignuća, kreditna, devizna i monetarna politika, spoljnotrgovinska politika, stepen društvene kontrole, poslovni odnosi i dr.) i
2. Rizici koji imaju spekulativni karakter (velike i neočekivane oscilacije uzrokovane berzanskim spekulacijama).

Rizici na finansijskom tržištu uključuju brojne rizike uključujući kamatne rizike, devizne rizike, kursne rizike, terminske rizike, neadekvatna finansijska regulativa, rizici prenosa novca i plaćanja, rizici krivih informacija i čistih spekulacija, devizna ograničenja i devizna kontrola i dr. Najčešći i ujedno i osnovni oblici rizika su:⁶⁶

1. Finansijski rizik je osnovni rizik kod svih finansijskih instrumenata. Obično se naziva kreditni rizik, a vezan je za neizvršavanje kreditnih obaveza, bilo u celosti, bilo delimično. Gubitak može biti u celini ili delimičan. Kod akcija finansijski rizik se javlja u obliku slabog poslovanja firme, tako da postoji rizik da se ne ostvari dividenda, ili se ostvari finansijski rezultat ali se ne može isplatiti dividenda. Investitori su posebno osetljivi navisinu rizika, tako da postoje specijalizovane agencije koje utvrđuju rejting hartija od vrednosti.

⁶⁵ Fabozzi, F. and Mann, S.: *Securities Lending and Repurchase Agreements*, John Wiley & Sons, 2005.

⁶⁶ Isto.

2. Rizik likvidnosti se javlja kada se finansijski instrument ne može prodati pre konačnog roka dospelosti, kada se instrument ne može pretvoriti u novac. Step en likvidnosti je utvrđen odnosom između maksimalno očekivane cene i tržišne cene koja se može dobiti prodajom u relativno kratkom roku. Neizvesnot u pogledu prodajne cene i lakog transformisanja u likvidan oblik (novac) direktno utiče na rizik likvidnosti.
3. Rizik kupovne snage vezan je za uslove poslovanja na finansijskom tržištu kada se javlja viša stopa inflacije. Ovaj rizik je dosta prisutan kod dugoročnih hartija od vrednosti sa fiksnom kamatnom stopom. Realna kamata tada značajano pada ispod nominalne.
4. Cenovni rizik je direktno vezan za tržišnu vrednost finansijskih instrumenata na koje utiču promene kamatne stope i promene deviznog kursa.

Kad je reč o investicionom riziku treba imati u vidu da se imovinska strana bilansa osiguravajućih kompanija uglavnom sastoji od finansijske imovine u formi državnih ili korporativnih obveznica, hipoteka i akcija, koja je predmet tržišnog i rizika likvidnosti. Tržišni rizik uključuje neočekivane promene u cenama akcija ili kamatnim stopama ili promenama deviznog kursa. On čini glavnu opasnost za imovinsku stranu bilansa stanja osiguravajućih kompanija. Potencijalni investicioni gubitak usled tržišnog rizika se uobičajeno procenjuje na osnovu "vrednost pri riziku" ("value at risk") pristupu.⁶⁷ Takođe, koristi se i CAPM ka i drugi modeli. Obveznice i drugi kreditni aranžmani mogu biti nesigurni zbog pogoršanja u kreditnoj snazi dužnika. Postoje različiti načini koje osiguravajuća društva koriste u zaštiti od investicionog rizika kao što su opcioni ugovori, forwardi, fjučers ugovori, swap-ovi kamatnih stopa, itd.

Tokom poslednjih dvadesetak godina svi privredni subjekti, a posebno finansijske institucije, su razvili različite pristupe softverski podržanih modela za upravljanje rizicima. Sam proces upravljanja rizicima značajno je unapređen i u velikoj meri standardizovan. Organizacije iz svih oblasti uz primenu adekvatnog procesa i metodologija mogu uspešno upravljati svim rizicima. Upravljanje rizikom je fundamentalno za sektor osiguranja, od određivanja cena za pojedinačne ugovore preko menadžmenta kompanijama, do celokupne regulacije osiguravajuće industrije. Problem, međutim, predstavljaju situacije u kojima je teško proceniti verovatnoću ostvarenja i moguće posledice, odnosno postojanje neočekivanih i nepredviđenih budućih događaja, tzv. crnih labudova (Black Swans⁶⁸). Razornu moć ostvarenja sistemskog rizika, rizika kojim se ne može upravljati prethodno spomenutim modelima, demonstrirala je svetska finansijska kriza iz 2007. i 2008. godine, čijim su ostvarenjem poljuljane osnove svetskog finansijskog sistema.

⁶⁷ From risk to capital: An insurance perspective; Swiss Reinsurance Company, Zurich, 1999, str. 15

⁶⁸ Teoriju događaja crnih labudova (Black Swans theory) razio je Taleb (vidi Taleb, N.N.: *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, Inc., New York, 2007.)

Pod pojmom sistemskog rizika nekada se imaju u vidu svi oblici makroekonomskih šokova a nekada se termin sistemskog rizika koristi da opiše situacije u kojima postoji značajna međuzavisnost između tržišnih subjekata i sa njima povezan rizik međusobnog zaražavanja koji se može prelići na čitavu ekonomiju. Samjuelson i Nordaus, na primer, sistemski rizik povezuju sa visokim stepenom osetljivosti profita pojedinačnih kompanija na poslovne cikluse.⁶⁹ Sistemski rizici definišu se i kao rizici koji utiču na funkcionalnost sistema od kojih zavisi čitavo društvo a koji utiču nezavisno od svog geografskog ili sektorskog porekla.⁷⁰ Sistemski rizik definiše se i kao rizik ostvarenja sistemskih događaja koji svojim ostvarenjem mogu dovesti do bankrotstva institucija, tržišta ili finansijskih sistema.⁷¹ Za najobuhvatniju smatramo definiciju prema kojoj sistemski rizik predstavlja rizik prekida pružanja finansijskih usluga koji je prvo, uzrokovan poremećajima delova ili celine finansijskog sistema i drugo, koji ima potencijal da nanese ozbiljne negativne posledice realnoj ekonomiji.⁷²

Prema Miškinu finansijska kriza nastaje kada šokovi u finansijskom sistemu ometaju informacione tokove tako da finansijski sistem više nije u mogućnosti da finansijska sredstva kanališe u najpropulzivnije investicione mogućnosti, pri čemu su moguća četiri osnovna uzroka šokova: a) pogoršanje finansijskog stanja i uspeha finansijskog sektora, b) povećanja kamatnih stopa, c) povećanja neizvesnosti i d) pogoršanja finansijskog stanja i uspeha nefinansijskih institucija.⁷³ Uopšteno posmatrano, ekonomska teorija je identifikovala četiri ključna izvora sistemskog rizika: a) rizik ostvarenja "zaraze" cena imovine, pri čemu inicijalni šok može dovesti do situacije u kojoj jedna ili više finansijskih institucija prodaje velike obime imovine po privremeno niskim cenama čime se cena ovih instrumenata još više urušava a time i vrednost institucija koje poseduju slične oblike imovine, b) rizik širenja "zaraze" ostvarenja kreditnog rizika, pri čemu usled nemogućnosti izvršenja obaveza jednog tržišnog učesnika nastane nemogućnosti izvršenja obaveza drugih, čime se efekat kaskadno širi po čitavom finansijskom sektoru, c) rizik nastanka "zaraze" usled neizvesnosti i netransparentnog informisanja pri čemu otkriće problema u funkcionisanju nekih institucija

⁶⁹ Samjuelson, P.A. i Nordhaus, V.D., *Ekonomija*, Mate d.o.o., Beograd, 2009, str. 272

⁷⁰ Morgan, M. G., Bunting, C. and Florin, M.V.: "The International Risk Governance Council's risk governance framework: Appropriate governance for ignored and emerging global risks", *Integrative Risk Management: Advanced Disaster Recovery*, Risk Dialogue Series, Swiss Re Centre for Global Dialogue, Ruschlikon, Switzerland, 2010.

⁷¹ *Solvency II Glossary*, Comité Européen des Assurances and the Groupe Consultatif Actuariel Européen, Brussels, 2007, str. 53

⁷² *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, International Monetary Fund, Bank For International Settlement and Financial Stability Board, October, 2009.

⁷³ Mishkin, F.S.: "Global financial instability: framework, events, issues", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, 1999, str. 3-20.

dovodi do neizvesnosti u pogledu efekata na druge tržišne učesnike i pitanja sličnih uticaja na druge učesnike, pri čemu prestaje poslovanje svih dok se ne obezbede dodatne informacije, i d) rizik iracionalnog širenja “zaraze”, pri čemu se ima u vidu situacija u kojoj investitori ili klijenti mogu povući finansijska sredstva nezavisno od izloženosti riziku određene institucije.⁷⁴ Bijlsma, Klomp i Duineveld⁷⁵ su identifikovali dva kanala putem kojih eksternalije po osnovu preuzimanja rizika mogu uticati na kreiranje sistemskog rizika a to su širenje “zaraze” unutar samog finansijskog sektora koje nastaje usled međusobne povezanosti, redukovane likvidnosti i širenja informacija i prociklična međuzavisnost finansijskog i realnog sektora koja je uslovljena regulacijom, efektima finansijske akceleracije, psihologijom mase⁷⁶ i balonima cena različitih oblika imovine.

Problem svetske finansijske krize iz 2008. i ekonomske recesije iz 2009. godine genezu ima u zasićenju tražnje na stambenom tržištu SAD-a krajem 2005. godine, koje je dovelo do osetnijeg pada cena stanova krajem 2006. godine, čime su banke, koje su podstaknute lukrativnim mogućnostima, odobravale i *subprime* kredite sa znatno višim kreditnim rizikom jer su odobravani bez učešća, bez uvida u kreditnu sposobnost klijenta, čak i bez ikakve provere prihoda uz znatno više kamate sa spekulativnim razmišljanjem o mogućnosti prodaje založenih nepokretnosti u slučaju ostvarenja kreditnog rizika, dovedene u poziciju da ne mogu da nadoknade ni polovinu vrednosti duga eventualnom prodajom založenih nepokretnosti. Kriza likvidnosti bankarskog sektora transferisala se u finansijsku krizu, upravo zbog činjenice da su nenaplativi krediti postali osnova novih hartija od vrednosti. Umesto da se obezbedi disperzija rizika, sekjuritizacija *subprime* hipotekarnih kredita omogućila je da se kriza bankarskog sektora »prelije« na čitav finansijski sistem SAD-a. S druge strane, proces globalizacije koji se bazira na ideji integracije svetskih ekonomskih aktivnosti, u cilju globalnog prosperiteta, omogućio je transferisanje finansijske krize iz SAD-a širom sveta. Konačno, zahvaljujući padu poverenja u finansijski sistem i redukovanju kreditnih aktivnosti banaka, došlo je do opadanja finalne ali i investicione potrošnje, čime je kontrakcija na stambenom tržištu u SAD prerasla u recesiju. Time je još jednom ukazano na ključnu ideju Kejnza, tvorca ideje državnog kapitalizma, da efektivna tržišna tražnja predstavlja centralni problem savremenog kapitalizma.⁷⁷

⁷⁴ Harrington, S.E.: “The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of Insurance Regulation”, *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 76, No. 4, 2009, str. 785-819.

⁷⁵ Bijlsma, M., Klomp, J. and Duineveld, S.: »Systemic risk in the financial sector: A review and synthesis«, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Document No 210, The Hague, The Netherlands, 2010.

⁷⁶ Ima se u vidu iracionalno odlučivanje, odnosno odlučivanje koje se bazira na praćenju poteza koje većina na tržištu preduzima a ne adekvatne informisanosti.

⁷⁷ Kejnz, J.M.: *Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca*, Kultura, Beograd, 1956.

Globalni kreditni slom uzrokovao je paniku na svetskim finansijskim tržištima, tokom 2008. godine, došlo je do pada cena akcija kao i značajne kontrakcije na kreditnim tržištima, čime je, usled povećane cene kapitala i umanjene tražnje, umanjen i privredni rast. Takođe, tokom 2008. godine dolazilo je do dramatičnih padova berzanskih indeksa svih svetskih berzi. Na primer, samo u trećoj nedelji septembra 2008. godine, Londonski FTSE 100 pao je za 3.7%, francuski CAC za 3.3%, nemački DAX za 2.5%, a Dow Jones za 504 baznih poena. Slična situacija zabeležena je i u zemljama regiona. Na primer, u periodu od 01.01.2008. do 01.01.2009. indeks najlikvidnijih akcija Beogradske berze - Belex 15 zabeležio je pad u vrednosti oko 78%, indeks Zagrebačke berze - CROBEX zabeležio je pad vrednosti za oko 67% a Slovenački berzanski indeks, odnosno opšti pokazatelj performansi na Ljubljanskoj berzi - SBI 20 zabeležio je pad vrednosti za oko 70%. Ovakva dešavanja uticala su na ostvarenje investicionih prinosa osiguravajućih društava. Istorijski posmatrano investicioni rezultati osiguravajućih i reosiguravajućih društava bili su pozitivni i opredeljujuće su uticali na ostvarenje pozitivnih ukupnih rezultata, imajući u vidu činjenicu da su osiguravači i reosiguravači po osnovu poslova osiguranja ostvarivali negativne rezultate. Međutim, zahvaljujući kreditnoj krizi i posledičnoj finansijskoj krizi situacija se tokom 2008. godine drastično promenila. Naime, ostvarenje svetske finansijske krize uzrokovalo je velike turbulencije na tržištima kapitala, a posledična recesija koja uzrokuje umanjeno poverenje i masovnu likvidaciju tržišnih pozicija uzrokovala je značajno smanjenje investicionih prinosa po osnovu ulaganja u akcije. S druge strane, u cilju izlaska iz recesije i podsticanja kreditnih aktivnosti, centralne banke su smanjile referentne kamatne stope što se odrazilo na umanjeno budućih investicionih prinosa. Turbulencije u visini kamatnih stopa imaju uticaj na osiguravače i reosiguravače čiji investicioni portfelji u velikom procentu sadrže ulaganja u dužničke hartije od vrednosti. Ako se ima u vidu činjenica da disbalansi forsirani paralelnim negativnim uticajem i na aktivu i na pasivu bilansa stanja osiguravajućih društava uzrokuju redukciju raspoloživog kapitala⁷⁸ jasno je zašto je ostvarenje finansijske krize imalo snažnog uticaja na poslovanje osiguravajućih društava.

Kad je reč o ugroženosti investicionih portfelja, na osnovu kretanja berzanskih pokazatelja mogao bi se izvući zaključak da je najveća izloženost investicionom riziku bila vezana za plasmane u akcije. Međutim, uprkos turbulentnim kretanjima cena akcija, finansijska pozicija osiguravača i reosiguravača nije bila značajnije ugrožena. Ključni uticaj finansijske krize na investicione rezultate osiguravača i reosiguravača činili su otpisi "loših" investicija, odnosno investicija povezanih sa *subprime* hipotekarnim kreditima a finansijska pozicija onih osiguravača i reosiguravača koji su ulagali u derivate povezane

⁷⁸ Njegomir, V.: "Ekonomski kapital u osiguravajućim društvima", Računovodstvo, Vol. 51, Br. 11-12, 2007, str. 115-131.

sa *subprime* hipotekarnim tržištem ili kreditnim derivatima bila je značajno ugrožena. Uticaj svetske finansijske krize na investicione aktivnosti osiguravajućih i reosiguravajućih društava razlikovao se se u zavisnosti od vrsta osiguranja kao i pojedinih osiguravača i reosiguravača. Uopšteno posmatrano, investicioni rezultati osiguravača životnih osiguranja bili su pod snažnijim uticajem svetske finansijske krize nego investicioni rezultati osiguravača neživotnih osiguranja. Naime, sredstva po osnovu premija neživotnih osiguranja uobičajeno se investiraju u državne ili korporativne obveznice višeg kreditnog rejtinga dok se sredstva po osnovu životnih osiguranja, u nastojanju osiguravača da budu konkurentniji na tržištu, plasiraju u rizičnije plasmane sa ciljem maksimizacije investicionih prinosa. Osiguravajuća društva životnih osiguranja imaju stabilne prilive i predvidivo korišćenje gotovine te zbog toga imaju veliku slobodu u pogledu plasmana sredstava. Ova sloboda je uticala na veću izloženost životnih osiguravača uticaju finansijske krize, s obzirom na nastojanja osiguravajućih društava životnih osiguranja da netradicionalnim investicionim plasmanima, prihvatajući znatno uvećani rizik u odnosu na izloženost riziku tradicionalnijih portfelja sa većim učešćem državnih obveznica, generišu što je moguće veće investicione prihode kako bi osiguranicima postali privlačniji. Takođe, značaj investicionih prinosa je posebno naglašen kod životnih osiguranja povezanih sa ulaganjima u investicione fondove kao i životnih osiguranja sa garancijama minimalnih prinosa. Pad investicionih prinosa po pravilu uzrokuje preuranjeno raskidanje ugovora životnih osiguranja povezanih sa ulaganjima u fondove, s obzirom da je ključni motiv kupovine ove vrste životnih osiguranja ostvarenje profita.

Ostvarenje investicionih gubitaka bilo je karakteristično za one osiguravače i reosiguravače koji su eksperimentisali sa plasmanima visokog rizika, netipičnim za sektor osiguranja i reosiguranja, kao što su investicije u sekjuritizovane hartije od vrednosti, akcije koje nisu kotirane na berzama i hedž fondove. Uticaj krize na investicione aktivnosti nije bio značajan u smislu gubitka solventnosti ni kod najpoznatijeg slučaja, osiguravajućeg društva American International Group (AIG), što je u skladu sa dugoročnim trendom za period od 1969. do 2008. godine u kome su investicije bile uzrok nesolventnosti osiguravača samo u 7% slučajeva.⁷⁹ Razlozi nesolventnosti ove grupacije kao i Swiss Re-a bili su njihova učešća u poslovima garantovanja u inovativnim finansijskim aranžmanima.

U komercijalnim medijima kolaps kompanije American International Group (AIG) usled ostvarenja finansijske krize stvorio je utisak da je delatnost osiguranja izuzetno ugrožena njenim ostvarenjem. Međutim, u realnosti je ova kompanija bila izuzetak. Imajući u vidu izuzetan značaj primera ove kompanije u uslovima krize ukratko ćemo ukazati na njenu specifičnost. Ova kompanija

⁷⁹ Hartwig, R. P.: "After the Crisis: Overview and Outlook for the P/C Insurance Industry", Insurance Information Institute, New York, NY, February 18, 2010.

osnovana je 1919. godine i bila je jedna od vodećih osiguravajućih grupacija u svetu.⁸⁰ Uprkos posedovanju imovine ukupne vrednosti preko bilion dolara i godišnjih prihoda merenih u stotinama milijardi dolara, ova kompanija je usled krize na tržištu hipotekarnih kredita zapala u krizu. Kompanija je već tokom jula meseca 2007. godine iskazala izloženost kreditnoj krizi po osnovu investicionih plasmana povezanih sa *subprime* kreditima a početkom 2008. godine revizori su utvrdili značajne propuste u finansijskim izveštajima. Kompanija je u avgustu 2008. godine iskazala gubitak od 13 milijardi dolara od čega po osnovu poslova svopova u transakcijama sekjuritizacije *subprime* hipotekarnih kredita gubitak u visini od 5.6 milijardi dolara. Rejting agencije Moody's i Standard & Poor's su 15. septembra umanjile njen rejting, što je zajedno sa padom vrednosti akcija ove kompanije,⁸¹ uslovalo probleme prikupljanja dodatnog kapitala. Učešće u poslovima garancija u transakcijama sekjuritizacije *subprime* hipotekarnih kredita ključni je uzrok snažnog uticaja finansijske krize na finansijske performanse.⁸² Prema podacima iz godišnjeg izveštaja, ukupna nominalna vrednost za koju je AIG garantovao sigurnost kupcima sekjuritizovanih hipotekarnih kredita iznosila je 527 milijardi dolara.⁸³ Uprkos činjenici dobrih poslovnih rezultata ostvarenih u oblasti prihvata rizika osiguranja, zahvaljujući umanjenim investicionim rezultatima, padu rejtinga i značajnim gubicima po osnovu datih garancija za sekjuritizovane hipotekarne kredite, AIG je u odsustvu mogućnosti prikupljanja kapitala privatnog sektora 16. septembra zaključio kreditni aranžman sa Njujorškom federalnom bankom čime je ova federalna banka odobrila kreditnu liniju u visini od 85 milijardi dolara na period od dve godine u zamenu za 79.9% učešća u kapitalu osiguravača.⁸⁴ Dakle, osnovni problemi AIG-a u uslovima ostvarenja sistemskog rizika bili su uzrokovani netradicionalnim poslovima osiguravača dok je kompanija po osnovu poslova osiguranja stabilno poslovala.

⁸⁰ AIG je prema veličini ostvarenih prihoda u 2005. i 2006. godini bio na četvrtom a u 2007. godini na petom mestu na rang listi osiguravajućih društava u svetu a obavljala je poslovne aktivnosti u preko 130 zemalja sveta.

⁸¹ Vrednost akcija AIG-a 16. septembra 2008. godine pala je na 1.25 dolara sa najviše vrednosti od 72.65 dolara po akciji zaeležene u drugom kvartalu 2007. godine.

⁸² Transakcije sekjuritizacije podrazumevaju emisiju hartija od vrednosti koje su kolateralizovane gotovinskim tokovima aktive inicijatora transakcije. Međutim, često investitori zahtevaju dodatna obezbeđenja, odnosno eksterna kreditna unapređenja. Prodajom pokrića za slučaj ostvarenja kreditnog rizika (*credit default swaps*) osiguravači, banke ili hedž fondovi garantuju obeštećenje investitorima ukoliko emitenti obveznice ili druge obligacije nisu u mogućnosti da izmire svoje obaveze isplate glavnice i kamate. Ukoliko se ostvari kreditni rizik prodavac pokrića plaća kupcu koji svoje obaveze prema prodavcu pokrića, za razliku od osiguranja, nastavlja da izmiruje do isteka pokrića.

⁸³ AIG 2007 Annual report, American International Group, New York, NY, February 28, 2008.

⁸⁴ U oktobru 2008. godine, AIG je dobio od Njujorške federalne banke dodatnih 37.8 milijardi dolara pozajmice. Ukupan iznos pozajmica od države iznosio je 182 milijarde dolara.

Tabela 6: Razlike između osiguravajućih društava i banaka

| Karakteristika | Osiguravači | Banke |
|---|--|---|
| Ugovorne karakteristike | Osiguranje omogućava nadoknadu štete (isplatu obeštećenja) u slučaju postojanja osigurljivog interesa | Obaveza isplate po ugovorima na tržištu kapitala postoji nezavisno od postojanja štete |
| Rizik likvidnosti | Osiguravači uglavnom poseduju likvidnu imovinu i nelikvidne obaveze. Obaveze uglavnom nastaju po osnovu nastanka osiguranog slučaja. Ugovori životnog osiguranja mogu biti prevremeno prekinuti (otkupljeni) ali po visokoj ceni. Vrlo je malo kratkoročnog finansiranja u poslovanju osiguravača a oni nastoje i da usklade svoju imovinu sa obavezama. | Brojne obaveze banaka kao što su na primer depoziti, štedni računi ili komercijalni papiri su kratkoročne, odnosno mogu biti realizovane u kratkom roku. Brojne pozicije imovine su dugoročne i nelikvidne. Ova neusaglašenost likvidnosti i ročnosti uzrokuje veću izloženost banaka riziku bankrotstva. |
| Visina kapitala za ublažavanje poremećaja | Odnos aktive prema kapitalu varira u zavisnosti od kompanije i države ali ima tendenciju da se kreće oko 10 u slučaju životnih osiguravača i oko 3 kod neživotnih osiguravača. | Odnos aktive prema kapitalu u slučaju banaka varira tokom vremena, u zavisnosti od tržišta i poslovnog modela. U slučaju komercijalnih banaka u SAD ovaj odnos se kretao u razmeri oko 10. |
| Rizik "zaražavanja" | Osiguravači ne kreditiraju jedni druge, što ih čini više otpornim na rizik "zaražavanja". | Veliki deo međubankarskog tržišta čini banke izloženijim riziku "zaražavanja". |
| Likvidacija u slučaju globalnih grupacija | Zahvaljujući dugoročnosti obaveza, regulatorni organi mogu pravovremeno likvidirati osiguravajuća društva do dospeća obaveza. | Usled rizika od bankrotstva banaka, regulatorni organi često moraju da deluju veoma brzo kako bi sprečili ostala bankrotstva. |

Izvor: Karl, K. and Frey, A.: Striking the right balance: Insurance and systemic risk regulation, Swiss Re, Zurich, Switzerland, 2010.

Dužnička kriza koja se ispoljila tokom 2010. godine u Grčkoj teorijski je mogla uzrokovati ostvarenje sistemskog rizika. Naime, Evropske finansijske institucije su u cilju ostvarenja većih prinosa ulagale u obveznice zemalja koje su nudile veće raspone kupovnih i prodajnih cena, gotovo po pravilu zemalja Južne Evrope a posebno Grčke i Španije, pretpostavljajući da je javni dug zemalja članica euro zone gotovo bezrizičan. Zahvaljujući intevenciji na nivou EU izbegnuto je faktičko bankrotstvo Grčke. Uprkos protivljenju Nemačke, čije su banke zajedno sa Francuskim upravo najviše i obezbeđivale ponudu dužničkog kapitala Grčkoj, ona je proporcionalno najviše učestvovala

u spašavanju zajedničkog tržišta i valute. Dakle, iako se ulaganja u državne obveznice smatraju najsigurnijim plasmanima, tokom 2010 godine ispoljio se problem sa državnim dugom Grčke, padom kreditnog rejtinga ove zemlje što je uslovalo potencijalnu opasnost od izloženosti investicionih portfelja osiguravača i reosiguravača ovoj krizi. Iako su osiguravači i reosiguravači manje izloženi uticaju krize u odnosu na banke, potrebno je ukazati da su značajna sredstva osiguravača i reosiguravača iz zemalja Evropske unije plasirana u ove obveznice. Na osnovu finansijskih izveštaja pojedinih kompanija o strukturi finansijskih plasmana i ulaganjima u državne hartije od vrednosti najveću izloženost ovoj krizi imala su sledeća osiguravajuća i reosiguravajuća društva:⁸⁵ Allianz (4,20 milijardi dolara), ING Group (4,07 milijardi dolara), Munich Re (2,55 milijardi dolara), Swiss Re (800 miliona dolara), AXA Group (636,6 miliona dolara), Zurich Financial Services (400 miliona dolara), Aviva (222,3 miliona dolara) i Hannover Re (44,6 miliona dolara). Iako osiguravajuća društva imaju manje mogućnosti za kreiranje sistemskog rizika u odnosu na banke (vidi tabelu), ona mogu biti izložena značajnijim gubicima po osnovu svoje uloge institucionalnog investitora, kao što pokazuje slučaj svetske ekonomske krize novog milenijuma.

U upravljanju investicijama, posebno kada se imaju u vidu investicioni rizici pojedinačnih hartija i mogućnost ispoljavanja sistemske krize, ključne ostaju informacije. Veća i brža raspoloživost adekvatnih i pravovremenih informacija bila je ključna i u XIX a posebno je značajna u XXI veku. Zbog brže i nezavisne informisanosti nastaju i kompanije koje se bave isključivo snabdevanjem informacija, kao što su Thomson Reuters i Bloomberg. Od upotrebe golubova u XIX veku, koje je koristila kompanija Reuters, do današnjih savremenih informacionih tehnologija, značaj informacija za adekvatno odlučivanje u pogledu investiranja ostao je nepromenjen. Konačno, nema efikasnog tržišta bez pravovremenih informacija koje omogućavaju na adekvatno odlučivanje, odnosno odlučivanje u uslovima smanjene neizvesnosti.

8. PORTFOLIO MENADŽMENT OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA

Osiguravajuća društva nakon što odrede investicione ciljeve i politiku treba da odrede oblike imovine u koje će plasirati raspoloživa sredstva rezervi osiguranja. Plasmani osiguravajućih društava mogu biti raznovrsni ali nikada nisu u samo jedan oblik aktive. Oni mogu biti plasmani koji obezbeđuju fiksni ili varijabilni prinos, u finansijsku ili realnu aktivu, dugoročnog ili kratkoročnog karaktera, dakle više ili manje likvidni. Pri tome, ročna struktura plasmana uslovljena je funkcijom i namenom koju imaju pojedina sredstva osiguranja, postojećom ročnom strukturom plasmana i zahtevom za održanje likvidnosti u narednom periodu. Potrebno je dati odgovor na pitanje gde plasirati finansijska sredstava kako bi se ostvarili postavljeni ciljevi investiranja. Da bi se

⁸⁵ Podaci u zagradama odnose se na ukupan oblim sredstava plasiran u hartije od vrednosti Grčke države.

mogao dati odgovor na pitanje konstruisanja investicionog portfelja (izbora oblika plasmana koje će da ima osiguravajuće društvo) potrebno je imati u vidu poznavanje osnovnih elemenata na bazi kojih se takva odluka može doneti, a to su: kamatna stopa, prinos i rizik.

Kamatna stopa je ključni parametar finansijskog tržišta jer ona odražava kretanje ponude i tražnje za novcem i kapitalom. U svom osnovnom značenju, kamata za vlasnika kapitala predstavlja cenu odricanja od tekuće potrošnje a za investitora cenu nedostajuće akumulacije. Ovakvo poimanje kamate, međutim, javlja se u neposrednom odnosu ekonomskih subjekata. Osiguravajuća društva su posrednik u finansijskoj štednji i otuda ona imaju obavezu prema vlasniku kapitala (osiguranici) a potraživanje u vidu veće kamate od svojih plasmana nego što iznosi cena toga kapitala. U toj razlici nalazi se tzv. profit od finansiranja osiguravajućih društava. Kamata se izražava kroz kamatnu stopu i predstavlja cenu ustupljenih sredstava a uslovljena je sposobnošću kapitala da kreira višak.

Za određena ulaganja osiguravajuća društva u pogledu kamate moraju poznavati dva elementa:

1. izvesnost ostvarenja prihoda od ulaganja, odnosno potrebno je poznavati baznu kamatnu stopu – kamatnu stopu na finansijske instrumente koji nose najmanji rizik. To su obično kratkoročne državne obveznice a za sve ostale instrumente investitori će očekivati bazičnu kamatnu stopu uvećanu za premiju na rizik koji takvi instrumenti nose.
2. rok dospeća finansijskog instrumenta koji utiče na rizik ulaganja, jer je rizik ulaganja veći ukoliko je duži vremenski period do dospeća finansijskog instrumenta, s obzirom na promenu kupovne snage novca (kada je potrebno usled dejstva inflacije utvrditi realnu kamatnu stopu koja predstavlja razliku između nominalne kamatne stope i inflacije) nivoa kamatnih stopa na tržištu i kreditne sposobnosti dužnika.

Kad je reč o izračunavanju kamate samo računanje zavisi od toga da li se radi o prostoj ili složenoj kamatnoj stopi a sa stanovišta formiranja portfelja interesantna je i efektivna kamatna stopa. Prostim kamatnom stopom se izračunava odnos kamate i glavnice za jedan obračunski period na sledeći način:

$$i = \frac{I}{P} \times 100$$

gde je:

i – godišnja kamatna stopa,

P – glavnica

I – kamata

Složena kamatna stopa se javlja u slučaju kada se kamata iz prethodnog obračunskog perioda pripisuje glavnici i izračunava se na sledeći način:

$$i = \left(\frac{FV}{P} \right)^{\frac{1}{t}} - 1$$

gde je:

FV – buduća vrednost glavnice

P – glavnica

i – godišnja kamatna stopa

t – vremenski period izražen kao godina dana

Efektivna kamatna stopa se izračunava tako što se razlika između nominalnog iznosa i primljene novčane sume stavi u odnos sa primljenom sumom:

$$i_{ef} = \frac{P - P_1}{P_1} \times 100$$

gde je:

i_{ef} – efektivna kamatna stopa

P – glavnica (nominalni iznos)

P₁ – efektivno primljeni novčani iznos

Kamatna stopa, međutim, ne izražava uvek prihod finansijskog instrumenta koji će biti i ostvaren niti će vlasnik uvek dobiti glavnici u nominalnoj vrednosti. Zbog toga se na finansijskom tržištu kao izraz očekivane stope povraćaja na investirani kapital koristi stopa prinosa pri čemu je potrebno imati u vidu i sadašnju vrednost novčanog prinosa. Poznavanje sadašnje vrednosti novčanog prinosa omogućava izbor između alternativa trošenja ili investiranja i to ne samo na finansijskom već i na realnom tržištu a nalazi se i u osnovi vrednovanja finansijskih instrumenata. Opšti obrazac za izračunavanje sadašnje vrednosti je $SV = FV / (1+i)^n$ (gde je *FV* buduća vrednost, *i* - kamatna, a *n* - broj godišnjih perioda). Kad je reč o stopi prinosa finansijskog instrumenta ona uključuje prihod po osnovu kamate (dividende) i kapitalnu dobit ili gubitak kao razliku između nominalne i tržišne cene finansijskog instrumenta. Pri tome se može govoriti o 1. stopi tekućeg prinosa (odnos između godišnjeg dohotka i tržišne cene finansijskog instrumenta), 2. stopi prinosa do dospeća (stopa koja izjednačava kupovnu cenu hartija od vrednosti ili druge finansijske aktive sa sadašnjom vrednošću svih očekivanih godišnjih novčanih tokova a izračunava se preko sledećeg obrasca: $P = I/(1+i) + I/(1+i)^2 + \dots + (I+F)/(1+i)^n$ i - stopa prinosa do dospeća, *F* - nominalna vrednost, *I* - očekivani godišnji prihod, *n* - rok dospeća) i o 3. aproksimativnoj stopi prinosa koja predstavlja odnos prosečnog godišnjeg prinosa ((kapitalna dobit ± godišnja kamata) / period do dospeća x 100) i prosečnog iznosa uloženih fondova ((kupovna + prodajna cena) / 2).

Ulaganje u bilo koji oblik aktive motivisano je logikom kapitala da se uvećava odnosno da investitor ostvari određeni prinos. Međutim, prinos može ali ne mora biti ostvaren. Postoji, dakle, neizvesnost ishoda ulaganja koji se može manifestovati sa više rezultata čija verovatnoća može biti merljiva. Tu je reč o riziku ulaganja. Svako ulaganje pretpostavlja uslovljenost prinosa i rizika. Na osnovu očekivanog prinosa i rizika (prinosa korigovanog nivoom neizvesnosti ostvarenja) investitor može adekvatno da uporedi alternative koje mu stoje na raspolaganju. Očekivani prinos predstavlja ekvivalent proseka svih prinosa korigovanih sa verovatnoćom njihovog ostvarenja:

Očekivani prinos

$$\sum_{i=1}^{i=n} p_i R_i$$

gdje je R_i – mogući prinos a p_i – verovatnoća da će ti prinosi biti realizovani (ova verovatnoća je subjektivna kategorija). Rizik investiranja meri se standardnom devijacijom budućeg prinosa u odnosu na očekivani prinos ulaganja. Ako je standardna devijacija jednaka nuli tada je ulaganje bez rizika. investitori nastoje da ostvare maksimalni prinos pri datom nivou rizika ili minimalni rizik uz dati nivo prinosa. Ako ulaganja imaju različit prinos ali i različitu rizičnost izbor investicione alternative zavisice od preferencija investitora.

Prilikom odlučivanja o kupovini akcija ili obveznica, analizira se mogućnost povrata na ulaganje u pogledu veličine prinosa i inherentnog rizika. Prilikom kupovine akcija, racionalno je razmotriti dva elementa odlučivanja: vrednost preduzeća i cenu akcija. Ako je cena akcija niža od vrednosti preduzeća, akcija je podcenjena a ako je viša akcija je precenjena. Ako su vrednost preduzeća i cena akcija jednake, akcija je pravilno procenjena. Prilikom izbora akcija prednost bi trebalo dati podcenjenim akcijama, s obzirom da preduzeće vredi više i postoji mogućnost da će i akcija investitoru omogućiti zaradu po osnovu dividende i po osnovu kapitalne dobiti. Međutim, iako se cene akcija lako mogu saznati, do podatka o vrednosti preduzeća teško je doći. Moguće je doći primenom fundamentalne analize. Fundamentalna analiza predstavlja analizu vrednosti preduzeća sa ciljem utvrđivanja njene vrednosti. Tako na primer, mnoga preduzeća koja posluju na vodećim svetskim berzama upošljavaju analitičare akcija za izvođenje fundamentalne analize nudeći savete za kupovinu akcija.

Vrednost akcije je za akcionara ono što dobija njenim posedovanjem, a to uključuje sadašnju vrednost budućih isplata dividendi i konačnu prodajnu cenu. Sposobnost preduzeća, kompanije ili korporacije da isplaćuje dividende zavisi od njene sposobnosti da ostvari dobit. Međutim, profitabilnost zavisi od brojnih faktora, kao što su tražnja za proizvodima preduzeća, konkurencije, veličine raspoloživog kapitala, radničkog organizovanja u sindikate, vernosti potrošača, državne regulative, poreza i drugih faktora. Uloga fundamentalne analize jeste uzimanje u obzir svih navedenih faktora u razmatranje i određivanje vrednosti vlasničkog udela u kompaniji.⁸⁶

⁸⁶ Foley, B.: *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1999.

Suština konkretizacije investicione politike osiguravajućih društava u vidu portfelja jeste u činjenici da zbog izbegavanja koncentracije rizika koja se javlja vezano za jedan finansijski instrument, osiguravajuća društva formiraju investicioni portfelj koji se bazira na principu diverzifikacije plasmana. Plasman sredstava u jedan finansijski instrument ili finansijske instrumente jednog izdavaoca je visoko rizičan. Potrebno je izvršiti minimizaciju rizika kroz disperziju plasmana a to se postiže konstruisanjem investicionog portfelja.

Sama reč "portfelj" uzeta je iz engleskog jezika a etimološko poreklo joj je iz italijanskog jezika (portafoglio, od portare "nositi" + foglio "list, tabak"). Pod portfeljom se podrazumeva kombinacija *dva ili više* hartija od vrednosti, proizvoda, usluga, valuta, nekretnine, itd. Pod investicionim portfeljom osiguravajućeg društva podrazumevaju se svi oblici imovine u koje su plasirana sredstava rezervi osiguravajućeg društva.

Osiguravajuća društva nisu zainteresovana za rizik i prinos jednog izolovanog oblika imovine jer investiraju po pravilu u portfelj. Plasiranje u jedan oblik aktivne koji donosi najviši prinos bi se moglo učiniti najsvrsishodnijim ali koncentracija rizika bi u tom slučaju bila izuzetno visoka. Zbog toga držanje investicionog portfelja predstavlja optimalno rešenje.

Modernu portfolio teoriju ustanovio je Harry Markowitz 1952. godine. Portfolio teorija istražuje kako investitori sa različitim averzijama prema riziku konstruišu portfelje kako bi optimizirali očekivane prinose pri datom nivou tržišnog rizika. Teorijom se kvantifikuju koristi diverzifikacije. Investitori bi trebali da formiraju optimalan portfelj prilagođavajući njihovu ukupnu izloženost riziku sa pozicijama imovine koje se bezrizične (kao što su kratkoročne državne obveznice). Modelom vrednovanja kapitalne aktive, odnosno vrednovanja cene uloženog kapitala (CAPM) zaključuje se da je tržišni portfolio efikasan te da će investitori u krajnoj liniji držati takav portfolio, koji omogućava najpovoljniji prinos u odnosu na dati nivo rizika.

Cilj kreiranja portfelja jeste minimizacija rizika kroz diverzifikaciju plasmana. Suština portfelja upravo jeste u diverzifikaciji rizika odnosno smanjenju ukupnog rizika kome je osiguravajuće društvo kao investitor izloženo. Kreiranjem portfelja kombinacijom dva ili više elemenata, pojedinačni prinosi i rizici se kompenzuju tako da je rizik portfelja manji od rizika svakog njegovog elementa pojedinačno.

Pri kreiranju portfelja moguće su brojne kombinacije različitih elemenata aktive. Pri tome je potrebno raspolagati sa podacima o prinosima pojedinih oblika ulaganja kao i o rizicima (koji su izraženi kroz meru standardne devijacije) koji se odnose na te oblike aktive. Teorija portfelja definiše matematički model za izbor akcija koje bi trebale činiti tu korpu.⁸⁷ Najvažniji rezultat koji proističe iz teorije portfelja je iznošenje dokaza da je konstruisanjem portfelja akcija u skladu sa određenim kriterijumima moguće smanjiti rizik, a ipak za-

⁸⁷ Foley, B.: *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1999.

držati ponderisanu prosečnu stopu povrata pojedinačne hartije od vrednosti. Iz tih razloga moguće je da investitor, institucija ili pojedinac, izabere grupu hartija od vrednosti koje doprinose formiranju takvog portfelja odnosa rizika i prinosa koji najbolje odgovara investitorovom odnosu prema riziku.

Najdelotvornije smanjenje rizika se postiže kada se odaberu hartije od vrednosti kod kojih se povrat ne nalazi u korelaciji, jer na njih deluju različiti činioci. Ukoliko je moguće, najbolje bi bilo izabrati hartije od vrednosti koje su negativno korelisane. Naime, povećavanjem broja akcija koje nisu u međusobnoj korelaciji smanjuje se stepen rizika celokupnog portfelja i kada se u njemu nađe 20 različitih akcija, gotovo sav rizik karakterističan za pojedinu akciju je eliminisan.⁸⁸ Teorijski, dodavanjem sve više akcija investitor će u određenom momentu dostići izjednačenje rizika portfelja i rizika tržišta, s obzirom da će u svom portfelju posedovati sve akcije koje se na tržištu nude. Ako proširi pribavljanje akcija iz inostranstva, takođe će se slična situacija nastaviti, teorijski posmatrano. Praktično posmatrano, investitor će nastojati da obezbedi optimalnu kombinaciju elemenata portfelja uz odgovarajući odnos rizika i prinosa.

Međutim, da bi se izračunala standardna devijacija portfelja potrebno je poznavati ne samo standardne devijacije pojedinih elemenata portfolia već i koeficijent korelacije jer kretanje prinosa pojedinih elemenata portfolija nije perfektno međusobno korelisano. Ako je koeficijent korelacije jednak sa 1 onda su elemetni saglasno korelisani, ako je -1 onda su inverzno korelisani a ako je koeficijent jednak 0 onda je kretanje prinosa pojedinih elemenata portfolia nezavisno jedno od drugog. Prednosti portfelja u smislu diverzifikacije rizika javljaju se u slučaju negativne korelacije prinosa elemenata portfelja.

Teorijski postoji velikih broj kombinacija elemenata portfelja. Ako je portfelj, na primer, sastavljen od 10 elemenata postoji 1023 različite kombinacije. Investitor će se opredeliti za portfelj na granici efikasnosti (kada postoji najveći prinos za dati rizik, odnosno najmanji rizik za dati prinos) a koji odgovara njegovim subjektivnim preferencijama tako da nema jedinstvenog optimalnog portfelja za svakog investitora.

Ukupan rizik portfelja može se podeliti na specifični rizik (rizik svakog pojedinačnog elementa koji zavisi od neizvesnosti na pr. preduzeća) i sistematski ili tržišni rizik. Specifični rizik se minimizira kreiranjem portfelja (teorijski što je veći broj elemenata u portfoliu to je manji rizik) a tržišni rizik se ne može minimizirati jer je reč o neizvesnosti opštih ekonomskih kretanja. Rizik portfelja dakle pretpostavlja samo sistematski rizik pošto je specifični rizik potpuno otklonjen. Sistematski rizik se prikazuje preko beta koeficijenta koji pokazuje osetljivost prinosa jednog elementa portfolia na prinos portfolia u celini. Matematički se izračunava za jedan element, kada

⁸⁸ Isto.

se kovarijansa jednog elementa portfolia u odnosu na tržišni portfolio, podeli sa varijansom tržišnog portfolia. Što je veći beta koeficijent to je veći očekivani prinos određenog instrumenta.

Portfolio menadžment podrazumeva i određivanje cene rizika odnosno koliko rizik ulaganja u tržišni portfolio produkuje prinosa u odnosu na držanje nerizičnih elemenata portfolia kao i kakva kombinacija elemenata (rizičnih i nerizičnih) donosi optimalan prinos u odnosu na ukupni (tržišni) rizik portfolia. Razvijeni su brojni modeli kao što je CAPM (model vrednovanja kapitalne aktive) i APT (arbitražna teorija vrednovanja) ali njihovo obrazlaganje prevazilazi okvire teze ovoga rada.

Model za određivanje cene uloženog kapitala (CAPM) bazira se na izvornoj ideji da diverzifikacija smanjuje nesistemski rizik sve dok se konačno ne obezbedi portfelj koji odražava celo tržište. Sistemski rizik, kao što je pokazano u prethodnom izlaganju, nije moguće umanjiti jer je inherentan tržištu. Svaku hartiju od vrednosti prate dve vrste rizika – nesistemski rizik, koji je osobina određene hartije od vrednosti i sistemski rizik koji je mera odnosa između te hartije od vrednosti i celokupnog tržišta.

Neke su akcije nepostojanije od drugih: nude stopu povrata koja varira više od drugih. Matematička vrednost ovih nepostojanosti može se oceniti sledežim izrazom:

$$R_i = a_i + b_i R_m + e_i$$

Gde je:

R_i – stopa povrata *i*-te hartije od vrednosti,

R_m – stopa povrata prema indeksu tržišta,

a_i – polazni odsečak na vertikalnoj osi neke hartije od vrednosti,

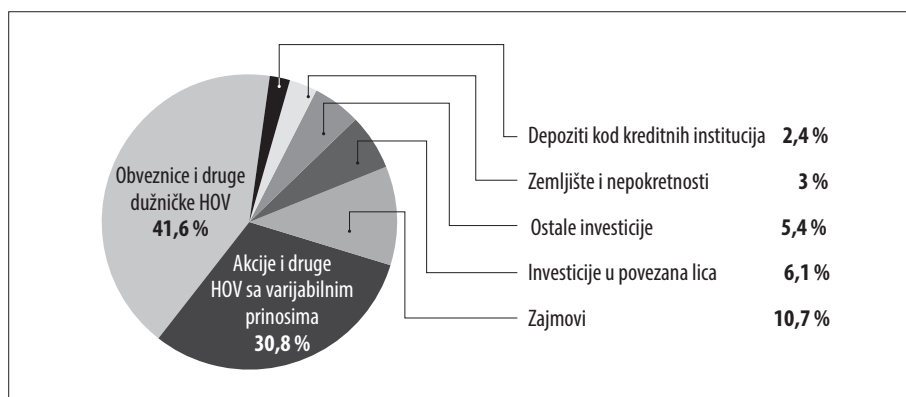
b_i – promene hartije od vrednosti u odnosu na indeks tržišta,

e_i – nesistemski rizik.

Uz datu cenu akcije (R_i) povrati se statistički regresiraju na povrate na tržištu uopšte (R_m). Stopa povrata prema indeksu tržišta može se meriti uzimanjem nekog opšteg indeksa kao što su Financial Times ili S&P 500 indeksi. Izračunati koeficijent “b” nazvan “beta”, pokazuje stepen nepostojanosti. Akcija sa betom 0,5 ima tendenciju sporijeg kretanja od tržišta, odnosno apsolutna promena od 1% povrata na tržišni portfelj povezana je sa apsolutnom promenom od 0.5% u povratu te akcije. Međutim, akcija sa betom 2 ima tendenciju ka dvostruko većim promenama od indeksa tržišta, odnosno ako bi tržišni povrat imao rast od 10%, povrat na posmatranu akciju iznosio bi 20%. Beta pokazuje empirijsku meru sistemskog rizika i što je veća, vlasnik akcije više je izložen tom obliku rizika.

Adekvatno investiciono prisustvo osiguravajućih društava na finansijskom tržištu podrazumeva aktivno upravljanje investicionim portfeljem koje treba da obezbedi osiguravajućim društvima mogućnost da u svakom momentu mogu

Grafikon 6: Struktura plasmana osiguravača u Evropi (zbirno za osiguravače životnih osiguranja i osiguravače neživotnih osiguranja) za 2012. godinu.



Izvor: Statistics N°50: European Insurance in Figures dataset, Insurance Europe, 2015.

da odgovore na svoje obaveze. To podrazumeva kontrolu mnoštva investicija s osnovnim ciljem postizanja što je moguće većeg profita uz što je moguće manji rizik. Upravljanje portfeljom osiguravajućih društava mora biti usklađeno sa zakonima koji vladaju u oblasti osiguranja jer se investicije osiguravajućih društava ograničavaju kako ne bi došlo do zloupotreba na štetu osiguranika. Osiguravajuća društva moraju posebno pri konstruisanju portfolia obratiti pažnju na obezbeđenje sigurnosti plasmana i na likvidnost u pogledu izvršavanja svojih obaveza. To znači da bi portfolio trebalo strukturirati tako da se obuhvate finansijski oblici kojima će se negativni uticaji promene kamatnih stopa jednostavno poništavati ali istovremeno treba držati određeni deo vrlo sigurnih i likvidnih ulaganja koji se mogu vrlo brzo i bez većih troškova pretvoriti u likvidni oblik kako bi se izmirile obaveze prema osiguranicima.

Portfolio strukturu investicija osiguravača prikazuje struktura plasmana osiguravača u Evropi (zbirno za osiguravače životnih osiguranja i osiguravače neživotnih osiguranja) za 2012 godinu (vidi grafikon 6).

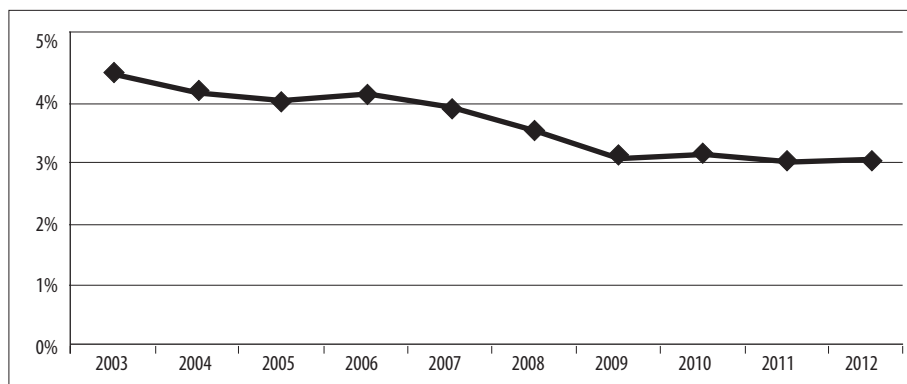
Grafikon pokazuje da su osiguravajuća društva u Evropi najviše raspoloživih sredstava rezervi plasirala u obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti i akcije i druge hartije od vrednosti sa varijabilnim prinosima. U preostalih manje od 30% investicija, dominantnu ulogu imala su ulaganja u zajmove i u povezana lica.

Ulaganja u pojedine oblike finansijske i realne aktive u zemljama Evropske unije varirala su po godinama. Grafikon 7 prikazuje kretanja ulaganja osiguravajućih društava u Evropi u zemljište i nepokretnosti (realnu aktivu) u periodu od 2003. do 2012. godine.

Grafikon 7 prikazuje relativan pad učešća ulaganja u zemljište i nepokretnosti u posmatranom periodu.

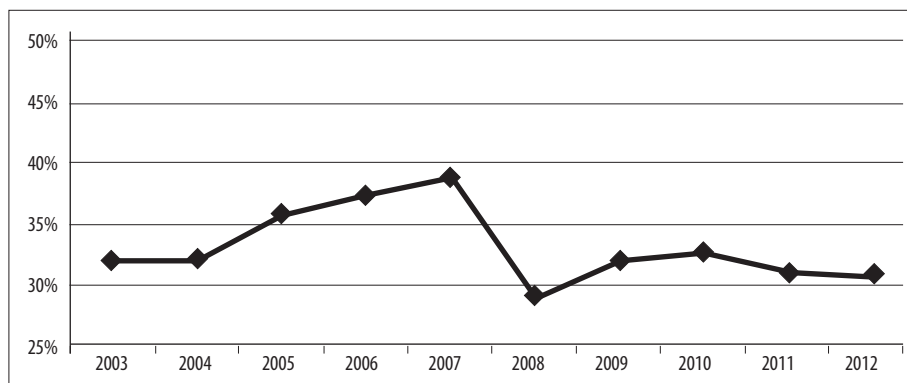
Grafikon 8 prikazuje kretanja ulaganja osiguravajućih društava u Evropi u akcije i varijabilne hartije od vrednosti u periodu od 2003. do 2012. godine.

Grafikon 7: Kretanja ulaganja osiguravajućih društava u Evropi u zemljište i nepokretnosti (realnu aktivu) u periodu od 2003. do 2012. godine.



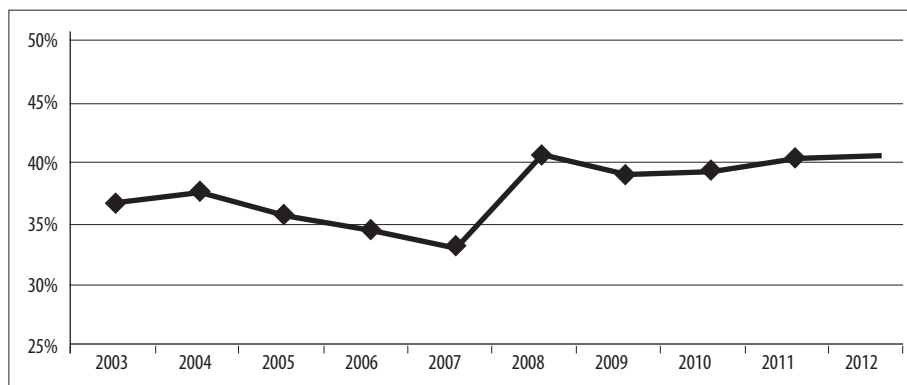
Izvor: Statistics N°50: European Insurance in Figures dataset, Insurance Europe, 2015.

Grafikon 8: Kretanja ulaganja osiguravajućih društava u Evropi u akcije i druge hartije od vrednosti varijabilnog prinosa u periodu od 2003. do 2012. godine.



Izvor: Statistics N°50: European Insurance in Figures dataset, Insurance Europe, 2015.

Grafikon 9: Kretanja ulaganja osiguravajućih društava u Evropi u obveznice i druge hartije od vrednosti sa fiksnim prinosom u periodu od 2003. do 2012. godine.



Izvor: Statistics N°50: European Insurance in Figures dataset, Insurance Europe, 2015.

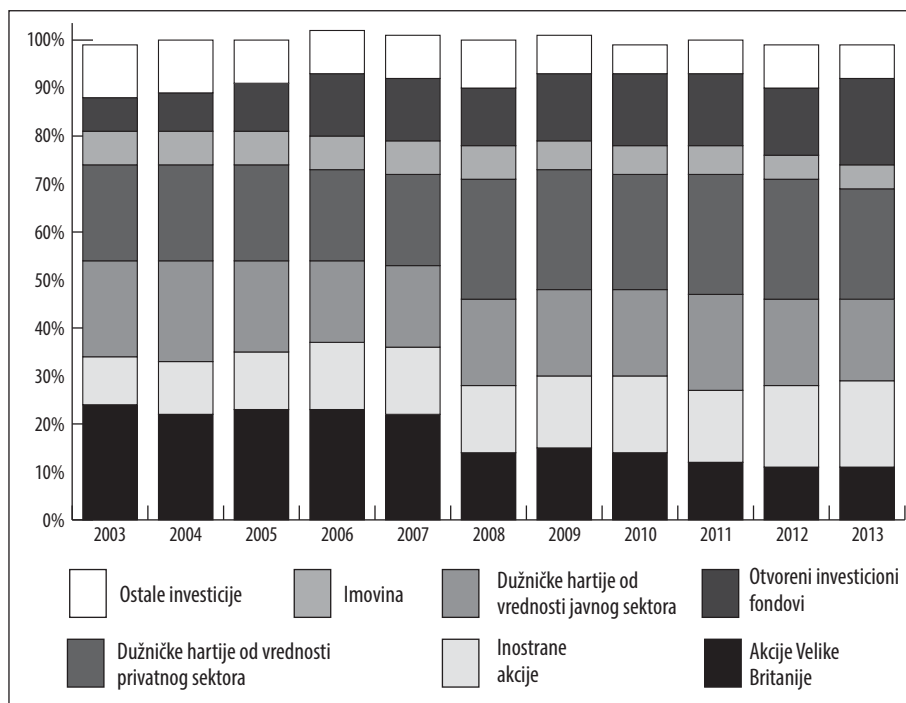
Grafikon 8 pokazuje da su kretanja ulaganja u akcije i druge hartije od vrednosti sa varijabilnim prinomom, odnosno rizičnije hartije od vrednosti, bila izuzetno varijabilna. U 2008. godini primetan je značajan pad ulaganja u ove instrumente, nastao usled ispoljavanja finansijske krize. Iako u 2009. i 2010. godini dolazi do relativno malog povećanja, u 2011. i 2012. godini ulaganja u akcije su niža u odnosu na početak posmatranog perioda a posebno u odnosu na 2007. godinu.

Grafikon 9 prikazuje kretanja ulaganja osiguravajućih društava u Evropi u obveznice i druge hartije od vrednosti sa fiksnim prinomom u periodu od 2003. do 2012. godine.

Za razliku od kretanja ulaganja u akcije, ulaganja osiguravajućih društava u Evropi u obveznice i druge hartije od vrednosti sa fiksnim prinomom, su u toku posmatranog perioda rasle, posebno u 2008. godini kada je ostvaren pad ulaganja u akcije, usled ostvarenja finansijske krize. Krajem posmatranog perioda ulaganja u obveznice i druge hartije od vrednosti sa fiksnim prinomom bila su stabilizovana na višem nivou u odnosu na početak posmatranog perioda.

Portfolio strukturu investicija osiguravača u Velikoj Britaniji (zbirno za osiguravače životnih osiguranja i osiguravače neživotnih osiguranja) za period od 2003. do 2013. godine prikazuje grafikon 10.

Grafikon 10: Struktura plasmana osiguravača u Velikoj Britaniji (zbirno za osiguravače životnih osiguranja i osiguravače neživotnih osiguranja) u periodu od 2003. do 2013. godine



Izvor: UK Insurance Key Facts, Associations of British Insurers, London, 2014.

Osiguravajuća društva u Velikoj Britaniji izdvojili smo s obzirom na specifičnu rizičnost u strukturi njihovih plasmana. Kao što se vidi na grafikonu, osiguravajuća društva u Velikoj Britaniji imala su veću rizičnost plasmana u odnosu na prosek u Evropskoj uniji. Prime-tan je, međutim, pad ulaganja u akcije od 2008. Godine i istovremeno rast ulaganja u dužničke hartije od vrednosti. Krajem perioda ulaganja osiguravajućih društava u Velikoj Britaniji pokazuju tendenciju približavanja proseku strukture investicionih plasmana osiguravajućih društava u EU.

Kao što se može videti na primeru zemalja EU i Velike Britanije posebno, najveće učešće u plasmanima osiguravajućih društava imaju akcije i obveznice. Budući da se promene obveznica prate samo po jednom pokazatelju – troškovi nabavke, a promene akcija po više pokazatelja – nominalna vrednost, dividenda, tržišna cena, prisutna je veća zastupljenost obveznica od akcija u portfolijima osiguravajućih društava. U uslovima nerazvijenog finansijskog tržišta u pojedinim zemljama za koje je karakterističan nedovoljan stepen transparentnosti tržišta akcija, manje ili više izražene prepreke u prenosu prava iz akcija i nedovoljno iskustvo i znanje u trgovini vlasničkim hartijama od vrednosti, prisutni su otpori akcijama te obveznice gotovo dominiraju investicionim portfolijima.

U odlučivanju na relaciji da li plasirati raspoloživa finansijska sredstva u akcije ili obveznice osim karakteristika obaveza iz poslova osiguranja značajni su i podaci koji se odnose na razlike u prinosima na plasmane u akcije i državne obveznice. Tabela 7 prikazuje razlike u prinosima na akcije i obveznice u periodu od 1900. do 2000. godine.

Akcije jesu rizičniji instrumenti i postoje periodi kada su gubici katastrofalni, posebno kratkoročno posmatrano (čak i u određenim dužim vremenskim intervalima) ali na dugi rok (period od jednog veka), empirijski podaci za XX vek pokazuju, prinosi na plasmane u akcije premašuju prinose u obveznice.

Akcije su vlasničke hartije od vrednosti koje vlasniku (investitoru) daju pravo na deo ostvarenog profita emitenta – dividendu, pravo na upravljanje emitentom i pravo na deo imovine u slučaju likvidacije emitenta (preduzeća

Tabela 7: Razlike u prinosima na akcije i obveznice u periodu od 1900. do 2000. god. u % godišnje

| | Akcije | Obveznice |
|------------------|--------|-----------|
| Švedska | 7.6 | 2.4 |
| Australija | 7.5 | 1.1 |
| Južna Afrika | 6.8 | 1.4 |
| SAD | 6.7 | 1.6 |
| Kanada | 6.4 | 1.8 |
| Holandija | 5.8 | 1.1 |
| Velika Britanija | 5.8 | 1.3 |
| Švajcarska | 5.0 | 2.8 |
| Irska | 4.8 | 1.5 |
| Danska | 4.6 | 2.5 |
| Japan | 4.5 | -1.6 |
| Francuska | 3.8 | -1.0 |
| Španija | 3.6 | 1.2 |
| Nemačka | 3.6 | -2.2 |
| Italija | 2.7 | -2.2 |
| Belgija | 2.5 | -0.4 |

Izvor: Arnold, G.: *The Financial Times Guide to Investing*, Pearson Education Ltd, London, 2004, str. 25

izdavaoca). Vlasnici akcija smatraju se vlasnicima preduzeća. Preduzeća emituju akcije s ciljem prikupljanja kapitala na finansijskom tržištu a investitori kupuju akcije u nameri da ostvare visoke prinose na svoja ulaganja. Akcije se emituju na primarnom tržištu i glase na nominalnu vrednost koja predstavlja, po jednoj akciji, vrednost preduzeća podeljenu sa ukupnim brojem akcija. Na sekundarnom tržištu se cena akcije utvrđuje na osnovu odnosa ponude i tražnje za tom akcijom.

Vremenski period dospeća akcija faktički nepostoji jer je njihovo trajanje vezano za sudbinu preduzeća i traju dok traje preduzeće a preduzeća se u principu osnivaju na neodređeno vreme. Akcije pružaju investitorima mogućnost da učestvuju u raspodeli profita ali i da snose rizik poslovanja preduzeća emitenta akcija.

Osnovna podela akcija jeste na obične i preferencijalne (prioritetne) akcije. Obične akcije (osim običnih akcija bez prava glasa) daju investitoru pravo glasa, pravo izbora menadžmenta i dr. na skupštini akcionara. Preferencijalne akcije omogućavaju vlasniku samo pravo na dividendu i to u obliku procentnog iznosa na nominalnu vrednost akcije ili u vidu utvrđenog fiksnog iznosa. Postoje varijacije na temu preferencijalnih akcija u zavisnosti od toga koja specijalna karakteristika im je dodata: kumulativne preferencijalne akcije (kada u jednoj godini se ne isplati dividenda akcionarima ona se kumulira i isplaćuje u narednoj godini), participativne preferencijalne akcije (koje daju i pravo upravljanja) i konvertibilne preferencijalne akcije (koje daju opciju investitoru da ih u vreme kada poželi zameni za određeni broj običnih akcija) sa mogućnošću otkupa (koje imaju fiksni rok dospeća) i sa isplatom varijabilne dividende.

U pogledu vrednovanja akcija javljaju se tri modela: model diskontovanja dividende (diskontuje se očekivana dividenda, pri čemu je cena akcije jednaka odnosu dividende podeljenom sa stopom kapitalizacije (diskonta)), komparativni model (predstavlja odnos cene akcije prema prihodu po akciji) i model diskontovanja gotovinskog toka (primenjuje se za valorizaciju ukupnog vlasničkog kapitala preduzeća, pri čemu je vrednost vlasničkog kapitala jednaka $X(1-t)/r$ gde je X - dobit pre oporezivanja, r - diskontna stopa a t - stopa poreza na dobit). Reč je o utvrđivanju tzv. unutrašnje vrednosti akcije što je značajno za investitore jer u slučaju da je tržišna cena niža od dobijene unutrašnje vrednosti tu akciju treba kupiti. Investitori najviše koriste model diskontovanja dividende.

Ukupan prinos na akcije koji osiguravajuća društva po osnovu plasmana svojih sredstava dobijaju čine: 1. dividende i 2. kapitalna dobit. Dividende se isplaćuju akcionarima iz dobiti nakon oporezivanja. Dividenda u određenim slučajevima (kao što su na primer, neprofitabilno poslovanje ili ubrzani razvoj koji zahteva da sva raspoloživa sredstva budu investirana u produktivnu imovinu) ne mora biti isplaćena. Međutim, investitori prilikom plasmana sredstava računaju i na kapitalnu dobit. Naime, tokom vremena a zahvaljujući

performansama emitenta akcije cene akcija mogu da rastu. Kapitalna dobit je dobit ostvarena na razlici u ceni (prodajna – kupovna) akcija. Upravo se u postojanju kapitalne dobiti može objasniti činjenica zašto se investira u akcije za koje se zna da neće u kratkom roku donositi dividende (kao što su bili plasmani sredstava u novonastajuća preduzeća iz oblasti informacione tehnologije tokom tzv. .com buma devedesetih godina dvadesetog veka).

Osim u akcije kojima se trguje na organizovanom tržištu, osiguravajuća društva svoja sredstva mogu ulagati i u akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, ako su izdate u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti. Ove akcije su rizičnije (imajući u vidu i tržišni i rizik likvidnosti, jer je uglavnom reč o akcijama malih i brzo rastućih preduzeća koja imaju veliki potencijal ali su nepoznata široj javnosti i čijim se akcijama ne trguje na organizovanom tržištu pa zbog toga investitor mora računati na probleme kada poželi da proda ove akcije) od akcija sa kojima se trguje na organizovanom tržištu ali perspektivno mogu doneti investitoru značajne prinose (znatno veće od onih koje se ostvaruju po osnovu akcija kojima se trguje na organizovanom tržištu).

Prilikom plasmana sredstava u akcije kao i u pogledu drugih aktivnosti koje uključuju plasmane sredstava osiguravajućih društava u druga preduzeća, potrebno je imati u vidu određene formule koje se koriste za izračunavanje značajnijih pokazatelja poslovanja i uspešnosti preduzeća:

$$1. \text{ Likvidnost I stepena} = \frac{\text{gotovina i gotovinski ekvivalenti}}{\text{kratkoročne obaveze}}$$

$$2. \text{ Likvidnost II stepena} = \frac{\text{obrtna imovina - zalihe}}{\text{kratkoročne obaveze}}$$

$$3. \text{ Racio neto obrtnog fonda} = \frac{\text{obrtna imovina - kratkoročne obaveze}}{\text{obrtna sredstva (ili poslovna imovina)}}$$

$$4. \text{ Finansijska stabilnost} = \frac{\text{sopstveni kapital}}{\text{poslovna pasiva}}$$

$$5. \text{ Step en zaduženosti preduzeća} = \frac{\text{kratkoročne obaveze + dugor. obaveze}}{\text{poslovna pasiva (ili sopstveni kapital)}}$$

$$6. \text{ Rentabilitet ukupnog kapitala nakon oporezivanja} = \frac{\text{neto dobitak}}{\text{prosečna poslovna pasiva (ili prosečan sopstveni kapital)}}$$

Obveznica je dužnička hartija od vrednosti kojom se njen izdavalac (emitent) obavezuje da će licu koje je naznačeno na njoj ili donosiocu iste (zavisno da li se radi o obveznici na ime ili na donosioca) isplatiti iznos koji je naveden na njoj (nominalnu vrednost) i platiti kamatu za određeni vremenski period. Obveznice dakle u formalnom obliku moraju sadržati dva elementa: fiksni datum dospeća i ugovoreni iznos kamate (fiksni prinos). Osnovne karakteristike obveznica koje ih razlikuju od akcija su:

1. vlasnici, odnosno imaoци obveznica su kreditori emitenta (preduzeća ili države) a ne vlasnici,
2. obveznice kao hartije od vrednosti dospevaju posle određenog vremena i tada ih emitent mora otkupiti po njihovoj nominalnoj vrednosti,
3. kamata kao prihod od obveznica predstavlja ugovornu obavezu i ona se mora isplatiti (dok dividenda ne mora),
4. bitna karakteristika kamate je da je ona unapred ugovorena dok iznos dividende zavisi od ostvarenog poslovnog uspeha,
5. pravo upravljanja i kontrole poslovanja emitenta ne postoji kod investitora u obveznice,
6. ukoliko dođe do likvidacije ili bankrotstva vlasnici obveznica imaju prioritet u odnosu na vlasnike akcija u naplati svojih potraživanja iz stečajne, odnosno likvidacione mase.

Za razliku od nominalne vrednosti obveznice koja je naznačena na samoj obveznici, tržišna vrednost obveznice zavisi od kamatne stope, ostalih investicionih mogućnosti kao i od kupčevog uverenja da će emitent biti u mogućnosti da isplati obaveze po osnovu izdatih obveznica. Tržišna vrednost obveznica se dobija kao zbir sadašnje vrednosti kamata koje će se isplaćivati kupcu do roka dospeća obveznice i sadašnje vrednosti glavnice koja će se isplatiti po isteku perioda na koji je obveznica emitovana. Postoje različite vrste obveznica i različiti kriterijumi na osnovu kojih se vrši njihovo klasifikovanje. Tako postoje kratkoročne i dugoročne obveznice, obveznice na ime i na donosioca, bez i sa kuponima, sa fiksnom, promenljivom i indeksiranom kamatom, hipotekarne, garantovane i negarantovane, opozive i neopozive, državne, obveznice lokalnih organa uprave i korporativne obveznice.

Ulaganje u državne obveznice za osiguravajuća društva je atraktivno zbog odsustva rizika ulaganja jer država svojim autoritetom i poreskim sistemom garantuje sigurnost plasmana. Zato se ove obveznice sa aspekta boniteta i kvaliteta smatraju najboljim, odnosno bezrizičnim (ako je reč o kratkoročnim državnim obveznicama). Odsustvo kreditnog rizika utiče na prinose tako da je kamata na državne obveznice najniža. Razlika između prinosa koje vuku obveznice čiji emitenti potiču iz privatnog sektora i prinosa na nerizične državne obveznice predstavlja nagradu za nošenje rizika. Osiguravajuća društva su zainteresovana i za ulaganja u korporativne obveznice upravo zbog mogućnosti ostvarenja velikog prinosa.

Kod dugoročnih obveznica se kamata (definisana na samoj obveznici u vidu određenog procenta u odnosu na nominalnu vrednost obveznice) isplaćuje najmanje jednom godišnje. Postoje i tzv. diskontne obveznice koje su sa nultim kuponom, odnosno nultom kamatom jer se one kupuju po ceni koja je manja od nominalne pri čemu se investitoru u roku dospeća isplaćuje iznos nominalne cene. Opcije (prava investitora ili emitenta) ugrađene u pojedine obveznice, kao što su pravo otkupa obveznice od strane emitenta u bilo kom momentu (utiče na smanjenje cene obveznice), pravo konvertovanja obveznice u akcije (utiče na povećanje cene obveznice), pravo razmenljivosti obveznice (što podrazumeva mogućnost da investitor može obveznicu zameniti za akciju drugog preduzeća a ne izdavaoca), utiču na atraktivnost investiranja i cenu obveznica. Na cenu obveznica utiču preovlađujuće tržišne kamatne stope, kreditna sposobnost emitenta (njegova sposobnost da otplati dug) i opcije ugrađene u obveznicu.

Prema emitentu dugoročne obveznice se mogu podeliti na korporativne, obveznice lokalnih organa uprave i državne obveznice. Dugoročne obveznice uobičajeno imaju dominantno učešće u strukturi portfolia osiguravajućih društava i zastupljenije su od kratkoročnih obveznica.

Korporativne obveznice su dugoročne obveznice koje emituju preduzeća u cilju prikupljanja sredstava za kapitalna ulaganja. Ročna struktura i visina kamatne stope na ove obveznice zavise od ekonomske snage preduzeća, njegovog položaja na tržištu kapitala i uspešnosti realizacije prethodnih emisija. Investitor odluku o kupovini korporativne obveznice donosi u skladu sa sopstvenim očekivanjima poslovnog rezultata preduzeća i njegove likvidnosti a ne na osnovu visine neto profita (kao kod akcija) jer otplata kamate na obveznice predstavlja trošak preduzeća.

Obveznice lokalnih organa uprave izdaju lokalni organi uprave (teritorijalne jedinice, gradovi) radi finansiranja kapitalnih projekata ili refinansiranja na duži rok budžetskog deficita. Prinos ovih obveznica uglavnom je oslobođen obaveze plaćanja poreza što ih čini privlačnim. Osnovne vrste ovih obveznica su: opšte obveznice (isplata je garantovana prihodima iz budžeta), prihodne obveznice (emituju se u cilju finansiranja pojedinih projekata ili preduzeća a osigurane su zalaganjem prihoda koji ostvaruje realizovani projekat odnosno finansirano preduzeće), hibridne obveznice (imaju elemente prethodne dve vrste ali i posebna obeležja koja se odnose na svrhu, izvore otplate, osiguranje – na pr. mogu biti osigurane polisom osiguravajućeg društva) i note (koje se izdaju na kratke rokove dospeća radi premošćavanja nedostatka određenih budžetskih prihoda).

Dugoročne državne obveznice emituje država u cilju refinansiranja deficita budžeta, odnosno radi obezbeđenja sredstava za neinflatorno finansiranje dugoročnih izdataka namenjenih realizaciji državnih funkcija, odnosno infrastrukturnih projekata. S obzirom da su oslonjeni na budžetsku snagu države ovi instrumenti spadaju u najkvalitetnije papire na tržištu kapitala.

U međunarodnim okvirima, na tržištu evro-obveznica, državne obveznice različitih zemalja dobijaju različite oznake rejtinga od strane priznatih rejting agencija. Sledstveno tome, kao produkt različitog kreditnog rizika imaju različitu cenu. Postoji nekoliko vrsta dugoročnih državnih obveznica: perpetualne (obveznice koje nemaju rok dospeća), amortizacione (koje donose investitoru jednake periodične iznose), kuponske (kod kojih se glavnica isplaćuje u roku dospeća a kamata u jednakim, najčešće polugodišnjim periodima), osigurane (za čiju otplatu su založeni tačno određeni državni prihodi), indeksirane (kod kojih su kamate i glavnica vezani za kretanje cena na malo), štedne (namenjene štednji stanovništva i bez svojstva prenosivosti) i odrezane obveznice (koje kupuju banke pa potom na njihovoj podlozi emituju posebne instrumente koji predstavljaju pravo na prinos bilo kupona bilo glavnice deponovane obveznice).

Kratkoročne državne obveznice su kratkoročne obligacije državnog budžeta (trezora). One se izdaju sa rokom dospeća od 1, 3, 6 meseci i jedne godine i imaju obeležja diskontnih kratkoročnih finansijskih instrumenata. S obzirom na investicione karakteristike ovih obveznica, odsustvo kreditnog rizika i rizika reinvestiranja, smatraju se bezrizičnim. Imaju visoku likvidnost i tržišnost s obzirom da je tržište ovih obveznica visoko likvidno i izrazito koncentrisano i transparentno. Emituju se dosta često, čak jednom nedeljno, a prodaja se vrši putem aukcija koje organizuje trezor u ime državnog budžeta precizirajući samo rok dospeća i ukupnu sumu koju želi da proda. Osiguravajuća društva i drugi institucionalni investitori putem ponude kojim se navodi prinos koji se želi ostvariti ili ponude u kojoj se podrazumeva da su saglasni da prihvate ponderisan prosečan prinos koji bude utvrđen aukcijom, određuju iznos koji žele da kupe i cenu koju su spremni da plate.

Osim plasmana u akcije i obveznice osiguravajuća društva ulažu i u druge oblike imovine. Osiguravajuća društva svoja sredstva usmeravaju i u nekretnine, specijalizovane investicione fondove (kao što su hedž fondovi), umetnine, u udruživanja (merdzere i akvizicije), finansijske derivate (opcije i fučerse), instrumente tržišta novca (depozitne certifikate, blagajničke i komercijalne zapise) i druge oblike, dok određeni deo sredstava drže u gotovini.

Ulaganja u nekretnine predstavljaju ulaganja koja nude nešto manje prinose ali najveću sigurnost. Osiguravajuća društva su najstariji i još uvek najznačajniji institucionalni investitori na području nekretnina. Osiguravači u svojim portfeljima imaju značajan udeo ovih plasmana, odnosno plasmana u hipotekarne kredite. U plasmanima osiguravajućih društava primećuje se trend da se glavnina njihovih kapitala, kad je reč o delu investicija plasiranim u nekretnine, ne sliva više u kredite čija je garancija stambeni prostor već isključivo poslovni. Ulaganja u nekretnine interesantna su u pogledu finansiranja obaveza osiguravajućih društava čije trajanje prevazilazi trajanje raspoloživih hartija od vrednosti sa fiksnim prinosom. U tom pogledu ulaganja povezana sa nekretninama nude mogućnost uvećanja vrednosti bez tekućeg oporezivanja mada sa očiglednim ograničenjem u pogledu nelikvidnosti.

Hedž fondovi su fondovi koji plasiraju sredstva ograničenog broja bogatih pojedinaca i institucionalnih investitora u plasmane visokog rizika i visokog prinosa a kojima rukovode profesionalni menadžeri, koji često i sami poseduju kapital u finansijskoj aktivni ovih fondova. Samo ime hedž fondova potiče od reči *hedge*, reči engleskog porekla koja znači zaštititi, ograditi, zagradi. U početnim oblicima primena reči *hedge* u potpunosti je odgovarala karakteristikama ovih fondova. Oni su preko portfelja investicija različitog stepena rizičnosti nastojali da obezbede zaštitu od rizika uz težnju ka ostvarenju visokih apsolutnih prinosa, umesto težnje kao ostvarenju prinosa vezanih za indeks. Suština koncepta bazirala se na tržištu neutralnom investiranju, investiranju koje obećava visoko α (visok prinos u odnosu na preuzeti nivo rizika) i skoro nulto β (korelisanost prinosa investicionog portfelja sa prosekom finansijskog tržišta u celini) korišćenjem miksa dugih i kratkih investicionih pozicija. Međutim, u današnjim uslovima primena reči *hedge* je pogrešna s obzirom da oni uobičajeno teže agresivnom preuzimanju rizika vezanom za kretanja valuta, akcija, tržišnih indeksa, kamatnih stopa i drugog tržišnog materijala i to širom čitavog sveta. Zbog njihovog izuzeća od primene regulatornih ograničenja u pogledu investiranja, ovi fondovi su u mogućnosti da investiraju u raznovrsne hartije od vrednosti i primenjuju različite investicione strategije. Na primer, oni su u mogućnosti da zauzimaju tzv. kratke pozicije, odnosno da prodaju akcije koje nemaju u nadi da će moći kasnije da ih kupe po nižoj ceni. U mogućnosti su da koriste izuzetno visoke nivoe finansijskog leveridža, na primer, mogu da koriste pozajmice sredstava čiji je iznos i do 10 i više puta veći od njihove ukupne snage. Hedž fondovi nastoje da ostvare prinos od tržišne nestabilnosti, bez obzira u kom pravcu se tržište kreće. investitori su uglavnom institucije i bogati pojedinci. Hedž fondovi su postali popularniji u 2000-tim nego što su ikad bili.

Osiguravajuća i reosiguravajuća društva kao institucionalni investitori zajedno sa penzijskim fondovima se odlučuju za ulaganja u hedž fondove kako bi unapredili svoje investicione prinose. Hedž fondovi omogućavaju veće prinose od uobičajenih prinosa koje osiguravajuća društva imaju od ulaganja u obveznice i akcije. Takođe, postoji obilje mogućnosti za ulaganja hedž fondova u valute i kamatne stope, posebno imajući tu u vidu one valute koje se pridružuju evru, gde je rizik limitiran. Tako na primer, Bermudska reosiguravajuća kuća, Max Re ima politiku investiranja u hedž fondove od svog osnivanja, a 2004. godine oko 30% imovine ovog reosiguravača bilo je u hedge fondovima. Max Re investira u 50 različitih hedge fondova ali ni u jednom pojedinačno nema učešće veće od 5%. Međutim, hedž fondovi imaju i svoju negativnu stranu. Menadžment hedž fondova je sklon praksi dobijanja nekoliko honorara pre nego što izgubi celokupan novac svojih klijenata a fond nestane sa tržišta. Investitori moraju biti u stanju da provere da li postoji opasnost za ispoljavanje prekomerno rizičnog ponašanja od strane

menadžmenta hedž fonda. Pri tome, menadžment hedž fonda mora ponuditi investitorima određene informacije a oni to najčešće ne čine. Međutim, ako se dobro upravlja ovim fondovima moguće je ostvariti prinose koji su slični prinosima od akcija a čija je stabilnost slična stabilnosti obveznica.

Ulaganja u umetničke vrednosti ne zauzimaju veliki deo portfolija i vrše se na osnovu dugoročnih raspoloživih sredstava osiguravajućih društava. Ovi plasmani omogućavaju zaštitu od inflacije, zaštitu od tržišnog rizika (jer tražnja raste a ponuda je ograničena tako da je mala mogućnost gubitka glavnice). Takođe ovi plasmani imaju povoljan poreski tretman. Međutim, umetnine nisu visoko likvidne, ne dobija se kamata ili dividenda i ne mogu obezbediti brze i visoke profite (zarada može biti samo u pogledu razlike između kupovne i prodajne cene).

Investicije osiguravajućih društava u udruživanja, odnosno merđžere i akvizicije (spajanja i pripajanja) predstavljaju elemenat njihovog investicionog portfolija. Nastojanja su da se zauzmu nova tržišta, pokriju nepokrivene grane osiguranja, ponude druge finansijske usluge, da postignu zajedno veću troškovnu efikasnost, konkurentnost, odnosno u krajnjoj liniji cilj je da se ostvari što je moguće veći profit uz što manji rizik od ovakvih investicija.

Poznato je da osiguravajuća društva koriste finansijske derivate kao elemenat upravljanja rizikom. Međutim, derivate osiguravajuća društva koriste, u ograničenom obimu u razvijenim zemljama, kao elemenat investicione strategije. Derivati su izvedeni finansijski instrumenti čija je cena uslovljena cenom roba i finansijskih instrumenata koji se nalaze u osnovi derivata. Dakle reč je o instrumentima koji u svojoj podlozi imaju određene robe ili finansijske instrumente a čija cena proizilazi odnosno derivira iz cena robe ili finansijskih instrumenata. Za osiguravajuća društva upotreba derivata sastavni je deo šireg proces upravljanja imovinom i obavezama, alokacije imovine i investicionog menadžmenta. Derivati omogućavaju osiguravajućim društvima da u svoje investicione odluke ugrade očekivanu razliku između kretanja cena finansijskih instrumenata na tekućem tržištu i svojih očekivanja o budućem kretanju cena i da koristeći ovu razliku zaštite budući prihod odnosno ostvare profit od investiranja. Dobro strukturirani i aktivno upravljani portfelj finansijskih derivata može pomoći osiguravajućem društvu da minimizira negativne korelacije u svom portfelju. Zavisno od rizika koji je osiguravajuće društvo spremno da prihvati, primena investicione strategije koja uključuje upotrebu finansijskih derivata može dodati vrednost investicionim prinosima osiguravajućeg društva. Kao ograničenja razvoju primene finansijskih inovacija u investicionim strategijama osiguravajućih društava navode se regulatorna ograničenja, loša iskustva u periodu svetske finansijske krize kao i tradicionalna sklonost osiguravajućih društava ka konzervativnijim investicionim strategijama.

Instrumenti tržišta novca se u portfeljima osiguravajućih društava nalaze sa ciljem obezbeđenja likvidnosti ali predstavljaju i značajne oblike plasmana društava neživotnih osiguranja⁸⁹. Najznačajniji su depozitni certifikat, blagajnički zapis i komercijalni zapis. Depozitni certifikat je prenosiva potvrda koja glasi na određenu novčanu sumu deponovanu u banci, određeni rok i određenu kamatnu stopu. Depozitni certifikati su kamatne hartije od vrednosti. Emituju ih banke za koje depozitni certifikati predstavljaju alternativu pribavljanju sredstava putem klasičnog depozita a za investitore su interesantni zbog njihove prenosivosti. Kamata je nešto viša nego kod kratkoročnih državnih obveznica a sekundarno tržište (reč je o šalterskom tržištu, tzv. over-the-counter) obezbeđuje likvidnost osiguravajućim društvima kao investitorima. Blagajnički zapisi mogu biti blagajnički zapisi centralne banke i blagajnički zapisi poslovnih banaka. Blagajnički zapisi centralne banke su jedan od najvažnijih instrumenata monetarnog regulisanja putem kojih centralna banka reguliše optimalnu novčanu masu ali i cenu novca na tržištu. Tražnja za ovim hartijama od vrednosti veća je od tražnje za državnim obveznicama. Izdaju se na rok od 7 do 90 dana. Blagajnički zapisi poslovnih banaka glase na određeni novčani iznos deponovan kod banke. Dospće ovih zapisa je od 1 do 12 meseci. Komercijalni zapisi su finansijski instrumenti koje emituju preduzeća i finansijske kompanije radi pribavljanja kratkoročnih sredstava. Po svojoj formi komercijalni zapisi su sopstvene menice emitenta sa fiksnim rokom dospeća (od 7 do 270 dana). Komercijalni papiri nose viši kreditni rizik koji je kompenziran višom kamatom u odnosu na kratkoročne državne obveznice. Ove hartije od vrednosti su diskontne, što znači da se prodaju ispod nominalne vrednosti a isplata nominalne vrednosti je garantovana po dospeću. Sekundarno tržište je slabo razvijeno pošto investitori ove hartije uglavnom drže do dospeća.

9. SPECIFIČNOSTI NEŽIVOTNIH OSIGURANJA VEZANE ZA ULOGU OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA KAO INSTITUCIONALNIH INVESTITORA

Neživotna osiguranja obuhvataju imovinska i osiguranja od odgovornosti. Ova osiguranja predstavljaju osnovni kamen temeljac poslovanja savremenih privreda. Mnoge fabrike, prodavnice i poslovni prostori ne bi se mogli suočiti sa rizikom obavljanja redovnih aktivnosti bez postojanja ovih osiguranja. Mnogi pojedinci ne bi mogli finansirati svoje domove i mnogi bi imali velike poteškoće u pogledu kredita za veće vrednosti kao što su automobili. Zbog svega navedenog često se ističe da od zdravlja imovinskih i osiguranja od odgovornosti zavisi ekonomsko zdravlje nacionalne ekonomije. Putem ovih osiguranja s jedne strane je zaštićena ogromna imovina od opasnosti kao što su požari, poplave, udari groma, oluje a s druge strane pokrivena je pravna odgovornost koja može nastati po osnovu oštećenja imovine odnosno povrede fizičkog integriteta drugih osoba.

⁸⁹ Kočović J. i Šulejić P.: *Osiguranje*, Beograd, Ekonomski fakultet, 2002, str. 203

Kod neživotnih osiguranja karakteristika je da je nastupanje osiguranog slučaja manje predvidivo u odnosu na životno osiguranje. Za zaključivanje mora postojati imovinski interes odnosno interes osiguranika da se ne ostvari osigurani slučaj kojim bi on pretrpeo neki materijalni gubitak. Iznos naknade ne može biti veći od štete koju je osiguranik pretrpeo a punovažne su odredbe ugovora kojim se iznos naknade iz osiguranja ograničava na manji iznos od iznosa štete. Pri tome, iznos naknade se utvrđuje na osnovu tri elementa: 1. visine prouzrokovane štete, 2. osigurane sume i 3. vrednosti osigurane stvari. Svaki od ova tri elementa predstavlja gornju granicu obaveze osiguravača. Kada je osigurana suma niža od vrednosti stvari radi se o podosiguranju, u slučaju kada je osigurana suma viša od vrednosti osigurane stvari radi se o tzv. nadosiguranju a u slučaju da je osiguranik istu stvar osigurao kod više različitih osiguravača bitno je da li je zbir svih osiguranih suma veća ili ne od osigurane stvari (ukoliko jeste veća onda se radi o tzv. dvostrukom odnosno višestrukum osiguranju).

Manja predvidivost nastanka osiguranog slučaja rezultira time da su rezerve osiguranja manje a sledstveno tome i načini investiranja ovih rezervi su drugačiji u odnosu na obrasce investiranja na osnovu rezervi formiranih kod životnih osiguranja. Rizici su veći i sa stanovišta obima štete. Takođe, rizici kod ovih osiguranja najčešće nisu nezavisni, nego su u korelaciji, na primer kod velikih elementarnih nepogoda, što ima za posledicu veliku koncentraciju rizika.

Glavni faktor koji utiče na društva neživotnih osiguranja jeste njihova izloženost katastrofalnim gubicima. Katastrofe rezultiraju u osiguranim gubicima od 25 miliona dolara ili više⁹⁰ a javljaju se kao produkt jednog jedinog štetnog događaja. Izloženost katastrofalnim gubicima ima uticaja na zaključivanje ugovora o osiguranju, određivanju premija, obim reosiguravajućeg pokrića i na određivanje investicionih ciljeva u upravljanju portfeljom. Ova činjenica uslovljava osiguravajuća društva neživotnih osiguranja da investiraju u visoko likvidne hartije od vrednosti kako bi u slučaju nastanka značajnijih šteta mogle svoje hartije od vrednosti brzo prodati i isplatiti sume osiguranja.

Drugi značajan faktor jeste priroda osiguravajućeg posla u pogledu ispunjenja odštetnih zahteva. Naime određeni poslovi, kod osiguranja imovine, su uglavnom karakteristični po isplati odštetnih zahteva u kratkom roku. S druge strane, kada je reč o osiguranju odgovornosti kao što je na primer profesionalna lekarska greška, isplata odštetnih zahteva može trajati godinama. Ovaj vremenski razmak od dobijanja zahteva do isplate štete ima značajnog uticaja na investicionu strategiju osiguravajućih društava i u pogledu rizika i u pogledu trajanja.

⁹⁰ Holding Companies Handbook, Office of Thrift Supervision, U.S. Department of the Treasury, Washington, DC, January 2003, Appendix A, str. 3

Jedna od osnovnih razlika između neživotnih i životnih osiguranja koja je od izuzetnog značaja za investiciono prisustvo osiguravajućih društava na finansijskom tržištu jeste vremensko trajanje osiguravajućeg pokrića. Većina polisa neživotnog osiguranja se izdaje na period od jedne godine (s tim što u SAD postoje osiguravači koji izdaju polise auto osiguranja na periode od 6 meseci). Ovo rezultira slikom bilansa stanja osiguravajućih društava gde na imovinskoj strani (aktiva) dominiraju gotovina i investicije. Najviše su zastupljene obveznice a obične akcije su sledeća najvažnija komponenta i njihovo učešće aproksimativno se kreće oko nivoa od jedne četvrtine investicionog portfelja neživotnih osiguravača. Finansijski rezultat osiguravajućih društava neživotnih osiguranja meri se preko kombinovanog racia (zbira proporcije zarađenih premija nakon izmirenja obaveza po osnovu nastalih šteta i proporcije primljenih premija nakon pokrića troškova osiguravača). Tipičan kombinovani racio u SAD-u je nešto iznad 100 (pri čemu ukoliko je ovaj odnos 100 to znači da su primljene premije jednake isplaćenim štetama i nastalim troškovima vezanim za obavljanje poslova osiguranja). S obzirom da je ovaj odnos rezultat poslova osiguravajuće zaštite veoma značajne prihode osiguravajuća društva ostvaruju po osnovu investiranja. Strukturu investicija osiguravača neživotnih osiguranja u SAD u periodu od 2004. do 2013. godine prikazuje tabela 8.

U strukturi plasmana osiguravajućih društava neživotnih osiguranja u SAD primetna je dominacija ulaganja u obveznice i akcije. Naime, ulaganja u obveznice i akcije su kroz čitav posmatrani period učestvovala sa oko i preko 80% ukupnih investicija. Primetno je relativno malo učešće gotovine i gotovinskih elemenata ali i prisustvo derivata koje se javlja od 2010. godine.

Investicione strategije osiguravajućih društava u Sloveniji spadaju u relativno liberalnije, kada je u pitanju region. Smatramo da je razlog liberalnije politike investiranja sredstava tehničkih rezervi osiguravajućih društava u Sloveniji zakon o osiguranju⁹¹ kao i visoko kvalitetno upravljanje rizikom. Naime, prema članu 121 Zakona o osiguranju, osiguravajuća društva u Sloveniji mogu investirati sredstva tehničkih rezervi u: 1) hartije od vrednosti koje emituje ili garantuje Republika Slovenije, Banka Slovenije, zemlja članica EU ili OECD-a ili međunarodna finansijska organizacija, 2) obveznice kojima se trguje na organizovanim berzama, 3) obveznice kojima se ne trguje na organizovanim berzama, 4) akcije kojima se trguje na organizovanim berzama, 5) akcije kojima se ne trguje na organizovanim berzama, 6) investicione kupone investicionih fondova ili akcije investicionih kompanija, 7) potraživanja po osnovu kredita kolateralizovanih hipotekama, 8) potraživanja po osnovu kredita datim bankama čije su centrale u Republici Sloveniji ili zemlji članici EU ili OECD-a, 9) potraživanja po osnovu zajmova kolateralizovanih zalagama na hartijama od vrednosti, 10) potraživanja po osnovu drugih zajmova adekvatno kolateralizovanih, 11) akontacije po osnovu otkupne vrednosti polisa osigura-

⁹¹ Zakon o zavarovalništvu (uradno prečišćeno besedilo), Uradni list RS, št. 99/2010, z dne 7. 12. 2010.

Tabela 8: Struktura investicija osiguravača neživotnih osiguranja u SAD-u u periodu od 2004. do 2013. godine.

| | 2004 (%) | 2005 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|--------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Obveznice | 67,18 | 68,38 | 65,95 | 68,38 | 68,82 | 66,39 | 67,26 | 65,34 | 62,55 |
| Akcije | 19,44 | 18,33 | 19,19 | 16,60 | 18,04 | 17,17 | 17,80 | 19,16 | 22,14 |
| Preferencijalne | 1,47 | 1,01 | 1,52 | 1,80 | 1,50 | 1,34 | 0,87 | 0,86 | 0,78 |
| Obične | 17,98 | 17,32 | 17,66 | 14,80 | 16,54 | 15,84 | 16,94 | 18,30 | 21,36 |
| Hipotekarni zajmovi | 0,30 | 0,29 | 0,39 | 0,44 | 0,36 | 0,32 | 0,37 | 0,41 | 0,54 |
| Pravo preče prodaje | 0,29 | 0,28 | 0,37 | 0,41 | 0,33 | 0,30 | 0,36 | 0,39 | 0,53 |
| Pravo prodaje osim prečeg | 0,01 | 0,01 | 0,02 | 0,03 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,01 |
| Nekretnine | 0,89 | 0,83 | 0,79 | 0,86 | 0,81 | 0,74 | 0,77 | 0,75 | 0,67 |
| Sopstvene | 0,74 | 0,70 | 0,66 | 0,74 | 0,70 | 0,65 | 0,66 | 0,65 | 0,57 |
| Za iznajmljivanje | 0,10 | 0,09 | 0,09 | 0,10 | 0,09 | 0,08 | 0,09 | 0,09 | 0,08 |
| Za prodaju | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,02 | 0,02 | 0,01 | 0,02 | 0,01 | 0,02 |
| Gotovina i gotovinski ekvival. | 8,57 | 8,11 | 7,09 | 8,00 | 6,96 | 6,53 | 5,41 | 5,95 | 5,65 |
| Izvedene hartije od vrednosti | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 0,05 | 0,05 | 0,04 | 0,04 |
| Ostalo | 3,62 | 4,06 | 6,59 | 5,72 | 5,01 | 8,80 | 8,34 | 8,35 | 8,41 |

Izvor: Insurance Information Institute

nja i zajmova kolateralizovanih otkupnom vrednošću polisa osiguranja, 12) nepokretnosti i drugim stvarnim pravima na nepokretnostima, 13) ulaganja u depozite u bankama čije je sedište u Republici Sloveniji ili zemlji članici EU ili OECD-a, 14) gotovinu u blagajni ili depozite po viđenju i ostale investicije. Član 122 Zakona o osiguranju ograničava ukupne investicije koje osiguravajuća društva mogu investirati, što se smatra relativno konzervativnom merom. Teritorijalna ograničenja su određena članom 123 Zakona, kojim se navodi da slovenačka osiguravajuća društva pored investicija u Republici Sloveniji, zemljama članicama EU i OECD-a mogu investirati sredstva u druge zemlje ali u vezi sa zaključenim osiguranjem u određenoj zemlji. Strukturu investicija osiguravajućih društava za pokriće tehničkih rezervi prikazuje tabela 9.

Tabela 9: Struktura investicionog portfelja društava neživotnih osiguranja u Sloveniji u periodu od 2004. do 2013. godine

| | 2004 (%) | 2005 (%) | 2006 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Državne hartije od vrednosti | 30,6 | 37,6 | 38,7 | 33,4 | 26,1 | 27,6 | 26,8 | 25,2 | 30,4 | 33,3 |
| Nekretnine | 3,7 | 3,2 | 1,5 | 1,5 | 2,6 | 2,7 | 2,5 | 2,1 | 2,3 | 2,2 |
| Zajmovi | 2,6 | 1,5 | 1,4 | 1,6 | 1,4 | 2,1 | 2,1 | 3,1 | 2,0 | 1,9 |
| Dužničke hartije od vrednosti | 17,6 | 17,5 | 19,7 | 24,1 | 22,1 | 17,8 | 20,9 | 24,2 | 27,1 | 28,8 |
| Akcije | 19,4 | 16,5 | 20,0 | 20,6 | 15,0 | 13,6 | 12,8 | 10,6 | 9,3 | 7,9 |
| Depoziti banaka | 15,2 | 13,6 | 9,7 | 7,2 | 8,1 | 11,3 | 13,3 | 16,2 | 10,3 | 6,5 |
| Ostale investicije | 10,9 | 10,2 | 9,0 | 11,6 | 24,7 | 24,9 | 21,6 | 18,6 | 18,6 | 19,4 |

Izvor: Agencija za zavarovalni nadzor

Struktura investicionog portfelja neživotnih osiguravača u Sloveniji, u periodu od 2004. do 2013. godine, pokazuje relativnu konzervativnost investiranja s obzirom da u strukturi investicija preko 50% ukupnih plasmana čine ulaganja u državne hartije od vrednosti i dužničke hartije od vrednosti, dakle u hartije od vrednosti nultog ili relativno niskog rizika. Međutim, ukoliko se uporede sa investicijama osiguravajućih društava neživotnih osiguranja u drugim zemljama regiona bivše Jugoslavie, primetno je relativno veće učešće akcija u prvoj polovini posmatranog perioda. Svakako, primetan je trend pada učešća akcija u strukturi investicionog portfelja tokom druge polovine posmatranog perioda tako da je u 2013. godini on najniži u posmatranom periodu.

Transakcije finansijskog tržišta u Hrvatskoj ostvaruju se u okviru jedinog organizovanog tržišta u ovoj državi – berze u glavnom gradu Zagrebu. Hartije od vrednosti kojima se trguje na zagrebačkoj berzi su akcije, obveznice, prava i komercijalni zapisi. Investicione aktivnosti osiguravajućih društava regulisane su Zakonom o osiguranju⁹² iz 2005 godine. Članom 122 ovog Zakona navedene su vrste investicija u koje mogu biti plasirana sredstva matematičke rezerve a članom 123 su navedena ograničenja ovih investicija. Član 115 ovog Zakona specificira vrste investicija u koje mogu da se plasiraju ostala sredstva tehničkih rezervi dok se članom 116 Zakona određuju ograničenja ovih investicija. Smatramo da su ograničenja data u ovim zahtevima restriktivnog karaktera. U toku 2015 godine usvojen je novi Zakon o osiguranju u Hrvatskoj⁹³ koji stupa na snagu u januaru 2016. godine. Ovim novim zakonom drugačije se reguliše pitanja ulaganja sredstava tehničkih rezervi, odnosno zakonodavstvo se prilagođava zahtevima EU. U članu 159 novog Zakona o osiguranju se ukazuje

⁹² Zakon o osiguranju, Narodne novine, br. 151/05

⁹³ Zakon o osiguranju, Narodne novine, br. 30/15

Tabela 10: Struktura investicionog portfelja društava osiguranja u Hrvatskoj u periodu od 2004. do 2013. godine

| | 2004 (%) | 2005 (%) | 2006 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Hartije od vrednosti | 25.5 | 26.5 | 30.4 | 34.6 | 27.9 | 34,5 | 38,7 | 40,9 | 42,5 | 46,6 |
| Depoziti | 14.8 | 19.6 | 16.6 | 18.0 | 20.9 | 16,0 | 16,9 | 14,7 | 15,8 | 12,6 |
| Nekretnine | 30.3 | 27.5 | 20.5 | 14.4 | 16.4 | 15,0 | 16,8 | 15,9 | 15,3 | 15,3 |
| Učešća i deonice investicionih fondova | n.a. | n.a. | 9.4 | 11.2 | 6.1 | 7,8 | 8,8 | 6,4 | 8,5 | 8,5 |
| Zajmovi | 12.2 | 9.5 | 8.0 | 7.8 | 14.3 | 13,3 | 8,2 | 7,4 | 4,7 | 5,6 |
| Ostalo | 17.2 | 16.9 | 15.1 | 14.0 | 14.4 | 13,4 | 10,6 | 14,8 | 13,2 | 13,2 |

Izvor: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga

da je društvo za osiguranje dužno da ulaže imovinu u skladu sa Zakonom o osiguranju, Uredbom (EU) br. 2015/35 i drugim propisima Europske komisije kojima se uređuju kvalitativni zahtevi pri utvrđivanju, merenju i praćenju rizika te upravljanju rizicima koji proizlaze iz ulaganja, posebno uvažavajući načelo razboritosti. Društvo za osiguranje može ulagati samo u imovinu i finansijske instrumente čije rizike može primereno utvrditi, meriti i pratiti, kojima može primereno upravljati, nadzirati ih i izveštavati o njima i koje na primeran način uzimaju u obzir prilikom procene svoje ukupne potrebe za obezbeđenjem solvelventnosti. Društvo za osiguranje dužno je svu imovinu, a posebno imovinu za pokriće minimalnog potrebnog kapitala i potrebnog solventnog kapitala, ulagati na način koji osigurava sigurnost, kvalitet, likvidnost i profitabilnost portfelja u celini i sprovoditi lokalizaciju te imovine na način da se osigura njena raspoloživost. Ovaj član ukazuje da je regulacija investicionih aktivnosti osiguravajućih društava u novom zakonu o osiguranju u Hrvatskoj principijelno usklađena sa zahtevima nove regulative Solventnosti II. Takođe, ovim Zakonom se po prvi put navodi da društva za osiguranje mogu ulagati u izvedene finansijske instrumente samo ako ti instrumenti pridonose smanjenju rizika ili olakšavaju efikasno upravljanje portfeljem. Dozvoljava se ulaganje i u imovinu koja nije uvrštena na uređenom tržištu uz ograničenje da se takva ulaganja sprovode uz razumnu meru. Konačno, naglašava se i značaj istovremenog upravljanja imovinom i obavezama: „društvo za osiguranje dužno je imovinu za pokriće tehničkih rezervi ulagati na način koji je primeren prirodi i trajanju obaveza osiguranja i obaveza reosiguranja i u najboljem interesu ugovarača osiguranja, osiguranika i korisnika osiguranja te u skladu sa politikom ulaganja, ako je objavljena”. Strukturu investicija osiguravajućih društava za pokriće tehničkih rezervi prikazuje tabela 10.

Tabela 11: Struktura investicionog portfelja društava osiguranja u Srbiji u periodu od 2004. do 2013. godine.

| | 2004 (%) | 2005 (%) | 2006 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Depoziti banaka | n.a. | 13,00 | 28,00 | 27,00 | 30,00 | 27,00 | 32,00 | 29,00 | 21,00 | 19,70 |
| Gotovina | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 20,00 | 21,00 | 14,00 | 12,00 | 13,90 | 14,50 |
| Potraživanja premija koja nisu dospela na naplatu | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 12,00 | 10,00 | 9,00 | 10,00 | 7,10 | 6,30 |
| Državne hartije od vrednosti | n.a. | n.a. | 14,00 | 10,00 | 10,00 | 16,00 | 24,00 | 29,00 | 35,60 | 38,90 |
| Akcije | n.a. | n.a. | 17,00 | 20,00 | 7,00 | 8,00 | 6,00 | 3,00 | n.a. | n.a. |
| Nekretnine | n.a. | 30,00 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Ostale investicije | n.a. | 57,00 | 41,00 | 43,00 | 21,00 | 18,00 | 15,00 | 17,00 | 22,40 | 20,60 |

Izvor: Narodna banka Srbije

Struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava neživotnih osiguranja u Hrvatskoj pokazuje konzervativnost ulaganja s obzirom na visoko učešće nekretnina i depozita. Međutim, tokom posmatranog perioda primetan je rast učešća ulaganja u hartije od vrednosti uz smanjenje ulaganja u depozite a posebno u nekretnine. Veća obazrivost ulaganja, u kontekstu navedenog trenda povećanja rizičnijih ulaganja, javlja se samo u 2008. godini.

Na regulatorna ograničenja plasmana sredstava tehničkih rezervi osiguravajućih društava u Srbiji ukazali smo u prethodnim izlaganjima. Tabelom 11 prikazujemo strukturu plasmana osiguravajućih društava neživotnih osiguranja u Srbiji u periodu od 2004. do 2013. godine.

Struktura ulaganja osiguravajućih društava neživotnih osiguranja u Srbiji pokazuje visoko učešće depozita banaka. Ovakav vid ulaganja sredstava smatra se nisko rizičnim ali istovremeno i vid ulaganja sa minimalnim prinosima. Uobičajen je u uslovima kada osiguravajuća društva na finansijskom tržištu nemaju pogodnije, odnosno profitabilnije alternative. Takođe, konzervativnost ulaganja prisutna je iz podataka o kontinuiranom rastu ulaganja u državne hartije od vrednosti i to tokom čitavog posmatranog perioda. Osim toga, prisutan je neuobičajen visok udeo gotovine u portfeljima.

Podaci o investicionoj strukturi osiguravajućih društava u Bosni i Hercegovini autorima nisu bili raspoloživi. Međutim, s obzirom da su ključni finansijski instrumenti kojima se trguje na jedinoj berzi u zemlji, akcije i obveznice, pretpostavka je autora da obrasci ulaganja osiguravajućih društava u Bosni i Hercegovini prati obrasce u ostalim državama regiona bivše Jugoslavije. Naša procena se bazira i na članu 57 Zakona o osiguranju Federacije Bosne i

Hercegovine⁹⁴ i članu 56 Zakona o osiguranju Republike Srpske⁹⁵ kojima se determiniše da osiguravajuća društva mogu investirati u Bosni i Hercegovini i zemljama Evropske unije ali da osiguravajuća društva za investicije izvan Bosne i Hercegovine moraju da obezbede prethodnu saglasnost entitetske agencije za nadzor osiguranja, odnosno Agencije za osiguranje Federacije Bosne i Hercegovine i Agencije za osiguranje Republike Srpske. Detaljna pravila investiranja osiguravajućih društava determinisana su u Pravilniku o visini i načinu ulaganja sredstava rezervi za Federaciju Bosne i Hercegovine i Pravilniku o iznosu i metodima investiranja rezervi osiguravajućih društava Republike Srpske. Kao što je slučaj u drugim zemljama regiona, osiguravajuća društva u Bosni i Hercegovini se usmeravaju da sredstva rezervi ulažu u najsigurnije plasmane.

Finansijski instrumenti kojima se trguje na jedinoj berzi u Makedoniji su uglavnom akcije i obveznice. Investicione strategije osiguravajućih društava su izuzetno konzervativne i u skladu sa Zakonom o superviziji osiguranja⁹⁶. Vrste imovinskih oblika koji su dozvoljeni osiguravajućim društvima da u njih ulažu regulisani su članom 88 Zakona o superviziji osiguranja dok su ograničenja plasmana u pojedine oblike definisana članom 89 istog zakona. Regulacija investicionih aktivnosti u Makedoniji je restriktivna. Na primer, osiguravajuća društva mogu investirati samo 20% svojih ukupnih plasmana u inostranstvo, ne više od 5% u akcije, obveznice ili druge hartije od vrednosti jednog izdavaoca, ili u zajmove jednog dužnika i ne više od 3% u gotovinu u blagajni. Takođe, regulacija determiniše da osiguravajuća društva nesmeju investirati u akcije, obveznice i druge hartije od vrednosti koje nisu listirane na priznatim berzama ili kojima se ne trguje javno, instrumente kojih se po zakonu ne mogu osloboditi, opipljivu imovinu koja je na retko registrovana na priznatim tržištima i sa nepouzdanom procenom, nekretnine ili akcije u nekretninama osim hartija od vrednosti emitovanih na osnovu hipoteka i indirektnih investicija u investicione fondove, akcije, obveznice i druge hartije od vrednosti emitovane od akcionara osiguravajućih društava ili individua i pre-

⁹⁴ Zakon o društvima za osiguranje u privatnom osiguranju, "Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine", brojevi: 24/05 i 36/10

⁹⁵ Zakon o društvima za osiguranje, "Službeni glasnik Republike Srpske", brojevi: 17/05, 01/06, 64/06 i 74/10

⁹⁶ Zakon za supervizija na osigurivanje, "Sl. vesnik na R. Makedonija" br. 27 od 25.04.2002 god.

Tabela 12: Ulaganja tehničkih rezervi društava za neživotno osiguranje u Makedoniji u periodu od 2006. do 2013. godine.

| | 2006 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Računi i depoziti u bankama | 45,2 | 72,9 | 44,0 | 68,1 | 65,0 | 54,7 | 44,4 | 43,1 |
| Državne hartije od vrednosti | 43,3 | 7,5 | 13,9 | 17,3 | 23,9 | 31,5 | 48,0 | 53,8 |
| Akcije | 9,4 | 19,5 | 8,2 | 9,1 | 6,1 | 2,8 | 2,3 | 1,2 |
| Korporativne obveznice | n.a. | 0,0 | n.a. | 1,6 | 0,7 | 1,6 | 1,1 | 0,0 |
| Investicioni fondovi | n.a. | 0,0 | n.a. | 0,3 | 0,4 | 1,1 | 0,2 | 1,9 |
| Ostalo | 2,1 | 0,0 | 33,9 | 3,7 | 3,9 | 8,3 | 4,0 | 0,0 |

Izvor: Agencija za superviziju na osiguranje, godišnji izveštaji

dužeca povezanih sa osiguravajućim društvom ili akcionarom osiguravajućeg društva i fjučerse, opcije i druge izvedene hartije od vrednosti, sa izuzetkom forvard ugovora koji se koriste u cilju ostvarenja hedžinga rizika. Tabela 12 prikazuje ulaganja tehničkih rezervi društava za neživotno osiguranje u Republici Makedoniji u periodu od 2006. do 2013. godine.

Tabela o ulaganjima tehničkih rezervi neživotnih osiguravača u Republici Makedoniji demonstrira konzervativnost investicionih strategija osiguravajućih društava. Naime, iz tabele se vidi dominacija učešća (preko 70% učešća u zbiru u toku čitavog perioda) plasmana u račune i depozite u bankama i državne hartije od vrednosti, odnosno u ulaganja koja su nisko rizična ili gotovo bezrizična.

Zakonom o osiguranju Crne Gore⁹⁷, članom 90, determinisano je da osiguravajuća društva mogu ulagati tehničke rezerve u: 1) u hartije od vrednosti koje su izdate od strane Crne Gore, centralnih banaka i vlada stranih zemalja i koje imaju ocenu najmanje A, odnosno njen ekvivalent, dodeljenu od strane opšteprihvaćenih, međunarodno priznatih agencija za dodelu rejtinga; 2) u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Crnoj Gori; 3) u obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, ako je izdavalac pravno lice sa sedištem u Crnoj Gori; 4) u akcije kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Crnoj Gori i 5) kod banaka sa sedištem u Crnoj Gori. Ministarstvo finansija može može propisati i druge vrste deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi koja su, s obzirom na sigurnost, prinos i prometljivost, od-

⁹⁷ Zakon o osiguranju, "Sl.list CG", br. 78/06, br.19/07 i br. 45/12

Tabela 13: Ulaganja tehničkih rezervi društava za neživotno osiguranje u Crnoj Gori u periodu od 2009. do 2013. godine.

| | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Akcije | 6,28 | 6,71 | 7,73 | 3,70 | 3,63 |
| Državne obveznice | n.a. | n.a. | 9,83 | 18,29 | 30,19 |
| Obveznice | 6,02 | 5,34 | 4,13 | 3,85 | 0,00 |
| Depoziti | 57,90 | 64,87 | 57,31 | 54,92 | 48,14 |
| Investicione nekretnine | 24,32 | 21,08 | 19,64 | 18,43 | 16,46 |
| Gotovina | 5,48 | 2,00 | 1,36 | 0,81 | 1,58 |

Izvor: Agencija za osiguranje Crne Gore, godišnji izveštaji

govarajuća za deponovanje i ulaganje. Članom 91 istog zakona determinisano je da Ministarstvo finansija utvrđuje ograničenja iznosa tehničkih rezervi za deponovanje i ulaganje u prethodno navedene instrumente. Tabela 13 prikazuje ulaganja tehničkih rezervi društava za neživotno osiguranje u Crnoj Gori u periodu od 2009. do 2013. godine.

Tabela 13 prikazuje relativnu konzervativnost ulaganja osiguravajućih društava neživotnih osiguranja u Crnoj Gori u periodu od 2009. do 2013. godine. Po strukturi plasmana, osiguravajuća društva u Crnoj Gori bila su slična osiguravajućim društvima u drugim zemljama regiona. Specifičnost je apsolutna dominacija depozita u strukturi plasmana osiguravajućih društava tokom čitavog perioda posmatranja, što ukazuje na konzervativnost pristupa u investiranju ali i verovatnim odsustvom profitabilnih a istovremeno i sigurnih oblika plasmana.

10. SPECIFIČNOSTI ŽIVOTNIH OSIGURANJA VEZANE ZA ULOGU OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA KAO INSTITUCIONALNIH INVESTITORA

Osiguravajuća društva životnih osiguranja raspoloživa sredstva obebeđuju prodajom polisa osiguranja života koja po svojim karakteristikama imaju elemenat osiguranja i elemenat štednje. Prilikom nastanka osiguranog slučaja, smrt ili doživljenje, osiguravajuće društvo je u obavezi da osigurnicima odnosno korisnicima osigurnja isplati osiguranu sumu koja po pravilu sadrži elemenat štednje. U razvijenim ekonomijama su osim klasičnih razvijeni i proizvodi osiguranja života koji povezuju osiguranje života sa ulaganjima. Osiguravajuća društva životnih osiguranja u SAD-u (ali i na drugim razvijenim tržištima osiguravajućih proizvoda gde se pojavljuju varijabilni proizvodi životnih osiguranja) dele svoje bilanse na glavni račun i izdvojene račune. Izdvojeni

računi postoje kako bi se izdvojile rezerve po osnovu obaveza za proizvode koji uključuju investicioni rizik kao što su varijabilni anuitetni proizvodi, varijabilna životna osiguranja i privatne penzije (kod ovih računa, odnosno usluga osiguranja karakteristično je da investicioni rizik snose osiguranici a ne osiguravajuće društvo). Na glavnom računu se vode ugovorne obaveze osiguravajućeg društva po osnovu proizvoda osiguranja sa garantovanim fiksnim isplatama kao što su isplate po osnovu životnog osiguranja za slučaj smrti. Regulativa u pogledu ograničenja investicija usmerena je na glavni račun a manja ograničenja su u pogledu izdvojenih računa što uslovljava i drugačiju strukturu investicionog portfelja koji se formira na osnovu sredstava po osnovu glavnog odnosno izdvojenih računa, pri čemu veće učešće rizičnijih hartija od vrednosti kao što su akcije predstavlja karakteristiku investiranja sredstava po osnovu izdvojenih računa.

Da bi osiguravajuće društvo uspešno poslovalo ono investira svoja sredstva nastojeći da ostvari pozitivnu razliku između stope prinosa na investicije i stope ukamačenja koja se plaća vlasnicima polisa. Na taj način, društva životnih osiguranja mogu da obezbede oglašavanje bolje polise osiguranja u odnosu na konkurente te na osnovu prinosa obezbede pružanje novih i uvećanje obima postojećih usluga.

Najspecifičnija karakteristika životnih osiguranja jeste da su ova osiguranja dugoročne prirode. Po osnovu zaključenih ugovora o osiguranju života (koji se retko zaključuju na periode kraće od 10 godina) formira se matematička rezerva koja predstavlja izvor dugoročnih sredstava za dugoročne investicije, jer vremenskog horizont investicija zavisi od usluga koje osiguravajuće društvo nudi, i upravo to predstavljaju najkvalitetnija sredstava delatnosti osiguranja koja opredeljuju, kao izvori sredstava, strukturu investicionih plasmana, odnosno investicionog portfelja.

Osiguravajuća društva životnih osiguranja imaju stabilne prilive i predvidivo korišćenje gotovine te zbog toga imaju veliku slobodu u pogledu plasmana sredstava (uz naravno regulatorna ograničenja). Oni najveći deo svog portfelja drže u dugoročnim hartijama od vrednosti, u kreditnim vrednosnim papirima s fiksnom kamatnom stopom, a manji deo u vlasničkim vrednosnim papirima kao što su akcije. Najviše plasiraju svoja novčana sredstva u korporacijske i državne obveznice i hipotekarne hartije od vrednosti, odnosno investicione nekretnine a manje u obične akcije. Najveći deo imovine u okviru bilansa stanja osiguravajućih društava životnih osiguranja nalazi se u gotovini i investicijama. Uobičajeno su zakonski regulisani, u svim zemljama, limiti izraženi u procentima kao i izloženost riziku, investicija osiguravajućih društava u pojedine oblike finansijske imovine. Nedovoljan stepen transparentnosti tržišta akcija, manje ili više izražene prepreke u prenosu prava iz akcija i nedovoljno iskustvo i znanje u trgovini vlasničkim hartijama od vrednosti uzrok su otporu akcijama. Strukturu investicija osiguravača životnih osiguranja u SAD u periodu od 2004. do 2013. godine prikazuje tabela 14.

Tabela 14: Struktura investicija osiguravača životnih osiguranja u SAD-u u periodu od 2004. do 2013. godine.

| | 2004 (%) | 2005 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Obveznice | 75,88 | 76,61 | 73,26 | 71,27 | 74,62 | 75,93 | 75,34 | 74,65 | 74,70 |
| Akcije | 3,68 | 3,52 | 4,78 | 3,79 | 2,37 | 2,41 | 2,33 | 2,29 | 2,31 |
| Preferencijalne | 1,20 | 0,91 | 2,22 | 2,12 | 0,38 | 0,28 | 0,24 | 0,23 | 0,24 |
| Obične | 2,47 | 2,61 | 2,56 | 1,68 | 1,99 | 2,12 | 2,09 | 2,06 | 2,07 |
| Hipotekarni zajmovi | 9,85 | 9,87 | 10,67 | 10,87 | 10,28 | 9,61 | 9,61 | 9,85 | 10,14 |
| Pravo preče prodaje | 9,81 | 9,83 | 10,60 | 10,79 | 10,19 | 9,55 | 9,56 | 9,78 | 10,05 |
| Pravo prodaje osim prečeg | 0,04 | 0,05 | 0,07 | 0,08 | 0,09 | 0,07 | 0,06 | 0,07 | 0,09 |
| Nekretnine | 0,72 | 0,68 | 0,66 | 0,67 | 0,63 | 0,62 | 0,61 | 0,63 | 0,64 |
| Sopstvene | 0,22 | 0,19 | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,18 | 0,17 | 0,16 | 0,16 |
| Za iznajmljivanje | 0,46 | 0,46 | 0,43 | 0,46 | 0,42 | 0,43 | 0,13 | 0,45 | 0,46 |
| Za prodaju | 0,05 | 0,03 | 0,03 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,02 | 0,03 |
| Gotovina i gotovinski ekvival. | 2,76 | 2,21 | 2,68 | 4,86 | 4,00 | 2,98 | 2,97 | 3,13 | 2,72 |
| Zajmovi uključujući premijske zajmove | 3,91 | 3,80 | 3,84 | 3,92 | 3,91 | 3,86 | 3,75 | 3,74 | 3,69 |
| Izvedene hartije od vrednosti | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 0,68 | 1,32 | 1,22 | 1,09 |
| Ostalo | 3,20 | 3,31 | 4,11 | 4,62 | 4,82 | 4,53 | 4,07 | 4,49 | 4,71 |

Izvor: Insurance Information Institute

Tabela o strukturi investicija životnih osiguravača u SAD pokazuje da su investicije usmeravane, u toku posmatrano perioda, prvenstveno u obveznice. U toku čitavog perioda, investicije u obveznice su premašivale 70% ukupnih investicija osiguravača životnih osiguranja. Hipotekarni zajmovi imaju znatno veće učešće u odnosu na investicije neživotnih osiguravača u SAD u istom periodu.

Tabela 15: Struktura investicionog portfelja životnih osiguravača u Sloveniji u periodu 2004. do 2013. godine

| | 2004 (%) | 2005 (%) | 2006 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Državne hartije od vrednosti | 50.1 | 46.1 | 43.4 | 34.3 | 38.1 | 37,1 | 33,9 | 30,8 | 32,9 | 33,4 |
| Nekretnine | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0,3 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 |
| Zajmovi | 1.0 | 0.8 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 1,4 | 1,4 |
| Dužničke hartije od vrednosti | 26.4 | 27.7 | 28.3 | 30.5 | 32.3 | 26,7 | 26,3 | 26,8 | 25,8 | 26,2 |
| Akcije | 12.5 | 16.8 | 22.5 | 28.5 | 21.3 | 26,7 | 29,4 | 29,1 | 31,5 | 32,3 |
| Depoziti banaka | 9.7 | 35.2 | 4.7 | 5.6 | 6.4 | 6,0 | 7,1 | 9,5 | 6,3 | 4,6 |
| Ostale investicije | 0.3 | 0.2 | 0.6 | 0.7 | 1.1 | 1,5 | 1,1 | 1,5 | 1,4 | 1,3 |

Izvor: Agencija za zavarovalni nadzor

Strukturu investicija osiguravača životnih osiguranja u Sloveniji u periodu od 2004. do 2013. godine prikazuje tabela 15.

Struktura ulaganja osiguravajućih društava životnih osiguranja u Sloveniji u posmatranom periodu, periodu od 2004. do 2013. godine, pokazuje visoku konzervativnost ulaganja početkom perioda, kada u portfelju dominiraju državne hartije od vrednosti i dužničke hartije od vrednosti, kao i ispoljavanje tendencije opadanja konzervativnosti tokom perioda. Kraj perioda karakteriše značajno, odnosno rast učešća akcija i pad učešća državnih hartija od vrednosti, što je odraz traganja za profitabilnijim mogućnostima u odnosu na nisko rizična ulaganja u hartije od vrednosti. Strukturu investicija osiguravača životnih osiguranja u Hrvatskoj u periodu od 2004. do 2013. godine prikazuje tabela 16.

Struktura investicionog portfelja životnih osiguravača u Hrvatskoj pokazuje visoku obazrivost u ulaganjima sredstava matematičke rezerve. Naime, tokom čitavog posmatranog perioda u strukturi investicionog portfelja osiguravajućih društava životnih osiguranja u Hrvatskoj dominiraju hartije od vrednosti Republike Hrvatske i Hrvatske banke za obnovu i razvoj, dakle nisko rizične hartije od vrednosti sa stabilnim ali relativno niskim prinosima. Takođe, značajno učešće imaju i depozicit. Učešća rizičnijih investiranja su na izuzetno niskom nivou. Strukturu investicija osiguravača životnih osiguranja u Srbiji u periodu od 2004. do 2013. godine prikazuje tabela 17.

Struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava u Srbiji slična je strukturi osiguravača životnih osiguranja u Hrvatskoj. Osnova sličnosti jeste dominacija ulaganja sredstava matematičke rezerve u državne hartije od vrednosti, čije učešće u strukturi investicionog portfelja krajem perioda dostiže

Tabela 16: Struktura investicionog portfelja životnih osiguravača u Hrvatskoj u periodu od 2004. do 2013. godine

| | 2004 (%) | 2005 (%) | 2006 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Hartije od vrednosti Republike Hrvatske i Hrvatske banke za obnovu i razvoj | 77.60 | 75.00 | 65.70 | 65.50 | 68.40 | 72,90 | 75,90 | 79,30 | 79,70 | 83,40 |
| Depoziti | 10.20 | 11.80 | 15.60 | 18.00 | 20.20 | 14,80 | 10,60 | 8,50 | 7,90 | 6,10 |
| Nekretnine | 6.20 | 4.50 | 5.10 | 2.50 | 2.00 | 1,50 | 4,90 | 2,90 | 3,10 | 4,30 |
| Učešća i deonice investicionih fondova | n.a. | n.a. | 8.30 | 8.90 | 3.90 | 4,50 | 2,90 | 2,90 | 3,10 | 3,10 |
| Ostalo | 6.00 | 8.70 | 5.30 | 5.10 | 5.50 | 6,30 | 5,80 | 6,40 | 6,20 | 3,10 |

Izvor: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga

Tabela 17: Struktura investicionog portfelja životnih osiguravača u Srbiji u periodu od 2004. do 2013. godine

| | 2004 (%) | 2005 (%) | 2006 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Depoziti banaka | n.a. | n.a. | 16.0 | 12.0 | 19.0 | 20,0 | 30,0 | 12,0 | 7,8 | 5,2 |
| Gotovina | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Potraživanja | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Državne hartije od vrednosti | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 71.0 | 72,0 | 59,0 | 82,0 | 85,7 | 88,5 |
| Akcije | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Ostale hartije od vrednosti | n.a. | 33.0 | 57.0 | 69.0 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Obveznice kojima se trguje na bezri | n.a. | 30.0 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Ostale investicije | n.a. | 37.0 | 27.0 | 19.0 | 10.0 | 8,0 | 11,0 | 6,0 | 6,5 | 6,3 |

Izvor: Narodna banka Srbije

gotovo 90%. Učešće depozita banaka relativno je visoko tokom posmatranog perioda a naročito u 2008., 2009. i 2010. godini, godinama neposredno nakon ostvarenja finansijske krize. Strukturu investicija osiguravača životnih osiguranja u Makedoniji u periodu od 2004. do 2013. godine prikazuje tabela 18.

Struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava u Makedoniji pokazuje visoko učešće sredstava na računima i u depozitima u bankama. Ovakav vid ulaganja smatra se neprofitabilnim i nastaje u odsustvu interesantnijih

Tabela 18: Ulaganja tehničkih rezervi društava za životno osiguranje u Makedoniji u periodu od 2006. do 2013. godine.

| | 2006 (%) | 2007 (%) | 2008 (%) | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Računi i depoziti u bankama | 89,3 | 91,9 | 64,2 | 51,7 | 42,9 | 25,7 | 26,6 | 23,5 |
| Državne hartije od vrednosti | 10,7 | 7,3 | 24,7 | 47,9 | 57,0 | 73,4 | 72,9 | 74,9 |
| Akcije | 0,0 | 0,8 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,5 |
| Korporativne obveznice | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Investicioni fondovi | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ostalo | 0,0 | 0,0 | 10,8 | 0,0 | 0,1 | 0,9 | 0,5 | 0,2 |

Izvor: Agencija za superviziju na osiguranje, godišnji izveštaji

oblika ulaganja. Prisutan je značajan pad učešća ovih investicija u toku posmatranog perioda i to sa skoro 90% u 2006. godini na 23,5% u 2013. godini. S druge strane, evidentan je rast učešća državnih hartija od vrednosti, sa 10,7% učešća u 2006. godini na gotovo 75% učešća u 2013. godini. Strukturu investicija osiguravača životnih osiguranja u Crnoj Gori u periodu od 2004. do 2013. godine prikazuje tabela 19.

Struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava životnih osiguranja, odnosno ulaganja po osnovu sredstava matematičke rezerve, pokazuje gotovo isti obrazac kao struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava životnih osiguranja u Makedoniji. Naime, početkom perioda u strukturi investicionog portfelja dominiraju depoziti u bankama a tokom perioda njihovo učešće opada, sa 80% na 19,67% dok raste učešće investicija u državne obveznice.

Tabela 19: Ulaganja tehničkih rezervi društava za životno osiguranje u Crnoj Gori u periodu od 2009. do 2013. godine.

| | 2009 (%) | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Akcije | 3,49 | 3,00 | 1,86 | 0,82 | 0,67 |
| Državne obveznice | n.a. | n.a. | 57,05 | 76,55 | 73,75 |
| Obveznice | 1,72 | 17,43 | 0,83 | 0,67 | 0,00 |
| Depoziti | 80,87 | 70,80 | 34,97 | 16,14 | 19,67 |
| Investicione nekretnine | 12,43 | 6,64 | 3,25 | 5,29 | 3,81 |
| Gotovina | 1,48 | 2,13 | 2,03 | 0,52 | 2,11 |

Izvor: Agencija za osiguranje Crne Gore, godišnji izveštaji

Tabela 20: Vodeća osiguravajuća društva u svetu prema veličini ukupnih prihoda u 2013. godini (u milionima dolara)

| Rang | Osiguravajuća grupacija | Prihodi | Država | Delatnost |
|------|-------------------------|-----------|------------------|-----------------------|
| 1 | Berkshire Hathaway | 182.150,0 | SAD | Neživotno |
| 2 | AXA | 165.893,5 | Francuska | Životno i zdravstveno |
| 3 | Japan Post Holdings | 152.125,8 | Japan | Životno i zdravstveno |
| 4 | Allianz | 134.636,1 | Nemačka | Neživotno |
| 5 | UnitedHealth Group | 122.489,0 | SAD | Zdravstveno |
| 6 | Assicurazioni Generali | 115.224,4 | Italija | Životno i zdravstveno |
| 7 | Munich Re Group | 83.844,8 | Nemačka | Neživotno |
| 8 | Prudential | 81.867,7 | Velika Britanija | Životno i zdravstveno |
| 9 | China Life Insurance | 80.909,4 | Kina | Životno i zdravstveno |
| 10 | Zurich Insurance Group | 72.045,0 | Švajcarska | Neživotno |

Izvor: Fortune

11. PRIMERI DESET VODEĆIH OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA U UPRAVLJANJU INVESTICIONIM PORTFELJEM

Nakon analize investicionih portfelja osiguravajućih društava životnih i osiguravajućih društava neživotnih osiguranja u zemljama regiona, SAD i Evropi, prikazujemo primere ulaganja vodećih osiguravajućih društava u svetu. Naime, cilj nam je da razmotrimo ključne oblike ulaganja vodećih osiguravajućih društava u svetu i ukažemo na potencijalne mogućnosti unapređenja uloge regionalnih osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora na finansijskim tržištima. Tabelom 20 predstavljena su vodeća društva u svetu po veličini ukupnih prihoda u 2013. godini.

1. Berkshire Hathaway Inc. (SAD)

Berkshire Hathaway je bila tekstilna kompanija kada ju je 1965 godine preuzeo Warren E. Buffett, najpoznatiji investitor savremenog doba. Vrednost jedne akcije tada je iznosila 8 dolara da bi vrednost jedne akcije na dan 01.05.2015. bila 213.400 dolara. Takav uspon ove kompanije pripisuje se upravo investicionoj sposobnosti njenog generalnog direktora Warrena Buffetta. Danas je Berkshire Hathaway konglomerat fokusiran na osiguranje i poslove reosiguranja (obuhvata osiguravajuće društvo GEICO – petog po veličini auto osiguravača u SAD, General Re i Berkshire Hathaway Reinsurance Group) ali pored osiguranja bavi se i drugim poslovima kao što su proizvodnja tepiha, odeće (Fruit of the Loom), poseduje zlatare, prodavnice nameštaja, finansijske kompanije. Berkshire Hathaway ima sedište u Omahi, Nebraska, SAD i zapošljava oko 316.000 ljudi a u 2014. godini ostvario je 194,67 milijardi dolara prihoda. Prihodi po osnovu premija osiguranja dostigli su 41,25 milijardi dolara.

Tabela 21: Imovina Berkshire Hathaway po osnovu poslova osiguranja i srodnih poslova

| | 2014 | | 2013 | |
|--|-------------|-------|-------------|-------|
| | u mil. dol. | u % | u mil. dol. | u % |
| Gotovina i depoziti po viđenju | 57.974 | 17,57 | 42.433 | 13,82 |
| Investicije: | | | | |
| Hartije od vrednosti fiksnog dospeća | 23.397 | 7,09 | 28.785 | 9,37 |
| Akcije | 115.529 | 35,02 | 115.464 | 37,60 |
| Ostalo | 16.346 | 4,96 | 12.334 | 4,02 |
| Investicije u H.J. Heinz Holding Corp. | 11.660 | 3,53 | 12.111 | 3,94 |
| Potraživanja | 21.852 | 6,62 | 20.280 | 6,60 |
| Inventar | 10.236 | 3,10 | 9.860 | 3,21 |
| Imovina, zemljište i oprema | 14.153 | 4,29 | 13.623 | 4,44 |
| Goodwill | 34.959 | 10,60 | 33.067 | 10,77 |
| Ostalo | 23.763 | 7,20 | 19.113 | 6,22 |

Izvor: Berkshire Hathaway, Annual Report, 2014.

Struktura aktive, odnosno imovine, prikazuje dominantno učešće investicija u njenoj strukturi osiguravajuće grupacije Berkshire Hathaway. Primetno je relativno visoko učešće gotovine i gotovinskih ekvivalenata ali nadprosečno učešće akcija. Ukoliko uporedimo ove podatke sa podacima koji se odnose na strukturu investicionih portfelja zemalja u regionu ali i podacima koji se odnose na strukture investicionih portfelja tržišta osiguranja u Evropi i u SAD, dolazimo do zaključka o visokom učešću visoko rizičnih plasmana ove osiguravajuće grupacije.

Zahvaljujući specifičnosti strukture investicionog portfelja ova osiguravajuća grupacija je ostvarila značajne rezultate po osnovu ulaganja na finansijskom tržištu (vidi tabelu 22).

Prinosi od ulaganja sredstava rezervi osiguranja kompanije Berkshire Hathaway pokazuju značajno veće prinose od premija osiguranja u odnosu na prinose od investicija, koje na nivou od preko 5 milijardi dolara svakako nisu zanemarljivi.

Tabela 22: Prinosi od ulaganja sredstava rezervi osiguranja kompanije Berkshire Hathaway (u mil. dolara)

| | 2014 | 2013 | 2012 |
|---|--------|--------|--------|
| Zarađene premije osiguranja | 41.253 | 36.684 | 34.545 |
| Prodaje i usluge prodaje | 97.097 | 92.993 | 81.447 |
| Kamate, dividende i ostali investicioni prinosi | 5026 | 4934 | 4532 |
| Investicioni dobiti/gubici | 3503 | 3881 | 990 |

Izvor: Berkshire Hathaway Annual Report, 2014.

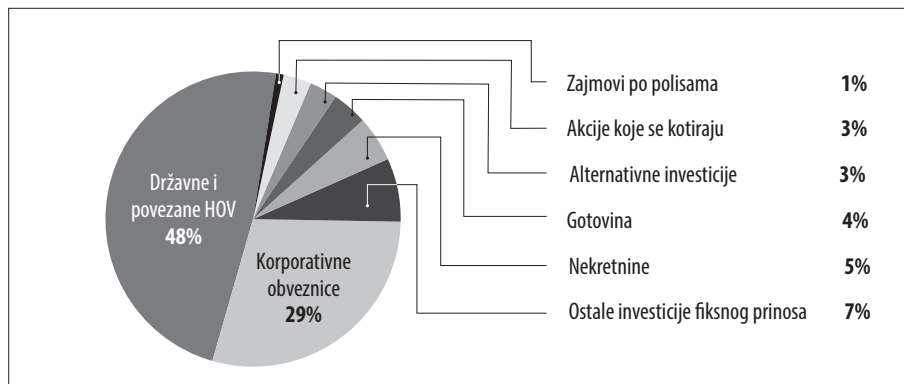
2. AXA

Axa ima tradiciju dugu dva veka. Koreni ove grupacije dosežu u 1817. Godinu a današnji naziv je u upotrebi od 1985. godine. Korporativno osiguravajuće grupacije AXA je u Parizu. Posluje u 59 zemalja, opslužuje preko 103 miliona klijenata i ima 161.000 zaposlenih. Svojim klijentima grupa pruža osiguravajuću zaštitu (uključujući i neživotna i životna osiguranja), usluge upravljanja imovinom i druge finansijske usluge. U 2014. godini prihodi su iznosili 91,99 milijardi evra od čega su prihodi od poslova osiguranja iznosili 86,6 milijardi evra. Neto zarada u 2014. godini dostigla je 5 milijardi evra. U strukturi prihoda poslovi neživotnih osiguranja učestvovali su sa 41%, poslovi životnih i zdravstvenih osiguranja sa 26% i zarade po osnovu poslova štednje i upravljanja imovinom u ukupnim zaradama učestvovali su sa preostalih 33%. Ukupna imovina kojom je u 2014. godini, odnosno na dan 31.12.2014. godine, grupa upravljala je iznosila 1277 milijardi evra.

AXA grupacija je ostvarila neto prihod u visini od preko 5 milijardi evra u čijoj strukturi su učestvovali: životno osiguranje sa 60%, neživotno osiguranje sa 29%, poslovi međunarodnog osiguranja sa 4%, poslovi upravljanja imovinom sa 7% i poslovi bankarstva sa -1% (ostvaren je negativan prinos po osnovu bankarskih poslova ove grupacije).

Ukupne investicije osiguravajuće grupacije AXA u 2014. Godini dostigle su iznos od 743 milijarde evra. Pri tome, 181 milijarda evra je investirana po osnovu osiguranja života povezanih sa ulaganjima u investicione fondove, gde rizik ulaganja snosi osiguranik, i 39 milijardi investicija povezanih sa bankarstvom. Investicije po osnovu tzv. glavnog računa, odnosno investicije iz poslova osiguranja u kojima osiguravajuće društvo snosi rizik ulaganja iznosile su 523 milijarde evra. Strukturu investicija iz sredstava rezervi osiguravajućeg društva prikazuje grafikon 11.

Grafikon 11: Struktura investicija iz sredstava rezervi osiguravajućeg društva AXA u 2014. godini (ukupno 523 milijarde evra)



Izvor: AXA Annual Report, 2014.

Grafikon strukture investicionog portfelja osiguravajuće grupacije AXA pokazuje da su u strukturi plasmana sredstava rezervi osiguranja po osnovu glavnog računa, odnosno po osnovu investicija gde rizik snosi osiguravajuće društvo, najveći udeo imale investicije sa fiksnim prinosom i to državne i povezane hartije od vrednosti sa 47%, korporativne obveznice sa 29% i ostale investicije fiksnog prinosa sa 7%. Navedeno ukazuje na konzervativnu politiku investicione politike osiguravajuće grupacije AXA, posebno ako se uporedi sa osiguravajućom grupacijom Berkshire Hathaway.

3. Japan Post Holdings

Japan Post Holdings ima dugogodišnju istoriju koja je prethodila današnjoj kompaniji. Ova grupacija se još od 1871. godine bavi poštanskim uslugama a od 1916. godine poslovima životnih osiguranja. Pod nazivom Japan Post Holdings Co., Ltd., dakle kao holding, ova grupacija je uspostavljena 2006. godine. Sedešte kompanije je u Tokiju, u Japanu.

Ukupan kapital ove grupacije iznosio je oko 3500 milijardi jena (1 evro na dan 31.12.2014. vredeo je 145 jena). Prihod po osnovu poslova osiguranja u 2014. godini iznosio je 11233 milijardi jena. Profit ostvaren po osnovu poslova osiguranja u 2014 godini je iznosio 482 milijarde jena (oko 3,3 milijarde evra). Ova osiguravajuća grupacija navedeni profit ostvarila je po osnovu 2.230.000 polisa osiguranja. Na poslovima osiguranja angažovano je 6948 radnika, bez radnika zaposlenih na određeno i/ili sa nepunim radnim vremenom. Premije osiguranja iznosile su 5911 milijardi jena. Imovina po osnovu poslova osiguranja iznosila je 87088 milijardi jena.

Prihodi od investicija, bez neto kapitalnih dobitaka, su u 2014 godini iznosili 1,458.3 milijardi jena (ili oko 10 milijardi evra). Investicije ove grupacije plasiraju se prvenstveno u oblike investicione imovine denominirane u jenima koje obezbeđuju stabilan prinos. Strukturu investicionog portfelja ove grupacije prikazuje tabela 23.

Tabela 23: Struktura investicionog portfelja po osnovu sredstava rezervi osiguranja grupacije Japan Post Holdings u periodu od 2012. do 2014.

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| Gotovina i depoziti | 1,9% | 1,0% | 2,2% |
| Potraživanja po polisama | 2,1% | 2,6% | 3,2% |
| Kupljena novčana potraživanja | 0,0% | 0,5% | 0,1% |
| Državne i korporativne obveznice | 79,0% | 79,2% | 78,2% |
| Strane hartije od vrednosti | 0,7% | 1,0% | 1,4% |
| Zajmovi | 14,9% | 14,0% | 12,7% |
| Ostalo | 1,5% | 1,7% | 2,2% |

Izvor: Japan Post Holdings Annual Report, 2014.

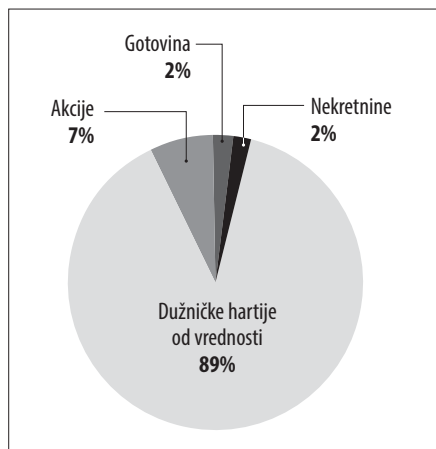
U strukturi investicionog portfelja osiguravajuće grupacije Japan Post Holdings, u toku posmatranog perioda, dominiraju ulaganja u državne i korporativne obveznice. Ove obveznice su u najvećoj meri dugoročne obveznice koje obezbeđuju stabilne prinose. Sledeća najvažnija kategorija su zajmovi, koji takođe imaju karakter ulaganja sa fiksnim prinosom. Ulaganja u akcije nema a ulanja u strane hartije od vrednosti su na izuzetno niskom nivou. Uprkos ovakvoj strukturi, osiguravajuća grupacija ostvaruje impozantne prihode od investicija.

4. Allianz

Allianz grupa osnovana je 1890. godine u Berlinu kao osiguravajuće društvo. Allianz 2015 godine proslavlja 125-tu godišnjicu svoga poslovanja. Allianz je danas grupacija čije je korporativno sedište u Minhenu. Posluje u preko 70 zemalja i ima preko 147.000 zaposlenih. Svojim klijentima (procenjuje se da ih ima oko 85 miliona) Allianz grupa pruža osiguravajuću zaštitu (uključujući i neživotna i životna osiguranja), bankarske usluge i usluge upravljanja imovinom. Ukupni prihodi u 2014. godini iznosili su 122,3 milijarde evra a investicije su premašile 1313 milijardi evra. U strukturi ukupnih prihoda neživotna osiguranja učestvovala su sa 40%, životna i zdravstvena osiguranja sa 55%, upravljanje imovinom sa 5%, dok su ostale aktivnosti činile 1% ukupnih prihoda.

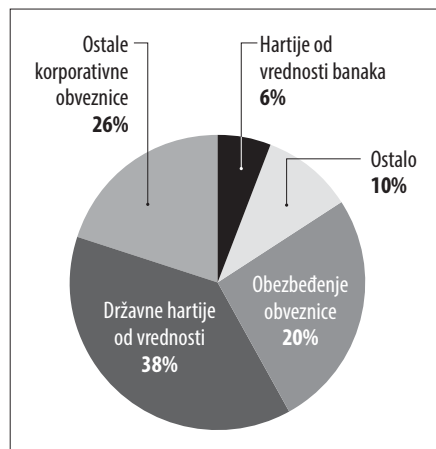
Ukupan obim investicija osiguravajuće grupacije u 2014 godini iznosio je 614,6 milijardi evra. Investicioni portfelj Allianz grupacije prikazuje grafikon 12.

Grafikon 12: Struktura investicionog portfelja osiguravajuće grupacije Allianz u 2014. godini



Izvor: Allianz Group Annual Report, 2014.

Grafikon 13: Struktura portfelja dužničkih hartija od vrednosti Allianz u 2014. godini



Izvor: Allianz Group Annual Report, 2014.

Ukupan prihod od investicionih plasmana prema navedenoj strukturi iznosio je 21 milijardu i 586 miliona evra. Struktura investicionog portfelja osiguravajuće grupacije Allianz pokazuje konzervativnost ulaganja, imajući u vidu da 89% ukupnih investicija čine dužničke hartije od vrednosti. Ulaganja u nekretnine i obim gotovine su identični dok ulaganja u akcije dostižu 7% ukupnih investicija. Čak i ovakav obim investiranja u akcije Allianz u godišnjem izveštaju pravda pozitivnim kretanjima na svim ključnim tržištima kapitala u svetu. Strukturu portfelja dužničkih hartija od vrednosti prikazuje grafikon 13.

Kao što se vidi, ključni značaj u delu investicija u dužničke hartije od vrednosti Allianz grupacije čine državne hartije od vrednosti, ostale korporativne obveznice i obezbeđene korporativne obveznice. S obzirom da su i hartije od vrednosti banaka uglavnom sigurnog karaktera, smatramo da je više od 60% dužničkih hartija od vrednosti izuzetno sigurno.

5. UnitedHealth Group

UnitedHealth Group je osnovana 1977. godine sa ciljem obezbeđenja proširenja pokrića u domenu zdravstvenih osiguranja. Sedište grupacije je u Mineapolisu u državi Minesoti. Grupacija opslužuje više od 85 miliona klijenata širom sveta, odnosno prisutna je u 50 država SAD-a i više od 125 zemalja. Prihodi u 2014. godini dostigli su 130,5 milijardi dolara. Ukupna imovina grupacije UnitedHealth iznosila je u 2014. godini 86,38 milijardi dolara.

Grupacija se na Fortune 500, listi 500 vodećih kompanija, nalazi na 14.-om mestu. Godinama unazad, odnosno u 2011., 2012., 2013. i 2014. godini proglašena je za najpoštovaniju kompaniju iz oblasti osiguranja od časopis Fortune.

Prihodi od premija osiguranja u 2014. godini iznosili su 115,3 milijarde dolara. Prihodi od investicija i ostali prihodi iznosili su 779 miliona dolara. Ukupna kratkoročna imovina iznosila je 23,6 milijardi dolara, dugoročne investicije 18,8 milijardi dolara, nekretnine, oprema i softver 4,4 milijarde dolara, goodwill 32,9 milijardi dolara i ostala nematerijalna imovina 3,7 milijardi dolara i ostala imovina 2,97 milijardi dolara. Strukturu investicija grupacije UnitedHealth prikazuje tabela 24.

Struktura investicionog portfelja grupacije UnitedHealth u 2014 godini prikazuje, kao i u slučaju ostalih osiguravajućih grupacija izuzev grupacije Berkshire Hathaway, konzervativnost investiranja s obzirom da u strukturi dominiraju dužničke hartije od vrednosti od kojih držane hartije od vrednosti i obezbeđene čine oko 55% ukupnih investicija dok rizičnije hartije od vrednosti čine preostalih 45%, s tim što i u strukturi uslovno rizičnijih, učestvuju korporativne obveznice sa preko 35% koje imaju pravo preče isplate u odnosu na akcije te svakako čine manje rizičan instrument investicione politike osiguravajućih društava.

Tabela 24: Struktura investicija osiguravajuće grupacije UnitedHealth u 2014. godini (u milionima dolara i procentima)

| Dužničke hartije od vrednosti raspoložive za prodaju | | |
|--|-------|---------|
| Obligacije SAD vlade i agencija | 1614 | 7,99% |
| Obligacije saveznih država i opština | 6456 | 31,94% |
| Korporativne obligacije | 7241 | 35,83% |
| Hartije od vrednosti SAD agencije obezbeđene hipotekom | 2022 | 10,00% |
| Ostale hartije od vrednosti obezbeđene hipotekom | 872 | 4,31% |
| Ukupne dužničke hartije od vrednosti raspoložive za prodaju | 18205 | 90,07% |
| Akcije raspoložive za prodaju | 1511 | 7,48% |
| Dužničke hartije od vrednosti koje se drže do dospeća | | 0,00% |
| Obligacije SAD vlade i agencija | 178 | 0,88% |
| Obligacije saveznih država i opština | 19 | 0,09% |
| Korporativne obligacije | 298 | 1,47% |
| Ukupne dužničke hartije od vrednosti koje se drže do dospeća | 495 | 2,45% |
| Ukupne investicije | 20211 | 100,00% |

Izvor: UnitedHealth Group Annual Report, 2014.

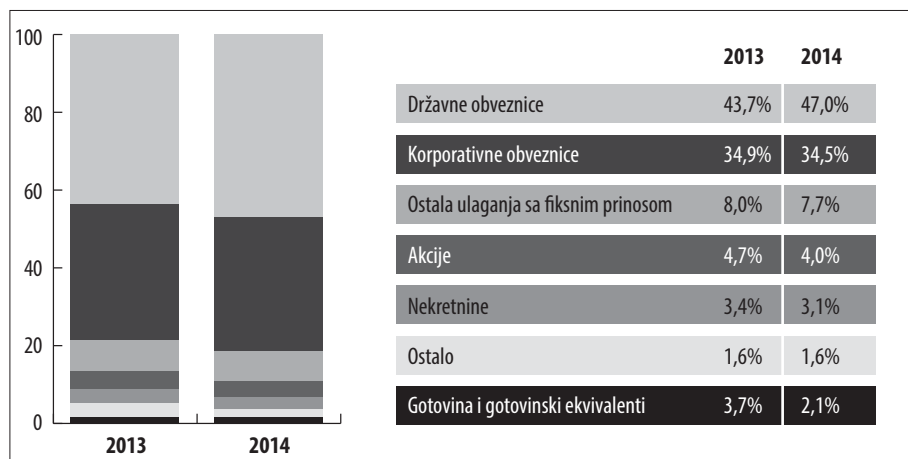
6. Assicurazioni Generali

Grupacija Assicurazioni Generali osnovana je 1831. godine u Trstu, gde je sada sedište ove grupacije. Ova grupacija prisutna je u više od 60 zemalja u svetu a najvažniji deo poslovanja čine poslovi u Nemačkoj, Francuskoj, Austriji, Španiji, Švajcarskoj i Srednjoj i Istočnoj Evropi. Grupacija je prisutna i u Aziji, posebno u Indiji i Kini. Svojim klijentima osim usluga osiguravajuće zaštite, uključujući i životno i neživotno osiguranje, koje pruža od svog osnivanja, nudi i usluge upravljanja imovinom i širok spektar drugih finansijskih usluga.

Grupacija Assicurazioni Generali zapošljava 77000 ljudi koji opslužuju 65 miliona klijenata i upravljaju imovinom vrednom više od 500 milijardi evra. Neto profit iznosio je 1,7 milijardi evra.

Ukupna ulaganja osiguravajuće grupacije po osnovu rezervi životnih osiguranja iznosila su u 2014. godini 321 milijardu evra, što predstavlja povećanje za 14,6% u odnosu na 2013. godinu kada su ova ulaganja iznosila 280 milijardi evra. Strukturu ulaganja sredstava životnih osiguranja ove grupacije prikazuje grafikon 14.

Grafikon 14: Struktura ulaganja sredstava rezervi životnih osiguranja grupacije Assicurazioni Generali u 2013. i 2014. godini

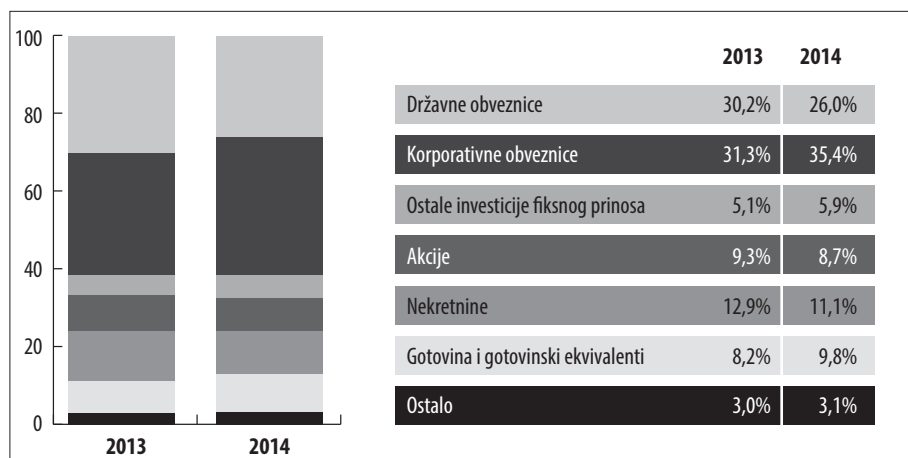


Izvor: Assicurazioni Generali Annual Report, 2014.

Struktura investicionog portfelja grupacije Assicurazioni Generali formirana na osnovu sredstava rezervi životnih osiguranja prikazuje relativno konzervativnu strukturu s obzirom da i u 2013. i u 2014. godini dominiraju državne i korporativne hartije od vrednosti a da je učešće akcija u plasmanima svega oko 8% portfelja. Strukturu ulaganja sredstava rezervi neživotnih osiguranja prikazuje grafikon 15.

Ukupna ulaganja sredstava rezervi neživotnih osiguranja u okviru grupacije Assicurazioni Generali bila su znatno manja u odnosu na životna osiguranja i u 2013. godini iznosila su 36 milijardi evra a u 2014. godini 39 milijardi evra.

Grafikon 15: Struktura ulaganja sredstava rezervi neživotnih osiguranja grupacije Assicurazioni Generali u 2013. i 2014. godini



Izvor: Assicurazioni Generali Annual Report, 2014.

Iako se struktura ulaganja po osnovu sredstava rezervi neživotnih osiguranja delimično razlikuje, pre svega zbog većeg učešća ulaganja u nekretnine i velikog učešća gotovine i gotovinskih elemenata, ona je u pogledu konzervativnosti ulaganja slična. Kao i u slučaju rezervi životnih osiguranja, dominiraju državne i korporativne obveznice u strukturi investicionog portfelja formiranog po osnovu ulaganja rezervi neživotnih osiguranja.

7. Munich Re Group

Munich Re grupa osnovana je 1880. godine sa sedištem u Minhenu. U početku je Munich Re poslovao kao osiguravajuća grupacija a ubrzo postaje prva samostalna reosiguravajuća kuća u smislu nezavisnosti od direktnog osiguravača. Danas Munich Re objedinjuje poslove osiguranja, reosiguranja i upravljanja imovinom. Primarnim osiguranjem bavi se grupacija ERGO koja ulazi u satav Munich Re grupe. Munich Re grupa je u 2014. godini zapošljavala 43000 ljudi, od kojih preko 12000 je radilo na poslovima reosiguranja, oko 3000 je bilo zaposleno u Munich Health, oko 28000 je bilo zaposleno u poslovima direktnog osiguranja i oko 850 u poslovima upravljanja imovinom.

Munich Re grupa posluje u preko 60 zemalja i predstavlja najveće reosiguravajuće društvo u svetu a takođe drugi je po veličini direktni osiguravač u Nemačkoj. U 2014. godini Munich Re grupa ostvarila je profit u visini od 3,2 milijarde evra na ukupan premijski prihod od 48 milijardi evra. Samo je prihod do poslova reosiguranja dostigao iznos od 27 milijardi evra. Ukupne investicije, uključujući investicije sredstava rezervi osiguranja kao i investicije po osnovu poslova upravljanja imovinom, u 2014. godini dostigle su iznos od 75,15 milijardi evra. Ukupne rezerve osiguranja iznosile 54,7 milijardi evra. Strukturu investicija grupacije Munich Re prikazuje tabela 25.

Tabela 25: Struktura investicija grupacije Munich Re u periodu od 2010. do 2014. godine

| | 2010 (%) | 2011 (%) | 2012 (%) | 2013 (%) | 2014 (%) |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Zemljište, zemljišna prava i građevine, uključujući građevine na tuđem zemljištu | 1,63 | 1,77 | 1,63 | 1,67 | 1,74 |
| Investicije u povezana preduzeća i participirajuće interese | 54,24 | 55,23 | 53,68 | 53,87 | 47,52 |
| Zajmovi povezanim preduzećima i participirajućim interesima | 0,23 | 0,25 | 0,27 | 0,30 | 2,66 |
| Akcije, investicije u investicione fondove i druge investicije varijabilnog prinosa | 10,35 | 10,24 | 8,93 | 9,69 | 10,98 |
| Obveznice i ostale investicije fiksnog prinosa | 31,72 | 29,50 | 34,12 | 33,07 | 35,06 |
| Ostale investicije | 1,83 | 3,01 | 1,38 | 1,40 | 2,05 |

Izvor: Munich Re Annual Report, 2014.

Struktura investicionog portfelja grupacije Munich Re prikazuje relativno konzervativnu strukturu s obzirom da su u strukturi plasmana u toku čitavog posmatranog perioda dominirale investicije u povezana preduzeća i investicije u obveznice i to sa oko 80% u strukturi ukupnih investicija. Primetno je obazrivo ulaganje u rizičnije hartije od vrednosti kao što su akcije i investicioni fondovi.

8. Prudential

Koreni Prudential osiguravajuće grupacije su u The Prudential Friendly Society koja je osnovana davne 1875. godine kako bi pružala usluge životnog osiguranja po pristupačnim uslovima za sve. Sedište kompanije je u mestu Njuarku, u Nju Džersiju, gde je kompanija i osnovana. Danas pruža usluge životnog osiguranja, rentnog osiguranja, usluge povezane sa penzijskim osiguranjem, investicionih fondova i investicionog menadžmenta. Ove usluge omogućava u SAD, Južnoj Americi, Aziji, Evropi, Srednjem Istoku i Africi, odnosno ukupno u 41 zemlji u svetu. Grupacija ima 47.000 zaposlenih radnika i 1,176 biliona imovine kojom upravlja.

Strukturu investicionog portfelja po osnovu poslova osiguranja prikazuje tabela 26.

U strukturi investicija ove grupacije apsolutno dominiraju investicije po osnovu izdvojenih računa, gde rizik investiranja pada na teret ugovarača osiguranja, odnosno osiguranika. U strukturi investicija gde osiguravajuće društvo snosi rizik najveće učešće imaju obveznice i hipotekarni zajmovi, dakle investicije sa fiksnim prinosom i relativno malim rizikom ulaganja. Učešće preferencijalnih akcija je gotovo na nivou statističke greške dok je učešće običnih akcija manje od iznosa gotovine i kratkoročnih investicija.

Tabela 26: Struktura investicionog portfelja osiguravajuće grupacije Prudential u 2014. godini

| | |
|--|--------|
| Obveznice | 39,07% |
| Preferencijalne akcije | 0,01% |
| Obične akcije | 1,33% |
| Hipotekarni zajmovi | 9,15% |
| Ugovorni zajmovi | 2,57% |
| Gotovina i kratkoročne investicije | 1,94% |
| Izvedeni finansijski instrumenti | 0,84% |
| Ostale investicije | 0,41% |
| Investicije po osnovu izdvojenih računa (rizik snosi osiguranik) | 44,68% |

Izvor: Prudential Annual Report, 2014.

9. China Life Insurance

Rane faze razvoja China Life Insurance grupacije datiraju od sredine XX veka. China Life Insurance grupacija danas predstavlja najveću osiguravajuću grupaciju u Kini. Sedište grupacije je u Pekingu. Takođe, ona je jedina osiguravajuća grupacija u državnom vlasništvu čija imovina prelazi 1 bilion juana, odnosno oko 133 milijarde evra (kurs juana prema evru na dan 31. decembar 2014 godine iznosio je 7,52 juana za 1 evro). Ova grupacija je takođe jedan od najvećih institucionalnih investitora na tržištu kapitala u Kini.

Ova grupacija bavi se aktivnostima pružanja usluga osiguravajućeg pokrivača u domenu životnih osiguranja, obezbeđujući usluge životnog osiguranja, rentnog osiguranja, osiguranja nezgode i zdravstvenog osiguranja. Poslovna organizacija grupe pored ovih aktivnosti obuhvata i ostale aktivnosti, odnosno podeljena je u pet organizacionih celina. Na dan 31. decembar 2014. godine ova grupacija imala je oko 197 miliona polisa različitih vrsta životnih osiguranja na snazi.

Ukupni prihodi ove grupacije u 2014 dostigli su iznos od 440,8 milijardi juana (oko 58,6 milijardi evra). Ukupni prihodi od premija osiguranja iznosili su 330,1 milijardu juana (oko 43,9 milijardi evra). Neto profit iznosio je 32,2 milijarde juana (oko 4,3 milijarde evra). Prihod od investicija iznosio je 93,5 milijardi juana (oko 12,4 milijardi evra). Strukturi investicionog portfelja ove grupacije prikazuje tabela 27.

Struktura investicionog portfelja osiguravajuće grupacije China Life Insurance pokazuje dominaciju investicija fiksnog prinosa, čije je učešće i u 2013. i u 2014. godini bilo oko 90%. Takva struktura investicionog portfelja ukazuje na izuzetno konzervativno i obazrivo investiranje. Učešće akcija

Tabela 27: Struktura investicionog portfelja osiguravajuće grupacije China Life Insurance u 2014. godini

| | 2014 | 2013 |
|---|--------|--------|
| Oročeni depoziti | 32,85% | 35,93% |
| Obveznice | 44,77% | 47,25% |
| Ostale investicije fiksnog prinosa | 8,28% | 6,76% |
| Obične akcije | 4,52% | 4,31% |
| Fondovi | 3,98% | 3,19% |
| Ostale investicije varijabilnog prinosa | 2,73% | 0,89% |
| Investicione nekretnine | 0,06% | 0,07% |
| Gotovina, gotovinski ekvivalenti i ostalo | 2,81% | 1,60% |

Izvor: China Life Insurance Annual Report, 2014.

i fondova, odnosno ukupno učešće investicija sa varijabilnim prinosima, odnosno investicija koje karakteriše viši nivo rizika, kretalo se oko 8% u 2013. godini i oko 11% u 2014. godini..

10. Zurich Insurance Group

Zurich Insurance Group je kao osiguravajuće društvo osnovana 1872. godine u Cirihi. Ova grupacija ima tri ključna segmenta i to su neživotno osiguranje, životno osiguranje i osiguranje i podrška poljoprivrede. Osiguravajuća grupacija pruža svoje usuge klijentima u preko 170 zemalja. U grupaciji je zaposleno više od 55000 ljudi.

Tabela 28: Struktura investicionog portfelja grupacije Zurich Insurance u 2013. i 2014. godini

| | 2014 | 2013 |
|---|--------|--------|
| Gotovina i gotovinski ekvivalenti | 2,24% | 2,10% |
| Akcije | 4,75% | 3,86% |
| Dužničke hartije od vrednosti | 45,29% | 45,81% |
| Investicione nekretnine | 2,59% | 2,56% |
| Hipotekarni zajmovi | 2,31% | 2,87% |
| Ostali zajmovi | 3,19% | 3,45% |
| Investicije u povezana i zajednička preduzeća | 0,02% | 0,04% |
| Investicije po osnovu osiguranja povezanih sa ulaganjima u investicione fondove | 39,62% | 39,31% |

Izvor: Zurich Insurance Annual Report, 2014.

U 2014. godini ova osiguravajuća grupacija je ostvarila 36,3 milijardi dolara po osnovu premija neživotnih osiguranja, 31,9 milijardi dolara premija po osnovu premija životnih osiguranja. Ostvaren je profit u visini od 4,6 milijardi dolara. Tabelom 28 predstavljena je struktura investicionog portfelja ove osiguravajuće grupacije.

Struktura investicionog portfelja osiguravajuće grupacije Zurich Insurance pokazuje konzervativnu strukturu ulaganja, s obzirom da u strukturi ulaganja ukupnih sredstava oko 45% učestvuju dužničke hartije od vrednosti. Značajno učešće imaju investicije po osnovu osiguranja povezanih sa ulaganjima u investicione fondove, ali u ovom slučaju reč je o ulaganjima kod kojih rizik ulaganja pada na teret ugovarača osiguranja, odnosno osiguranika.

12. ZAKLJUČNI STAV O OSIGURAVAJUĆIM DRUŠTVIMA U ULOZI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA

Zahvaljujući transformaciji društveno-ekonomskih sistema i afirmaciji tržišta kapitala u zemljama u tranziciji, uključujući zemlje regiona, pitanja pojma, uloge, značaja, načina funkcionisanja, efikasnog upravljanja portfeljom i efikasnog menadžmenta institucionalnim investitorima, dobijaju na značaju i punoj važnosti. Osiguravajuća društva doprinose privatizacionim procesima i razvoju tržišne privrede, te efikasnoj alokaciji kapitala, što je posebno značajno za zemlje sa oskudicom novca i kapitala, što je upravo slučaj sa privredama zemalja regiona.

Delatnost osiguranja kao mobilizator štednje u vidu institucionalnog investiranja integralni je deo sektora finansijskih usluga jedne nacionalne ekonomije i ima snažan uticaj na razvoj finansijskog tržišta i performanse ukupne ekonomije. S druge strane, razvijenost ekonomije i finansijskog tržišta imaju snažnog uticaja na razvijenost sektora osiguranja. Ovu delatnost predstavljaju osiguravajuća i reosiguravajuća društva koja raspolažu sa velikom koncentracijom novca, koji je prikupljen u vidu sitnih uloga, pojedinačnih premija, od osiguranika i uloga akcionara i koji se plasira u različite oblike, najčešće, finansijske ali i realne imovine. Mobilizacijom i plasmanom raspoloživih i fragmentiranih novčanih sredstava sektor osiguranja potpomaže privredni razvoj i kreiranje društvenog blagostanja ali i ostvarenje primarnog cilja, maksimizacije profita uz određenu toleranciju rizika, što je u interesu ne samo osiguravajućih i reosiguravajućih društava već i osiguranika, akcionara, privrede i društva u celini.

Osnovu uspešnog poslovanja savremenih osiguravajućih društava čini upravljanje investicionim rizikom i rizikom obaveza prema osiguranicima. Ovo upravljanje se ostvaruje kroz integralan proces menadžmenta premijskim stopama, razvojem adekvatnih usluga osiguravajućeg pokrića i plasmanom akumuliranih raspoloživih sredstava u najprofitabilnije oblike imovine. Sastavni deo ovakvog procesa upravljanja predstavlja upravljanje promenama u nivou prinosa koji se različito efektuiraju na imovinu a različito na obaveze osiguravajućih društava. Zadatak upravljanja imovinom i obavezama predstavlja nastojanje da razlika u promenama gotovinskog toka bude jednaka ili veća od nule što znači da se promenama kamatnih stopa upravlja tako da se negativni uticaji na imovinu i obaveze međusobno poništavaju, odnosno da se ostvare pozitivni prinosi od plasmata sredstava. Tu se javlja pitanje upotrebe finansijskih derivata koji mogu pomoći u upravljanju negativnim uticajem kamatnih stopa. Osiguravajućim društvima se u tom smislu, imajući u vidu specifičnost pasive, odnosno obaveza osiguravajućih društava, čiji veći deo čine obaveze prema osiguranicima, nameću zahtevi za posedovanjem sigurnih

i relativno likvidnih (što zavisi od karaktera dospeća obaveza) ulaganja koja se mogu po potrebi, uz minimalne gubitke, pretvoriti u likvini oblik imovine kako bi se obaveze mogle ispuniti.

U plasmanu akumuliranih sredstava osiguravajuća društva moraju poštovati određene principe investiranja koji čine okvir za ispunjavanje funkcije osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora. Osnova principa jeste da se plasirani kapital osiguranika obezbedi, odnosno da se ostvari visok stepen sigurnosti plasmana. Investiciona strategija osiguravajućih društava mora biti postavljena tako da se zadovolje zahtevi u pogledu obezbeđenja interesa osiguranika i akcionara. Da bi to ostavрила, osiguravajuća društva ne smeju da se u svojoj politici plasmana fokusiraju na kratkoročne visoke prinose već svoje investicije moraju da vrednuju na bazi rizika i da uzimaju u obzir investicione troškove, oportunitetne troškove i ukupne troškove kapitala. Investiciona strategija osiguravajućih društava zavisi od oblasti osiguravajuće zaštite, odnosno vrste osiguranja koju osiguravajuće društvo pruža.

Zbog izuzetnog značaja koju osiguravajuća društva imaju za privredu i društvo u celini nameće se, kao neophodnost, potreba za kontrolom države nad poslovanjem osiguravajućih društava. Kontrola se javlja u oba ključna domena njihovog poslovanja, u domenu pružanja osiguravajuće zaštite i u domenu investicionog prisustva na finansijskim tržištima. U većini zemalja uključujući i naše institucionalne okvire poslovanja osiguravajućih društava, aktivnosti osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora su regulisane u pogledu strukture njihovog portfelja.

Iskustva osiguravajućih društava u ulozi institucionalnih investitora u regionu ukazuju na pažljivo struktuiranje investicionih portfelja. Naime, strukture investicionih portfelja osiguravajućih društava agregatno posmatrane pokazuju visoki udeo sigurnijih hartija od vrednosti, odnosno hartija od vrednosti sa nižim rizikom, kao što su državne hartije od vrednosti, depoziti banaka i dužničke hartije od vrednosti. Takve strukture plasmana razlikuju se od proseka za zemlje Evropske unije gde je primetno znatno učešće investicija u akcije i druge hartije od vrednosti sa varijabilnim prinosima. Posebno je karakteristično tržište osiguranja Velike Britanije gde ulaganja u akcije i druge hartije od vrednosti sa varijabilnim prinosima čine više od 60% ukupnih plasmana osiguravajućih društava.

Srednjoročno gledano zemlje regiona moraće razvijati sopstvena finansijska tržišta, odnosno proširivati raspoloživost finansijskih instrumenata kako bi investicione aktivnosti osiguravajućih društava bile adekvatno plasirane i kako bi obezbedile sve pozitivne efekte koji su navedeni u radu. Posebno je opasno da osiguravajuća društva velik obim sredstva drže u vidu depozita u bankama ili u vidu gotovine i gotovinskih ekvivalenata s obzirom da takva sredstva ne doprinose privrednom razvoju. Takođe, šira raspoloživost finansijskih instrumenata i veća likvidnost domaćih finansijskih tržišta omogućili

bi veće zadržavanje sredstava premija osiguranja u zemljama regiona. Osim toga, u takvim uslovima osiguravajuća društva nisu u mogućnosti da produkuju značajnije investicione rezultate koji bi mogli obezbediti koristi za sama osiguravajuća društva ali i za osiguranike, kroz uvećane plasmane i niže premije osiguranja kao i za društvo u celini. Svakako, biće neophodno obezbediti i usaglašavanje regulativa sa zahtevima Solventnosti II. Takođe, bilo bi poželjno ukoliko bi osiguravajuća društva uspela da utiču na regulatorne organe u pravcu oslobađanja od poreza na premije životnih osiguranja u zemljama regiona u kojima to još uvek nije učinjeno.

Kratkoročno gledano, osiguravajuća društva će biti izložena pritiscima deflacije i slabog oporavka u zemljama Evropske unije i relativno niskih stopa privrednog rasta u zemljama regiona. U takvim uslovima osiguravajuća društva neće moći da računaju na značajnije investicione rezultate osim one koje će ostvariti kroz plasmane u državne hartije od vrednosti. Posebno će se morati pratiti geopolitička kretanja, rasplet grčke krize, moguć izlazak Grčke ali i Velike Britanije iz Evropske unije, što bi imalo implikacija na Evropsku uniju u celini, evro ali i zemlje u regionu koje nisu članice Evropske unije. Takođe, kretanja profita velikih globalnih banaka moraju se pratiti s obzirom da bi eventualno pogoršavanje moglo eventualno nagovestiti izbijanje nove finansijske krize u SAD a samim tim, kao što je ukazala finansijska kriza iz 2008. godine, i globalne finansijske krize. U tom kontekstu relevantno je ukazati da su ključni rizici, posmatrano i dugoročno, pored izazova koje sa sobom nose novonastajući rizici osiguranja, za osiguravajuća društva makroekonomska nestabilnost i volatilitnost finansijskih tržišta, promene u regulativi, niski investicioni prinosi i rizik od transfera nestabilnosti iz drugih segmenata finansijskog sistema.

LITERATURA

1. A Firm Foundation: How Insurance Supports the Economy, Insurance Information Institute, New York, 2015.
2. AIG 2007 Annual report, American International Group, New York, NY, February 28, 2008.
3. Arnold, G.: *The Financial Times Guide to Investing*, Pearson Education Ltd, London, 2004.
4. Asset-liability management for insurers, Sigma No. 6/2000, Swiss Re, Zurich, 2000.
5. Babbel, D.F. and Fabozzi, F.J.: *Investment Management For Insurers*, Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, PA, 1999.
6. Baur, P. And Enz, R.: "Solvency II: an integrated risk approach for European insurers", Sigma No. 4/2006, Swiss Re, Zurich, 2006.
7. Bijlsma, M., Klomp, J. and Duineveld, S.: »Systemic risk in the financial sector: A review and synthesis", CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Document No 210, The Hague, The Netherlands, 2010.
8. Blommestein, H.J. and Funke, N.: *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OECD, Paris, 1998.

9. Booth, P., Chadburn, R., Cooper, D., Haberman, S., James, D.: *Modern Actuarial Theory and Practice*, Chapman & Hall/CRC, Boca Raton, FL, US, 1999.
10. Booth, P.J., Chadburn, R., Haberman, S., James, D. and Cooper, D.: *Modern Actuarial Theory and Practice*, Chapman & Hall/CRC, Boca Raton, FL, 1998.
11. Carmel pokazatelji poslovanja društava za osiguranje sa okvirmim uputstvima za njihovo tumačenje, Narodna banka Srbije, Beograd – http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/osg/carmel_pokazatelji_poslovanja.pdf
12. Catastrophic Risks And Insurance: Policy Issues in Insurance No.8, OECD, Paris, 2005.
13. Council Directive 92/49/EEC of 18 June 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (third non-life insurance Directive), *Official Journal L 228*, 11/08/1992.
14. Davis, E.P. and Steil, B.: *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, MA, 2001.
15. Directive 2002/13/EC of The European Parliament and of the Council of 5 March 2002, *Official Journal of the European Communities L77/17*, 20.03.2002.
16. Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002, *Official Journal of the European Communities L 345/22*, 19.12.2002.
17. Dorfman, M. S.: *Introduction to Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2008.
18. European Insurance in Figures, Statistics No 50, Insurance Europe, Brussels, December 2014.
19. Fabozzi, F. and Mann, S.: *Securities Lending and Repurchase Agreements*, John Wiley & Sons, 2005.
20. Financial Times, *Special Report: Investing in Russia*, The Financial Times Limited, Number One Southwark, Bridge, London, England, October 11, 2005.
21. Foley, B.: *Tržišta kapitala*, Mate, Zagreb, 1999.
22. From risk to capital: An insurance perspective; Swiss Reinsurance Company, Zurich, 1999.
23. Funding the future: Insurers' role as institutional investors, Insurance Europe, Brussels, June 2013.
24. Global Investment Performance Standards 2010, Association For Investment Management and Research, 2014.
25. *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, International Monetary Fund, Bank For International Settlement and Financial Stability Board, October, 2009.
26. Harrington, S.E.: "The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of Insurance Regulation", *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 76, No. 4, 2009, str. 785-819.
27. Hartwig, R. P.: "After the Crisis: Overview and Outlook for the P/C Insurance Industry", Insurance Information Institute, New York, NY, February 18, 2010.
28. Hommel, U., Frenkel, M. and Rudolf, M.: *Risk Management: Challenge and Opportunity*: Albrecht, P. and Weber, C.: *Asset/Liability Management of German Life Insurance Companies: A Value-at-Risk Approach in the Presence of Interest Rate Guarantees*, Springer, Berlin – Heidelberg, Germany, 2005.

29. Institutional Investors - Statistical Yearbook, 1992-2001, OECD Publications, Paris, 2003.
30. Insurance Day, Informa UK Ltd, London, UK, 20 April 2006.
31. Karl, K. and Frey, A.: Striking the right balance: Insurance and systemic risk regulation, Swiss Re, Zurich, Switzerland, 2010.
32. Kejnz, J.M.: *Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca*, Kultura, Beograd, 1956.
33. Kočović, J. i Šulejić, P.: *Osiguranje*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2002.
34. Lloyd, B.T.: *Money, Banking and Financial Markets*, McGraw-Hill, Boston, 1997.
35. Lukić, R.: *Računovodstvo osiguravajućih kompanija*, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2003.
36. Marcinko, D.E.: *Insurance & Risk Management Strategies For Physicians and Advisors: A Strategic Approach*, Jones and Bartlett Publishers, Sudbury, MA, 2005.
37. Marović, B. i Avdalović, V.: *Osiguranje i upravljanje rizikom*, Subotica, Birografika a.d., 2004.
38. Marović, B. i Žarković, N.: *Leksikon osiguranja*, DDOR Novi Sad AD, Novi Sad, 2002.
39. Mishkin, F.S.: "Global financial instability: framework, events, issues", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, 1999.
40. Morgan, M. G., Bunting, C. and Florin, M.V.: "The International Risk Governance Council's risk governance framework: Appropriate governance for ignored and emerging global risks", *Integrative Risk Management: Advanced Disaster Recovery, Risk Dialogue Series*, Swiss Re Centre for Global Dialogue, Ruschlikon, Switzerland, 2010.
41. Njegomir, V.: "Ekonomski kapital u osiguravajućim društvima", *Računovodstvo*, Vol. 51, Br. 11-12, 2007, str. 115-131.
42. Njegomir, V.: "Minimiziranje rizika osiguravajućih društava", *Industrija*, Vol. 35, Br. 3, 2007, str. 83-102.
43. Njegomir, V.: "Operativni rizik osiguravajućih društava", *Računovodstvo*, Vol. 51, Br. 1-2, 2007, str. 85-96.
44. Njegomir, V.: "Upravljanje imovinom i obavezama osiguravajućih društava", *Računovodstvo*, Vol. 50, Br. 5-6, 2006, str. 94-103.
45. Njegomir, V.: *Osiguranje*, Ortomedics book, Novi Sad, 2011..
46. Odluka o bližim kriterijumima i načinu izračunavanja prenosnih premija, "Sl. glasnik RS", br. 19/05
47. Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja matematičke rezerve i rezerve za učešće u dobiti, "Sl. glasnik RS", br. 7/10
48. Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervi za izravnjanje rizika, "Sl. glasnik RS", br. 13/05 i 23/06
49. Odluka o bližim kriterijumima i načinu obračunavanja rezervisanih šteta, "Sl. glasnik RS", br. 86/07
50. Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje, "Službeni glasnik RS", br. 87/2012
51. PD ISO/IEC Guide 73:2002 Risk management. Vocabulary. Guidelines for use in standards
52. Principles on Capital Adequacy and Solvency, International Association of Insurance Supervisors, Basel, Switzerland, January 2002.

53. Radmilović, S.: Sumorna faktografija ekonomske stvarnosti Srbije, Računovodstvo, Beograd, br. 1-2, 2010, str. 5-24.
54. Reinsurance matters: A manual of the non-life branches, Swiss Reinsurance Company, Zurich, 2005.
55. Rejda, G. E.: *Principles of Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2005.
56. Samjuelson, P.A. i Nordhaus, V.D., *Ekonomija*, Mate d.o.o., Beograd, 2009.
57. Skipper, H. D. and Kwon, W. J.: *Risk Management and Insurance: Perspectives in a Global Economy*, Oxford: Blackwell Publishing, Ltd, 2007.
58. *Solvency 2: Quantitative & Strategic Impact: The Tide is Going Out*, Morgan Stanley Research Europe and Oliver Wyman, September 22, 2010.
59. *Solvency II Glossary*, Comité Européen des Assurances and the Groupe Consultatif Actuariel Européen, Brussels, 2007.
60. *Solvency II Set to Reshape Asset Allocation and Capital Markets*, Insurance Rating Group Special Report, FitchRatings, New York, June 2011.
61. Staib, D. and Puttaiah, M.: World insurance in 2013: steering towards recovery, Swiss Re, Zurich, 2014.
62. Staib, D. and Puttaiah, M.: World insurance in 2013: steering towards recovery: Statistical appendix, January 2015.
63. Statistics N°50: European Insurance in Figures dataset, Insurance Europe, 2015.
64. Taleb, N.N.: *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, Inc., New York, 2007.
65. The Benefits of Insurance, Insurance Europe, Brussels, 2015.
66. Third party asset management for insurers, Sigma No. 5/2002, Swiss Re, Zurich, 2002.
67. Tilman, L.: *Asset/Liability Management of Financial Institutions*: Shimpi, P.: *Asset/liability management as a corporate finance function*, Euromoney Institutional Investor, London, UK, 2003.
68. UK Insurance Key Facts, Association of British Insurers, London, 2014.
69. Zakon o društvima za osiguranje u privatnom osiguranju, "Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine", brojevi: 24/05 i 36/10
70. Zakon o društvima za osiguranje, "Službeni glasnik Republike Srpske", brojevi: 17/05, 01/06, 64/06 i 74/10
71. Zakon o osiguranju, "Sl.list CG", br. 78/06, br.19/07 i br. 45/12
72. Zakon o osiguranju, "Službeni gl. Republike Srbije", broj 139/14, Beograd, 2014.
73. Zakon o osiguranju, Narodne novine, br. 151/05
74. Zakon o osiguranju, Narodne novine, br. 30/15
75. Zakon o zavarovalništvu (uradno prečišćeno besedilo), Uradni list RS, št. 99/2010, z dne 7. 12. 2010.
76. Zakon za supervizija na osigurivanje, "Sl. vesnik na R. Makedonija" br. 27 od 25.04.2002.
77. Ziemba, W.T. and Mulvey, J.M.: *Worldwide Asset and Liability Modeling*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 2001.