UNIVERZITET SINGIDUNUM

Departman za
poslediplomske studije

POSLOVNA EKONOMIJA
MASTER STUDIJSKI PROGRAM

MASTER RAD

ANALIZA RAZVOJA FINANSIJSKOG SISTEMA SRBIJE OD 2000. GODINE

- TRŽIŠTE OSIGURANJA -

Mentor:
Doc. dr Nemanja Stanišić

Kandidat:
Andrea Macura
Br. Indeksa:
400047/10

Beograd, 2013

SADRŽAJ

UVODNA RAZMATRANJA

1. OSNOVNE DETERMINANTE FINANSIJSKOG SISTEMA

1.1. Suština finansijskog sistema

1.2. Mesto i uloga finansijskog sistema

2. BANKARSKI SEKTOR

2.1. Osnovni principi poslovanja banaka

2.2. Restrukturiranje bankarskog sistema

2.3. Broj banaka

2.4. Bilansna suma bankarskog sektora

2.5. Vlasnička struktura

2.6. Koncentracija u bankarskom sektoru

2.7. Produktivnost i profitabilnost

2.8. Uticaj globalne finansijske krize na razvoj bankarskog sektora

3. SEKTOR OSIGURANJA

3.1. Osnovni principi poslovanja osiguravajućih društava

3.2. Početak reformi

3.3. Pokazatelji razvijenosti sektora osiguranja u Srbiji i struktura učesnika na tržištu

3.4. Koncentracija na tržištu

3.5. Pregled regionalnih tržišta osiguranja

3.6. Struktura imovine i obaveza društava za osiguranje u Srbiji i pokazatelji poslovanja

3.7. Struktura portfelja

3.8. Osiguranje od prirodnih katastrofa – nedovoljno razvijen segment tržišta

3.9. Uvođenje II stuba penzionog osiguranja u Srbiji

3.10. Predstojeće aktivnosti i osiguranje u svetlu uslova za dalji razvoj

3.11. Reosiguranje

3.12. Implikacije finansijske krize na tržišta u razvoju

4. SEKTOR FINANSIJSKOG LIZINGA

4.1. Uloga i značaj lizinga

4.2. Tržište finansijskog lizinga u Srbiji

4.3. Broj davaoca lizinga

4.4. Koncentracija tržišta finansijskog lizinga

5. PENZIONI FONDOVI

5.1. Principi poslovanja penzionih fondova

5.2. Sistemi dobrovoljnih penzionih fondova u Srbiji

5.3. Učesnici na tržištu dobrovoljnih penzionih fondova

5.4. Struktura imovine dobrovoljnih penzionih fondova

6. INVESTICIONI FONDOVI

6.1. Uloga i značaj investicionih fondova

6.2. Razvijenost tržišta investicionih fondova u Srbiji

6.3. Poslovanje društva za upravljanje investicionim fondovima u Srbiji

6.4. Finansijsko izveštavanje investicionih fondova

7. BERZA I BERZANSKI POSREDNICI

7.1. Suština berzanskog poslovanja

7.2. Poslovanje beogradske berze, makroekonomski podaci

7.3. Poslovne operacije – promet

7.4. Berzanski posrednici

ZAKLJUČAK

Literatura

UVODNA RAZMATRANJA

Problematika proučavanja finansijskog sistema može se smestiti u domen ekonomskih nauka, u najširem mogućem smislu. Delove finansijskog sistema (tržišta, institucije i instrumente) proučavaju monetarna ekonomija, bankarstvo, poslovne i korporativne finansije. Ali kada se radi o finansijskom sistemu, neophodno je spomenuti opštu teoriju sistema. Zagovornici ove teorije predstavljali su je kao paradigmu naučnog razmišljanja. Ova teorija polazi od stava da se sistemi nalaze svuda oko nas. Još 1956. godine Ken Bolding između devet sistema u univerzumu izdvojio je kao najvažniji nivo socio-kulturnih sistema, koji se odnose na ljude i međuljudske odnose. Shodno tome, svaka zemlja se posmatra kao celokupan sistem, sastavljen od podsistema. Ti podsistemi su pravni, politički, privredni, obrazovni, kulturni, zdravstveni i drugi podsistemi date zemlje. Sa ekonomske tačke gledišta posebno je značajan privredni sistem, bez čijeg adekvatnog funkcionisanja ne bi bio moguć opstanak, a ni razvoj celokupne društvene zajednice. U okviru privrednog sistema jedan od najvažnijih podsistema upravo je finansijski sistem. On čini kičmu privrednog sistema. Stoga, finansijski sistem svoje teorijske smernice crpi i iz opšte teorije sistema.

Finansijski sistem predstavlja kompleksan miks kreatora ekonomske politike, odnosno zakona, monetarnog i fiskalnog sistema, finansijskih i nefinansijskih institucija, finansijskih instrumenata i finansijskih tržišta koji stupaju u interakciju da bi se omogućio finansijski tok sredstava od štediša do investitora. Svojim uspešnim funkcionisanjem finansijsko tržište doprinosi optimalnom korišćenju privrednih resursa i privrednom razvoju zemlje. Uloga finansijskog tržišta je u stvaranju mogućnosti za uspešnu alokaciju finansijskih sredstava odnosno usmeravanje tih sredstava od subjekata koji imaju suficit prema subjektima koji imaju deficit finansijskih sredstava. Pri tome se, naravno, mora voditi računa i o rentabilnosti projekata u koja se usmeravaju sredstva.

Tema ovog rada je razvoj više različitih segmenata finansijskog sistema Srbije počev od 2000. godine kao što su bankarski sektor, sektor osiguranja, sektor finansijskog lizinga, penzioni fondovi, investicioni fondovi i berza i berzanski posrednici. Za Srbiju se može reći da ima relativno nerazvijen finansijski sistem u kome su godinama glavnu ulogu imale banke. Koliko su one bile efikasne najbolje svedoči činjenica da su krajem 2001. godine četiri najveće banke u

Srbiji likvidirane. Pored toga, finansijski sistem nije doprineo impresivnim stopama privrednog rasta, ukupnim privrednim rezultatima i povećanju nivoa životnog standarda. Sankcije, izolacija, rat i slično možda mogu biti opravdanje za određene stvari u Jugoslaviji tokom 90-ih godina, ali nikako za postojanje najprimitivnijeg oblika finansijskog sistema. On se ogledao u prostoj emisiji novca i korišćenju jedino monetarnog podsistema, u kome su banke imale vrlo ograničene uloge. Moglo se ući u banku sa novcem, ali bi se iz nje uglavnom izlazilo bez njega, bez kredita i neobavljenog posla u vezi mnogih drugih bankarskih usluga. Naš finansijski sistem je bio nerazvijen iz jednostavnog razloga što su bila nerazvijena sva tri njegova osnovna elementa – finansijsko tržište, učesnici na njemu i instrumenti.

Predmet proučavanja ovog rada je funkcionisanje i razvoj finansijskog sistema Srbije od 2000. godine, tj. njegovih najvažnijih delova. Aktuelnost proučavanja razvoja finansijskog sistema jedne zemlje uvek je prisutna, bez obzira na nivo razvijenosti date zemlje. Jednako važna i uvek aktuelna su proučavanja globalnog finansijskog sistema, njegovih karakteristika i pravca reformi, koje sprovode MMF i Svetska banka. Prva potpuna proučavanja finansijskog sistema, do tada su se naučnici najviše bazirali na njegove delove, sprovedena su početkom sedamdesetih godina XX veka, kada je Ludvig fon Bertalafaj, rodonačelnik teorije sistema, objavio knjigu „General System Theory – Foundations, Development, Application“ (1968). Time je dat zamah drugim naučnim radnicima da se potpuno zainteresuju za delove opšteg sistema, a ne da samo partikularno izučavaju njegove delove. Danas je aktuelnost ove teme veća nego ikad, u vreme globalne ekonomske krize, upravo zato što je kriza nastala u finansijskim institucijama i zbog nedovoljne regulacije finansijskih inovacija (tržišta derivata) u SAD-u.

Naučni cilj ovog istraživanja jeste naučna deskripcija i objašnjenje razvoja finansijskog sistema Srbije kao i upoznavanje sa svim njegovim prednostima i nedostacima u savremenoj praksi. Cilj je, takođe, i dostizanje određenog nivoa naučnog saznanja iz ove oblasti koje će korisnicima pomoći da nauče i primene znanja u svakodnevnom finansijskom poslovanju i odlučivanju.

Društveni cilj jeste obezbeđenje dovoljnog saznanja na osnovu koga se mogu preduzeti određene mere praktične primene finansijskog sistema, svih njegovih sektora i pripadajućih instrumenta. Našoj zemlji je potreban moderan i efikasan finansijski sistem koji će bez poteškoća komunicirati sa svetom, a istovremeno biti odraz naših potreba i našeg nivoa razvijenosti.

Metodološki pristup ovom verifikatornom istraživanju zahtevao je primenu osnovnih analitičkih metoda, i to: metod analize, apstrakcije, metod specijalizacije i dedukcije, kao i osnovne sintetičke metode poput sinteze, konkretizacije, generalizacije i indukcije. Od opšte naučnih metoda: hipotetičko - deduktivnu, statističku metodu, metodu modelovanja, aksiomatsku metodu i komparativnu metodu.

U prikupljanju podataka primenjena je metoda analize sadržaja dokumenata. Analiza je ostvarena na osnovu rezultata ranijih istraživanja i adekvatne literature, kao i na osnovu izvornih podataka, odnosno izvornih propisa i akata.

Generalna hipoteza

- Stabilnost tržišta (bankarskog, penzionih i investicionih fondova, osiguranja i berzanskog) utiče na stabilnost finansijskog sistema

Posebne hipoteze

- Narodna banka Srbije je najvažniji učesnik stabilizicije finansijskog sistema
- Narodna banka Srbije preko kamatnih stopa, eskontnih stopa i obaveznih rezervi utiče na razvoj bankarskog tržišta
- Transparentnost rada NBS povećava poverenje građana u bankarski sektor
- Finansijska edukacija i poverenje u dugoročnu štednju podstiču razvoj tržišta penzionih fondova
- Povećan životni standard povećava premiju životnog osiguranja
- Rast premije životnog osiguranja povećava razvoj tržišta osiguranja
- Razvijena korporativna kultura i povoljna investiciona klima pospešuju promet berzanskog tržišta

Rad se sastoji iz sedam delova. U prvom delu rada biće objašnjena suština finansijskog sistema kao i njegov značaj za srpsku ekonomiju. U narednom delu rada biće obrađen razvoj bankarskog sektora koji ima najveći udeo u celokupnom finansijskom sistemu zemlje. Takođe, analiziraće se i efekti svetske finansijske krize na privredu Srbije. S obzirom da vodeću ulogu u rastu finansijskog sistema Srbije imaju banke, postoji visok stepen međuzavisnosti između

razvoja bankarskog sistema i privrednog razvoja. Nadalje, u trećem delu biće reči o tržištu osiguranja, uticaju reformi finansijskog sistema na ovaj sektor kao i o njegovom razvoju uopšte. U okviru ovog poglavlja biće predočeni najvažniji rezultati reformi, pokazatelji razvijenosti i koncentracije tržišta osiguranja. Značajan deo ovog poglavlja biće posvećen uvođenju II stuba penzionog osiguranja u Srbiji. Četvrti deo rada odnosiće se na tržište finansijskog lizinga kao relativno nov način finansiranja, principima poslovanja lizing kompanija u Srbiji i načinima za unapređenje razvoja ovog sektora. U petom delu biće obrađeno poslovanje dobrovoljnih fondova koji postoje na našem tržištu nešto više od četiri godine, njihov razvoj kroz taj period i doprinos celokupnom finansijskom sistemu. Šesti deo prikazaće sektor investicionih fondova, kao relativno novih učesnika na finansijskom tržištu, suštinu njihovog poslovanja i mesto u finansijskom sistemu Srbije. Na kraju, u poslednjem delu biće obuhvaćeno poslovanje berze i brokersko dilerskih društava kao i njihov dinamičan razvoj u posmatranom periodu.

1. OSNOVNE DETERMINANTE FINANSIJSKOG SISTEMA

1.1. Suština finansijskog sistema

U ekonomskoj teoriji i praksi postoje različiti pristupi definisanju finansijskog sistema. Neki od autora ističu kako je finansijski sitem „kolevka tržišta, institucija, zakona, regulativa i tehnika kroz koja se trguje obveznicama, akcijama i drugim hartijama od vrednosti, određuju kamatne stope, finansijske usluge i proizvodi isporučuju širom sveta“. Prema ovom shvatanju jedna od osnovnih funkcija finansijskog sistema se sastoji u povezivanju različitih učesnika privrednog života i transfer sredstava između njih.

Na nešto drugačiji, malo uži pristup objašnjenju finansijskog sistema nalazimo kod drugih autora. Oni ističu kako se „finansijski sistem sastoji od seta tržišta, pojedinaca i organizacija koji trguju na tim tržištima i tela koja su odgovorna za njihovo regulisanje“. Naglasak kod ovog pristupa je na najvažnijim elementima, pre svega učesnicima i tržištima. Na kraju možemo zaključiti da je finansijski sistem sastavni deo privrednog sistema koji se sastoji iz više elemenata pomoću kojih treba da omogući nesmetan tok finansijskih sredstava u jednoj društveno – ekonomskoj zajednici.[1]

Finansijski sistem[2] je sastavni deo privrednog sistema, koji treba da obezbedi nesmetan tok finansijskih sredstava između različitih učesnika u privredi i društvu. On je sistem kanala i vodiča koji povezuju razne sektore – privredu i stanovništvo.

Karakteristike finansijskog sistema su: dinamičnost (menja se i usavršava), otvorenost (povezanost sa finansijskim sistemima drugih zemalja), kompleksnost (sastoji se iz više elemenata).

Razvijenost finansijskog sistema zavisi od razvijenosti pojedinih elemenata – tržišta, institucija, instrumenata. Manje razvijeni sistemi vrše direktno finansiranje, bez posrednika, direktno povezivanje subjekata sa viškovima i manjkovima sredstava. Razvijeniji sistemi imaju indirektno finansiranje – preko posrednika.

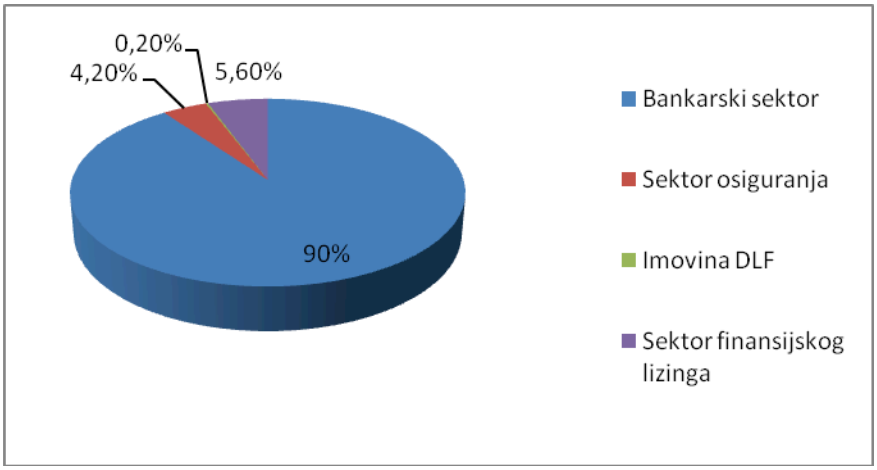
[1] Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, str. 8
[2] Gligorić Č. (2005), *Osnove ekonomije, računovodstva i finansija*, Pravni fakultet, Beograd, str. 1

1.2. Mesto i uloga finansijskog sistema

Finansijski sistem omogućava tok kapitala od štediša ka investitorima. Kreatori politike i zakonodavstvo predodređuju monetarnu i fiskalnu politiku. Monetarna politika kontroliše ponudu novca i utiče na kamatnu stopu. Finansijske institucije prikupljaju i pozajmljuju – investiraju uštedevinu. Finansijska tržišta pomoću dugovnih i vlasničkih instrumenata omogućavaju pojedincima, firmama, vladama i inostranstvu da svoja finansijska sredstva pozajmljuju i investiraju.

Sa ekonomske tačke gledišta posebno je značajan privredni sistem, bez čijeg adekvatnog funkcionisanja ne bi bio moguć opstanak, rast i razvoj celokupne društvene zajednice. U okviru privrednog sistema jedan od najvažnijih podsistema je finansijski sistem.[3]

Slika 1.2. Struktura finansijskog sistema Srbije u 2008. (u %)



Izvor: Narodna banka Srbije

Na slici se može videti da banke čine 90% ukupne bilansne sume finansijskog sektora i time predstavljaju dominantne institucije u finansijskom sistemu Srbije.

[3] Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, str. 8

2. BANKARSKI SEKTOR

2.1. Osnovni principi poslovanja banaka

U okviru depozitnih finansijskih institucija pojavljuje se centralna monetarna institucija – centralna banka i kao najznačajniji predstavnici ove grupe – banke. Do sredstava dolaze prikupljanjem depozita od stanovništva, javnog sektora, subjekata iz inostranstva. Prikupljeni depoziti predstavljaju pasivu bilansa stanja, novac njihovih klijenata – deponenata. Aktivu čine odobreni krediti i ulaganja, najčešće u hartije od vrednosti. Od velikog značaja je kontrola i supervizija ovih institucija.

Način na koji banke ostvaruju zaradu je razlika u visini cene po kojoj pribavljaju sredstva i cene po kojoj plasiraju sredstva. U pogledu funkcije prihvatanja depozita i odobravanja kredita, 80-ih godina XX veka postojala je šala koju su mnogi nazivali zlatnim bankarskim pravilom – princip 3 – 6 – 3. Ono je glasilo:

1) Sakupite depozite po 3%
2) Odobrite kredite po 6%
3) Zatvorite šaltere u 3h popodne

Ovo slikovito opisuje suštinu klasičnog shvatanja bankarskih poslova. Danas su banke vrlo složene institucije koje nude čitavu lepezu različitih usluga namenjenih širokoj kategoriji učesnika privrednog i društvenog života. Neke od funkcija banaka iz domena klasičnog shvatanja bankarskih usluga su funkcija plaćanja, štednja, krediti, upravljanje gotovinom (*cash management)*, a nove funkcije koje su se pojavile u poslovanju banaka su osiguranje, brokerska funkcija i funkcija investicionog bankarstva, funkcija poverenika (*trustee*), davanje finansijskih saveta itd. Bankarski sektor predstavlja najznačajniji, ali i najdinamičniji deo finansijskog sektora u Srbiji. Na shvatanje suštine bankarskih poslova uticao je veći broj faktora kao što su – tokovi

internacionalizacije i globalizacije, povećenje broja finansijskih usluga, podizanje nivoa konkurencije, tehnološki razvoj, veliki broj inovacija i slično.

2.2. Restrukturiranje bankarskog sistema

Bankarski sektor Srbije je tokom devedesetih godina ruiniran, kao što je to bio slučaj i sa ukupnom ekonomijom zemlje. Posle političkih promena oktobra 2000. i izbora nove Vlade Srbije početkom 2001. godine, stekli su se neophodni preduslovi za radikalne institucionalne reforme, koje su započele sa liberalizacijom u finansijskom sektoru i u sektoru ekonomskih odnosa sa inostranstvom. Sektor finansija bio je potpuno uništen, sa nasleđenim unutrašnjim i spoljnim dugovima koji su u uslovima oštrih međunarodnih sankcija i izolacije stalno rasli. Štednja je bila potpuno nestala jer su i privreda i stanovništvo još početkom devedesetih godina, u uslovima megainflacije, izgubili svoje depozite u bankama. Poverenje u banke i druge finansijske institucije bilo je potpuno poljuljano. Oporavak u sektoru finansija nije mogao da počne bez obnavljanja saradnje sa međunarodnim finansijskim organizacijama, bez međunarodne donatorske i kreditne podrške i bez povratka poverenja u banke.

U periodu posle 2000. godine započete su burne promene u bankarstvu, koje su početkom 2002. bile bez presedana. Narodna banka je započela grupisanje svih banaka u različite kategorije, prema kvalitetu. Nakon toga su banke koje su se nalazile u grupi A i B nastavile redovno da posluju, jedna banka je bila pod administracijom Narodne banke, sedam banaka je bilo u procesu rehabilitacije koji je vodila Agencija za sanaciju banaka i osiguranje depozita, 17 banaka je pripojeno, dok je 19 banaka ušlo u proces stečaja i likvidacije.

Proces restrukturiranja banaka doveo je do rasta poverenja građana u bankarski sektor, što je rezultiralo povratkom štednje u banke. Rast štednje u odnosu na 2000. godinu iznosio je oko 1,4 milijarde evra. Ipak, stepen poverenja u banke još uvek je bio nizak. Tokom 2003. nastavljeno je sa reformom bankarskog sektora. Između ostalog bile su ograničene greenfield investicije u bankarstvo do završetka postupka privatizacije banaka sa većinskim državnim kapitalom. U tom periodu nije bilo izdavanja novih dozvola za rad banaka. U 2003. godini većinsko vlasništvo nad četiri banke preuzele su strane banke i strana pravna i fizička lica. Banke su bile univerzalnog tipa i obavljale su uglavnom klasične bankarske poslove. Započeti su i neki

novi bankarski poslovi, u prvom redu aktivnosti vezane za poslove na tržištu hartija od vrednosti i lizing. U 2004. godini nastavljen je trend visokog rasta bilansnih pozicija. Na rast izvora sredstava najviše je uticao visok rast devizne štednje u bankama, kao posledica vraćanja poverenja u bankarski sistem, čemu je doprineo i ulazak banaka osnovanih stranim kapitalom na finansijsko tržište Srbije, kao i zaduživanje banaka u inostranstvu. Banke su tokom 2004. godine ostvarile neto dobit po osnovu prihoda iz tekućeg poslovanja, koji je bio veći za 42% od odgovarajućeg prihoda 2003. godine. Ukupan finansijski rezultat je i pored toga negativan u iznosu od oko 5 milijardi dinara.

Gubici su bili posledica, u prvom redu „čišćenja" bilansa od potraživanja iz ranijih godina, kao i rigoroznije primene kriterijuma klasifikacije aktive. Najveće rashode po ovom osnovu iskazale su banke koje su predviđene za privatizaciju i čiji komitenti imaju obaveze prema pariškom i londonskom klubu. One su prednjačile po visini iskazanih gubitaka, ali su imale i pozitivan saldo iz tekućeg poslovanja, pa su kupci preuzeli banke sa značajnim potencijalima za stvaranje profita.

Ukupna aktiva bankarskog sektora krajem 2004. iznosila je oko 510 milijardi dinara. Učešće tri najveće banke iznosilo je 34%, a učešće šest banaka 52% ukupne aktive. Nastavak reformi tokom 2005. odvijao se prodajom prve banke sa većinskim državnim kapitalom – Jubanke Beograd, grčkoj Alfa (Alpha) banci, kao i prodajom najveće privatne banke – Delta banke, italijanskoj Intezi (Banca Intesa). Tokom godine nije izdata ni jedna nova dozvola za rad banaka. Nastavljena je tendencija povećanja tržišnog udela u stranom vlasništvu i smanjenja udela domaćih banaka.

Reforma bankarskog sistema kao petogodišnji proces konsolidacije i restrukturiranja, ulazi u svoju završnu fazu. Oduzete su dozvole za rad nesolventnim i nelikvidnim bankama. Razvoj bankarstva nametnuo je potrebu izmene regularnog okvira za poslovanje banaka. Narodna banka Srbije je u 2005. godini aktivno učestvovala u izradi novog Zakona o bankama, koji je stupio na snagu u decembru 2005. godine. Novi Zakon o bankama predstavlja polaznu osnovu za primenu principa Basel II – pripisuje savremen i efikasan način upravljanja bankama, neophodne procedure za identifikovanje, merenje i vrednovanje bankarskih rizika, propisuje odnos banaka i Narodne banke Srbije sa spoljnim revizorima i druge važne aspekte poslovanja banaka.

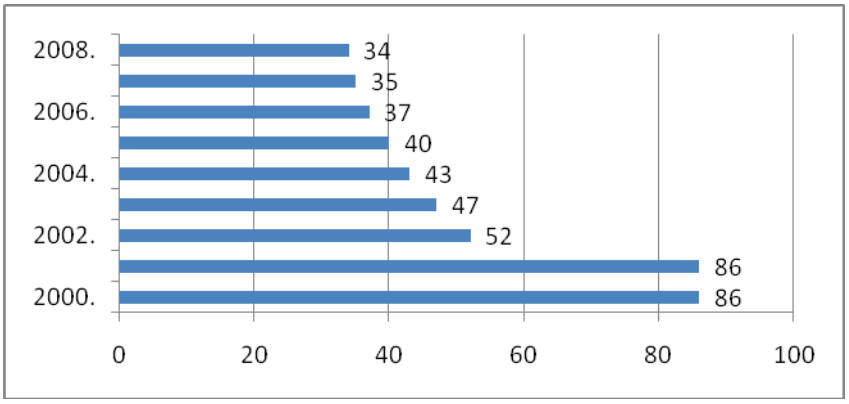
2.3. Broj banaka

Bankarski sektor Srbije krajem 2000. i početkom 2001. godine činilo je 86 banaka sa oko 26 000 zaposlenih. On je u periodu od 2000. do 2004. prošao kroz burne promene koje se, između ostalog, ogledaju u likvidaciji, spajanju i pripajanju banaka. Početkom 2002. godine Narodna banka odlučila se za oduzimanje dozvole četiri najveće banke čiji je udeo na tržištu iznosio oko 56%, a broj zaposlenih u ovim bankama bio je oko 9000. Bankarski sektor zemlje sveden je na 52 banke sredinom 2002. To su ujedno i bile prve vidljive posledice restrukturiranja ovog sektora – gašenje četiri najveće banke i spajanje i likvidacija banaka. Broj zaposlenih je najpre opao kao rezultat likvidacije preduzeća, a zatim ponovo porastao uglavnom kao rezultat širenja mreže stranih banaka.

Pet stranih banaka dobilo je dozvolu za poslovanje na bazi *greenfield* licence. To su bile Raiffeisenbank, Hipovereinsbank, Nacional bank of Greece, Alpha bank, Microfinance bank (danas Procredit banka), što je značajno doprinelo porastu konkurencije i uvođenju novih bankarskih proizvoda na domaće tržište.

U 2003. godini većinsko vlasništvo nad četiri banke preuzele su strane banke i strana pravna i fizička lica. Krajem 2003. bankarski sistem Srbije imao je ukupno 47 banaka. Krajem 2004. godine u Srbiji su poslovale 43 banke (uključujući dve banke sa područja severnog dela Kosova i Metohije). Na kraju 2005. godine bankarski sektor Republike Srbije broji 40 banaka. Broj banaka krajem 2006. iznosio je 37. Smanjenje broja banaka u odnosu na prethodnu godinu rezultat je dalje konsolidacije bankarskog sektora s obzirom da je došlo do pripajanja i oduzimanja dozvola za rad.

Slika 2.3. Bankarski sektor Srbije – broj banaka



Izvor: Narodna banka Srbije

Broj banaka kontinuirano se smanjivao u periodu od 2000. godine o čemu je prethodno bilo reči. Od 86 banaka krajem 2000. i početkom 2001., kroz proces reforme bankarskog sistema, likvidacije banaka, pripajanja, oduzimanja dozvola za rad, sektor je sveden na 34 banke u 2008. godini. Istovremeno je povećan broj filijala, broj zaposlenih je brzo rastao kao i aktiva po zaposlenom što je indikator širenja kapaciteta. U 2013. godini broj banaka je sveden na 31 banku. Kapacitet bankarskog sektora Srbije po gustini filijalske mreže približava se proseku EU, ali jako zaostaje prema aktivi po zaposlenom.

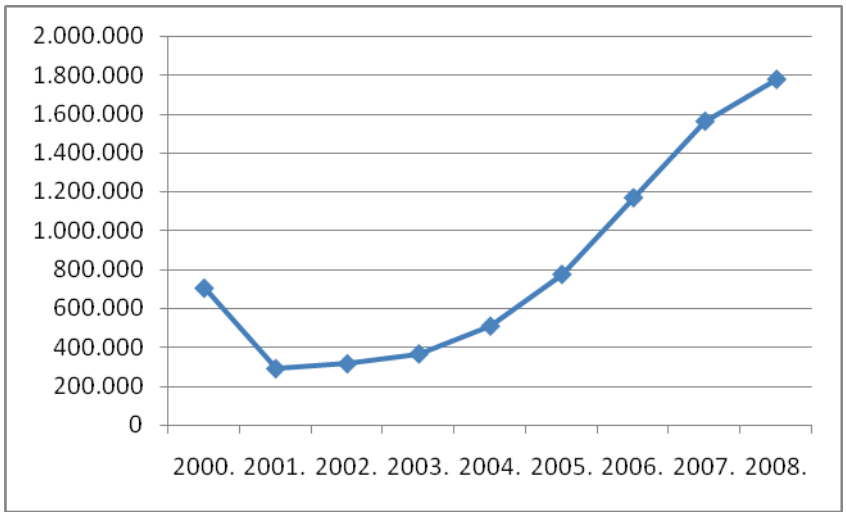
2.4. Bilansna suma bankarskog sektora

Ukupna bilansna suma bankarskog sektora iznosila je u 2000. godini 704 349,5 miliona dinara da bi 2001. došlo do znatnog smanjenja ovog iznosa, kao rezultat oduzimanja dozvola za rad i smanjenja broja banaka. Tako da je krajem godine bilansna suma iznosila 291 460,1 milion dinara. Ukupna aktiva bankarskog sektora krajem 2004. iznosila je oko 510 miliona dinara. Na kraju 2005. dostiže iznos od 775,4 miliona dinara što u odnosu na prethodnu godinu predstavlja porast od 52%. I pored činjenice da se broj banaka iz godine u godinu smanjivao, ukupna bilansna suma u posmatranom periodu ubrzano je rasla. Realni rast bilansne sume iznosio je

8.3% u 2003., 25% u 2004. i 34.3% u 2005. godini. Osnovni izvor rasta bilansne sume je rast depozitnog potencijala. Depozitni potencijal učestvuje sa preko 60% u porastu bilansne sume.

U 2006. godini nastavio se ujednačen rast bilansne sume započet nakon značajnih reformi u bankarskom sektoru. On iznosi 1,169 milijardi dinara. I tokom naredne dve godine beleži porast, a 2008. dostiže 1,903 milijarde dinara.

Slika 2.4. Rast bilansne sume 2000 - 2008. (u mlrd. din.)



Izvor: Narodna banka Srbije

2.5. Vlasnička struktura

U periodu od 2003 – 2005. godine pažnja je bila usmerena prvenstveno na konsolidaciju banaka u državnom vlasništvu i postupak njihove privatizacije. U ovom periodu izvršena je i detaljna analiza vlasničke strukture bankarskog sektora.

U procesu preuzimanja privatnih ili privatizacije državnih banaka, kupci su bili prvoklasni strateški investitori. Ono što je, međutim, najvažnije za taj proces jeste da je Narodna banka Srbije, insistirajući na primeni striktnih kriterijuma za ocenu boniteta investitora, stvorila uslove

za ulazak u Srbiju samo onih banaka koje svojim renomeom i iskustvom u bankarskom poslovanju doprinose razvoju bankarskog sektora.[4]

Najznačajnije promene vlasničke strukture bankarskog sektora dogodile su se kao posledica ulaska stranog kapitala. U 2003. godini strani kapital je preuzeo većinsko vlasništvo u pet privatnih banaka. Nastavak reformi tokom 2005. odvija se prodajom prve banke sa većinskim državnim kapitalom – Jubanke Beograd Grčkoj Alfa (Alpha) banci, kao i prodajom najveće privatne banke – Delta banke italijanskoj Banca Intesi. Nastavljena je tendencija povećanja tržišnog udela banaka u stranom vlasništvu i smanjenja udela domaćih banaka. Vlasnička struktura je dodatno izmenjena ulaskom novih finansijskih institucija iz Evropske Unije na tržište Srbije. Na kraju godine 22 strane banke učestvovale su sa 78.7% u bilansnoj sumi i sa 68.1% u kapitalu bankarskog sektora. Navedene promene poboljšale su kvalitet bankarskog sektora. Na ovaj način je promena vlasničke strukture bankarskog sektora značajno doprinela rastu i razvoju bankarstva u Srbiji. U 2006. godini, privatizacijom jedne velike državne banke, okončan je najveći deo privatizacije ovog sektora, što je rezultiralo smanjenjem učešća državnih banaka na bankarskom tržištu.

Finansijski sistem Srbije je i u 2008. godini karakterisalo dominantno strano vlasništvo – finansijske institucije u stranom vlasništvu upravljale su sa blizu 80% bilansne sume bankarskog sektora. Inostrane bankarske grupacije su od početka reformi finansijskog sistema, svakako unele brojne pozitivne trendove u Srbiji, pre svega kroz poboljšanje performansi sektora i obezbeđenje stabilnih izvora sredstava iz inostranstva. Početak poslednje faze globalne finansijske krize pokazao je i negativne strane pripadanja tržišno prepoznatljivim finansijskim konglomeratima. Kriza likvidnosti pojedinih matičnih banaka prouzrokovala je prelivanje, reputacionim kanalima nepoverenja na domaće deponente, uprkos činjenici da banke u Srbiji predstavljaju nezavisna pravna lica.

Posmatrano po zemljama porekla akcionara, u Srbiji su u prvih devet meseci 2008. godine dominirali akcionari iz Italije, koji su u prethodnoj godini primat preuzeli od austrijskih. Kada je reč o relativnoj izloženosti zemalja iz kojih potiču najveći akcionari domaćih banaka, možemo konstatovati da je ona prema Srbiji niska kako u odnosu na ukupnu inostranu izloženost, tako i u odnosu na izloženost prema zemljama centralne, istočne i jugoistočne Evrope.

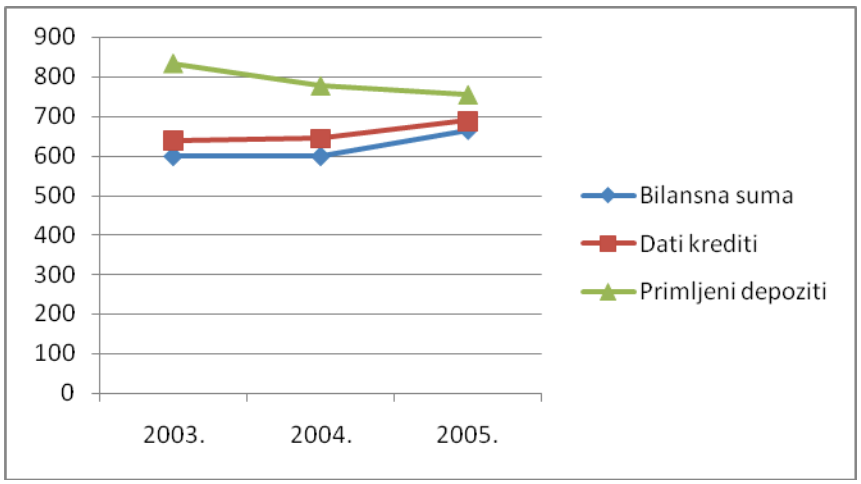
[4] *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu 2005. godine,* Narodna banka Srbije

2.6. Koncentracija u bankarskom sektoru

Pojam koncentracije jedan je od najvažnijih elemenata pri analizi konkurentnosti i tržišnih struktura. Koncentracija u bankarskoj industriji ima znatne implikacije na efikasnost i stabilnost celokupnog finansijskog sistema. Uticaj konkurencije bankarskog sektora važan je i za funkcionisanje celokupne ekonomije. Restrukturisanje domaćeg bankarstva, započeto 2001. godine, karakteriše drastično smanjenje broja banaka i njihovo ukrupnjavanje. Mreža filijala proširivana je uporedo sa smanjivanjem broja banaka, a istovremeno su ubrzano rasli i krediti banaka kao i njihova aktiva.

Jedna od najobuhvatnijih i najšire prihvaćenih metoda merenja koncentracije je *Herfindahl – Hirschmann index* (HHI). Ukoliko je vrednost obračunatog pokazatelja manja od 1000, smatra se da na tržištu nije prisutna koncentracija, ukoliko je vrednost pokazatelja između 1000 i 1800 na tržištu je izražena umerena koncentracija, a preko tog broja visoka koncentracija.

Slika 2.6. Koncentracija u bankarskom sektoru



Izvor: Narodna banka Srbije

Prikazane vrednosti HHI svedoče o niskom stepenu koncentracije domaćeg bankarskog tržišta. Natprosečna koncentracija evidentirana je samo kod stranih kredita.

Finansijski sistem Srbije u celini je izrazito bankocentričan. Apsolutni porast obima poslovanja nebankarskih finansijskih sektora samo blago uvećava njihovo relativno učešće u finansijskom sistemu. Uočava se opšti trend smanjenja tržišne koncentracije.

Nasuprot finansijskom sistemu u celini, u 2008. godini tržišna koncentracija je bila blago povećana kod bankarskog sektora. Ekspanzija vanbilansa bankarskog sektora, nastavljena u prvoj polovini 2008., ravnomernije je raspoređena između banaka nego u prethodnoj godini, pa je i pokazatelj tržišne koncentracije ovog segmenta bankarskog poslovanja smanjen.

2.7. Produktivnost i profitabilnost

Ekspanzija i modernizacija domaćeg bankarstva počinju nakon njegovog rekonstruisanja u osavremenjenom regulatornom okviru, kao rezultat *greenfield* i *portfolio* penetracije stranih banaka – investitora. Može se reći da je domaće bankarstvo u proteklom periodu doživelo potpuni preobražaj – kapitalni, tehnološki i upravljački. Takođe, izmenjena je i vlasnička struktura tako da strani akcionari dominiraju po broju banaka u kojima su pretežni vlasnici. Poslednjih pet godina razvoja domaćeg bankarstva odlikuje ubrzani rast produktivnosti i profitabilnosti. Odnos aktivnosti i kapaciteta banaka izražava njihovu produktivnost. Pokazatelji produktivnosti prema Narodnoj banci Srbije su:

1) bilansna suma po zaposlenom
2) ukupni prihodi po zaposlenom
3) operativni rashodi po zaposlenom
4) krediti po zaposlenom
5) depoziti po zaposlenom

Nakon značajnih reformi u bankarskom sektoru 2006. godine, počinje ujednačen rast bilansne sume. Ohrabrujući je rast kreditne aktivnosti i depozitnog potencijala. Tokom 2008. godine nastavljen je proces „sustizanja“ (engl. *Catching up process*), uprkos usporenom rastu aktive bankarskog sektora prouzrokovanom usporavanjem kreditne aktivnosti. Rast kredita

banaka od svega 10% u prva tri tromesečja 2008. godine bio je dovoljan da ukupna sredstva finansijskog sistema u istom periodu porastu za 9.9%.

Pored iznosa dobitka / gubitka, dva najvažnija pokazatelja profitabilnosti su:

1) ROA – prinos na aktivu (*return on assets*) koji se dobija kao odnos neto profita po oporezivanju i aktive, a pokazuje efikasnost upravljanja aktivom banke odnosno prihod na jedinicu aktive

2) ROE – prinos na akcijski kapital (*return on equity*) koji predstavlja odnos neto profita nakon oporezivanja i akcijskog kapitala, odnosno pokazuje prihod akcionara na sredstva uložena u banku.

Bankarski sektor u Srbiji je profitabilan, što je još jedna odlika koja doprinosi njegovoj otpornosti. ROE u 2008. iznosi 11,6 što predstavlja povećanje u odnosu na prethodne godine. Iako bi se moglo očekivati da visoka kapitalizovanost može negativno da se odrazi na profitabilnost i sposobnost bankarskog sektora da privuče dodatni kapital, on je pokazao zavidne pokazatelje profitabilnosti. Može se zaključiti da je kombinacija visoke kapitalizovanosti i umerene profitabilnosti upravo prednost Srbije u pogledu otpornosti njenog bankarskog sistema. ROA je takođe porastao na 2,6 iz čega proizilazi da banke ostvaruju veliku stopu efikasnosti u pogledu upravljanja svojom aktivom. Takođe, ovaj pokazatelj svedoči o brzom i održivom rastu sektorske rentabilnosti. Produktivnost domaćih banaka još uvek je niska, jer je iznos depozita i kredita po zaposlenom u bankarstvu među najnižim u Evropi dok je profitabilnost banaka u Srbiji visoka prema ROA indikatoru, ali je ROE rezultat izuzetno slab u odnosu na zemlje EU.

2.8. Uticaj globalne finansijske krize na razvoj bankarskog sektora

Globalna finansijska kriza uzrokovana krahom američkog tržišta drugorazrednih hipoteka, jako je uticala na finansijski sistem. Usporeni privredni rast na svetskom nivou, koji je samo delom bio posledica te krize, negativno se odrazio na globalnu finansijsku stabilnost. Naglo

opadanje likvidnosti na svetskom nivou, kao posledica smanjenog poverenja među učesnicima na finansijskim tržištima, utiče na cenu, ročnost i obim zaduživanja, posebno za klijente iz zemalja u razvoju, jer je pod uticajem globalnih turbulencija opala sklonost ka riziku za ulaganja u ove zemlje.

Posmatrani period su obeležili snažan rast BDP-a, ali sa tendencijom usporavanja. Finansijski sistem je i dalje bio izrazito bankocentričan. Bankarski sektor su u 2007. godini karakterisale dobre performanse. Snažan rast kreditne aktivnosti i rast kredita stanovništvu obeležili su poslovanje ovog sektora. Bankarski sektor je bio profitabilan treću godinu za redom. Banke su uspevale da budu profitabilne zadržavajući tako trend pozitivnog finansijskog rezultata započet u 2005. godini.

Vodeću ulogu u rastu finansijskog sistema Srbije i dalje imaju banke. Ostale finansijske institucije pod nadzorom Narodne banke Srbije, uprkos relativno niskom učešću u ukupnom finansijskom sistemu, pokazuju znatan potencijal za rast i uvećavaju kako svoj doprinos obimu finansijskog posredovanja, tako i udeo u BDP-u. Vlasnička struktura sistema nije znatno promenjena. Dešavanja na finansijskim tržištima u Srbiji tokom 2008. godine u velikoj meri su odraz nestabilnosti na svetskim tržištima.[5]

U finansijskom sistemu Srbije banke su zadržale izrazito dominantnu poziciju upravljajući sa 90% ukupnih finansijskih sredstava. Pored usporavanja rasta obima poslovanja bankarskog sektora koje je zabeleženo u prvih devet meseci godine, u pogledu strukture tržišta mogu se očekivati minimalne promene, koje će zavisiti od efekata globalne finansijske krize na pojedine segmente sistema. U finansijskom sistemu Srbije i dalje dominiraju institucije u većinskom stranom vlasništvu.

Kao rezultat prethodnih istraživanja može se zaključiti da je bankarski sektor, kao glavni nosilac finansijskog sistema Republike Srbije, bio snažno izložen svetskoj finansijskoj krizi prouzrokovanoj krahom tržišta hipotekarnih kredita, naročito u drugoj polovini 2008. godine. Međutim, zahvaljujući restriktivnoj monetarnoj politici NBS ovaj sektor je uspeo da očuva stabilnost.

[5] *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu 2008. godine,* Narodna banka Srbije

3. SEKTOR OSIGURANJA

3.1. Osnovni principi poslovanja osiguravajućih društava

Osiguravajuća društva spadaju u red ugovornih finansijskih institucija, što znači da do sredstava dolaze na ugovornoj osnovi, preko periodičnih uplata – premija osiguranja, koja predstavlja cenu rizika koja u sebi sadrži cenu koštanja osiguranja.[6] U poređenju sa depozitnim institucijama, osiguravajuća društva kao nedepozitne institucije karakteriše niži nivo rizika, izvesnost i stabilnost. Takođe, mogu se ubrojiti i u grupu institucionalnih investitora kao jako značajni učesnici na finansijskom tržištu koji raspolažu sa visokim iznosima kapitala koji investiraju. Osiguranje svoju ulogu ostvaruje kroz tri funkcije:

- čuvanje (zaštita) imovine
- finansijska funkcija
- socijalna funkcija[7]

Osnovna podela u ovom sektoru je na kompanije za osiguranje života i kompanije za osiguranje imovine – neživotna osiguranja. Osiguravajuća društva se obavezuju da će izvršiti isplatu štete u slučaju da se dati neželjeni događaj desi. Ona predstavljaju izuzetno velike igrače na finansijskim tržištima.

3.2. Početak reformi

Dugo godina ovaj sektor finansijskog sistema nije bio naročito privlačan. Tek 2004. godine preduzeti su prvi rezovi u dugo očekivanom uređenju ovog tržišta, kao prvi korak posle koga bi trebalo da se otvore procesi slični onima u bankarstvu. Pre svega, trebalo je da dođe do jačanja konkurencije i rasta interesa za ulazak ozbiljnih stranih osiguravajućih kompanija na ovo tržište. Osnovani su i prvi privatni penzioni fondovi, koji nisu imali odgovarajuću regulativu i nadzor.

[6] Avdalović V. (2007), *Osiguranje*, Beogradska bankarska akademija, Beograd, str. 9
[7] Isto, str. 5

Na osnovu Zakona o osiguranju, nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja poveren je Narodnoj banci Srbije koja je organizovala poseban Sektor za poslove nadzora nad obavljanjem delatnosti osiguranja. Započeo je sa radom u avgustu 2004. godine i definisao svoj strateški cilj – kreiranje i održavanje sigurnog i stabilnog sektora osiguranja i obezbeđenje poverenja javnosti u sektor osiguranja, a radi zaštite interesa osiguranika i trećih lica.[8]

Narodna banka Srbije je primljena u članstvo Internacionalnog udruženja supervizora (IAIS) na desetoj konferenciji ovog udruženja u oktobru 2004. godine. U vreme donošenja zakona, na tržištu osiguranja je poslovalo 38 društava za osiguranje, dva društva za reosiguranje, 149 agencija za posredovanje, zastupanje i ostale poslove u osiguranju sa dozvolama za rad Ministarstva za finansije. Pored navedenih, na tržištu je poslovao i značajan broj pravnih lica - posrednika i zastupnika bez dozvole za rad, fizičkih lica – zastupnika bez sertifikata, kao i turističke agencije, koje su, po Zakonu o turizmu, pri prodaji turističkih aranžmana i obezbeđenju viza za građane, obavljale i poslove zastupanja u osiguranju prodajući polise osiguranja za pomoć na putu i medicinsku asistenciju. Karakteristike zatečenog tržišta osiguranja u Srbiji bile su:

a) neuređenost i potkapitalizovanost, sa precenjenom imovinom i potcenjenim obavezama,
b) neadekvatno korporativno upravljanje,
c) neadekvatna funkcija upravljanja rizicima,
d) visok stepen nezakonitosti u poslovanju,
e) nekompletnost poslovnih knjiga,
f) praksa izdavanja duplih polisa, pa time i nepouzdanost iskazanih podataka,
g) prelivanje sredstava osiguranja u povezana preduzeća,
h) nedovoljna ili neadekvatna aktivnost udruženja i
i) odsustvo dobre prakse revizora i aktuara.

Pojedina društva za osiguranje su se u svom poslovanju rukovodila pogrešno postavljenim ciljevima – umesto zaštite interesa osiguranika i korisnika osiguranja, njihov cilj je bio zaštita interesa vlasnika. Jedan broj društava za osiguranje, upravo zbog toga, nije bio u mogućnosti da izmiruje svoje obaveze prema osiguranicima i korisnicima osiguranja, a kada su to

[8] *Godišnji izveštaj za 2005. godinu,* Narodna banka Srbije

i činila, finansirala su ih iz tekućih priliva, čime je stvoren piramidalni sistem osiguranja.[9] Ovakav sistem poslovanja imao je za posledicu potpuno gubljenje poverenja javnosti u ovaj sektor. Da bi ostvarila postavljeni cilj u navedenim okolnostima, Narodna banka Srbije je svoje aktivnosti usmerila u više pravaca istovremeno: na stabilizaciju sektora, na vraćanje poverenja javnosti u sektor osiguranja, na kreiranje osnove za razvoj sektora, na stvaranje i razvoj funkcije supervizije i na kontinuiranu edukaciju zaposlenih. Aktivnosti na stabilizaciji sektora ogledale su se u:

a) vršenju posrednog i neposrednog nadzora društava za osiguranje i u preduzimanju adekvatnih mera, uključujući i oduzimanje dozvola za rad odnosno uklanjanja sa tržišta društava za osiguranje koja su poslovala suprotno osnovnim principima zdravog poslovanja u osiguranju, dovodeći u pitanje svoju sposobnost da izmire preuzete obaveze prema osiguranicima i korisnicima osiguranja,
b) stabilizaciji i poboljšanju kvaliteta prodajne mreže putem vršenja nadzora ostalih učesnika na tržištu osiguranja (posrednika i zastupnika) i preduzimanja adekvatnih mera, ali i davanja dozvola za rad pravnim licima i preduzetnicima za obavljanje poslova zastupanja i posredovanja, organizovanja ispita za fizička lica radi sticanja sertifikata o obavljanju poslova zastupanja i posredovanja,
c) aktivnostima na uvođenju jedinstvene, zaštićene polise obaveznog osiguranja od autoodgovornosti,
d) organizovanju aktuarskih ispita i ostalim aktivnostima, što je sve doprinelo stabilizaciji tržišta osiguranja.[10]

Već u prvoj godini reformi, iako je broj društava za osiguranje smanjen za oko 50%, došlo je do značajnih pozitivnih pomaka na tržištu osiguranja, koje se, u poređenju sa 2004. godinom, ogledaju u porastu ukupne premije za 53%, broju zaposlenih za 35% i, što je od izuzetnog značaja za sigurnost i stabilnost sektora, u povećanju tehničkih rezervi, koje služe za izmirivanje preuzetih obaveza po izdatim polisama za čak 99%, uz istovremeno poboljšanje kvaliteta njihovog ulaganja. Takođe, obezbeđeno je vraćanje portfelja životnih osiguranja iz

[9]Grupa autora, *Banke i osiguranja u Srbiji 2001-2011 i poređenje sa zemljama regiona*, Edicija Biznis info grupe
[10]Isto

inostranstva. Pored preduzetih aktivnosti na stabilizaciji, koje direktno utiču na sigurnost i stabilnost sektora, a time i na uspostavljanje osnove za vraćanje poverenja javnosti, organizovan je call centar, doneti su propisi o zaštiti potrošača, uspostavljeni su kontakti sa klijentima i društvima povodom pritužbi klijenata, započeti su, prvi put u Srbiji, postupci medijacije (posredovanja). Navedene aktivnosti uglavnom su predstavljale aktivnosti post festum, one su se, naime, odnosile na rešavanje nasleđenih obaveza društava za osiguranje prema klijentima, i ogledale se, pre svega, u pružanju relevantnih informacija i aktivnostima na rešavanju već nastalih šteta mirnim putem. Istovremeno sa razvojem mehanizama zaštite klijenata po već zaključenim ugovorima, Narodna banka Srbije je, donošenjem podzakonske regulative usmerene na jačanje upravljanja i transparentnosti rada društava za osiguranje u smislu donošenja i primene adekvatnih internih akata, sačinjavanja jasnih pravila pod kojima potencijalni osiguranici mogu ostvariti prava iz ugovora o osiguranju i obezbeđivanja na svim prodajnim mestima relevantnih i pouzdanih informacija o tim pravima i uslovima zaključivanja ugovora, delovala i proaktivno na zaštitu interesa osiguranika i korisnika osiguranja.[11] Aktivnosti na kreiranju za razvoj sektora osiguranja ogledale su se u donošenju podzakonske regulative zasnovane na Direktivama Evropske unije i međunarodne prakse, donošenju smernica u osiguranju usmerenih na jačanje sistema internih kontrola i funkcije upravljanja rizicima, donošenju nove regulative iz oblasti osiguranja od autoodgovornosti, kojom su, između ostalog, uspostavljena stroža pravila za troškove i rokove za isplatu šteta i uveden bonus - malus sistem, u postavljanju osnove za edukaciju aktuara u skladu sa međunarodno prihvaćenim standardima i njenoj punoj implementaciji, razvoju naprednih modela za obračun rezervi za štete i uvođenju bankoosiguranja.

U 2008. godini, četiri godine nakon početka reformi sektora osiguranja, performanse sektora su i dalje bile ispod evropskog proseka. Međutim, razvojni potencijali nisu bili zanemarljivi. Društva za osiguranje i dalje pokazuju zavidne pokazatelje solventnosti. Zahvaljujući aktivnostima NBS, uspostavljena je, i u uslovima turbulencija na svetskom finansijskom tržištu, očuvana stabilnost sektora osiguranja u Srbiji. Ipak, efekti svetske ekonomske krize odrazili su se na sektor osiguranja kroz pad potražnje za osiguranjem, otežanu naplatu premije od nelikvidnih preduzeća i rast troškova sprovođenja osiguranja usled težnje da se očuva dostignuti obim poslovanja. U uslovima skromnog realnog rasta BDP od 1.6% u 2011.

[11] *Izveštaj za prvo tromesečje 2005. godine*, Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja, Narodna banka Srbije

Godini,[12] visoke stope nezaposlenosti od 23.7% i pada prometa u trgovini na malo od 27.5% u odnosu na period pre krize, sužen je prostor za delovanje društava za osiguranje. Kao posledica ovih kretanja, ukupna premija osiguranja u 2011. godini beleži nominalan rast od svega 1.4%,[13] odnosno realan pad, uz blagi oporavak u prvom kvartalu 2012. godine, kada je ostvaren njen i nominalan i realan rast. Budući pravac sektora osiguranja zavisiće od kapaciteta za uvećanje obima prodaje (specijalizacija za određene segmente osiguranja, promovisanje značaja osiguranja, poreske olakšice itd.), sniženje troškova sprovođenja osiguranja, fokusiranje društava za osiguranje na upravljanje rizicima i pripremu za nove regulatorne zahteve procene adekvatnosti kapitala.

3.3. Pokazatelji razvijenosti sektora osiguranja u Srbiji i struktura učesnika na tržištu

U 2008. godini učešće ukupne premije osiguranja u BDP-u ostalo je na nivou od 2006. godine – 1.8%, dok u Evropi taj pokazatelj iznosi čak 8%. U svetskim okvirima, Srbija je na 66. mestu. Zaključno sa trećim tromesečjem 2008. ukupna premija je čak 51% veća u odnosu na ukupnu premiju na kraju istog perioda 2005. godine, dok je bilansna suma nakon tri godine udvostručena. I pored snažnog rasta bankarskog sektora, sektor osiguranja zadržava udeo od oko 4.5% ukupnih sredstava finansijskog sistema.[14] Nerazvijenost sektora osiguranja u Srbiji bila je uslovljena jako niskim pokazateljima razvijenosti kao što su premija po stanovniku i učešće premije u bruto društvenom proizvodu. Prema premiji po stanovniku 2004. godine Srbija je bila na 70. mestu u svetu. U 2005. godini sektor osiguranja u Srbiji po stepenu razvijenosti jako je zaostajao za zemljama članicama Evropske unije. Prema učešću premije u BDP-u Srbija je zauzimala 58. mesto u svetu. Ukupna premija osiguranja je pokazala 10% porasta u odnosu na prethodnu godinu, a u strukturi premije većinsko učešće bilo je neživotnih osiguranja, skoro 90%. Narodna banka Srbije u 2007. godini nastavlja sa održavanjem stabilnosti tržišta osiguranja, zaštitom interesa osiguranika, obezbeđivanjem kvalitetnih usluga osiguranja. Životna osiguranja beleže porast od 7.7%. Srbija je zauzimala 72. mesto u svetu po ostvarenoj premiji, dok su samo tri zemlje – SAD, Japan i Velika Britanija, pokrivale više od polovine svetskog tržišta.

[12] *Statistički godišnjak Srbije 2012. godine*, Republički zavod za statistiku, Beograd

[13] *Izveštaj o stanju tržišta osiguranja 2011. godine,* Narodna banka Srbije

[14] *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu 2008. godine,* Narodna banka Srbije

Sektor osiguranja u Srbiji je, prema pokazateljima razvijenosti (udeo ukupne premije u BDP-u – insurance penetration i ukupna premija po stanovniku – insurance density), i dalje je nerazvijen i nalazi se znatno ispod proseka zemalja članica Evropske unije. Naime, prema učešću premije u procenjenom bruto domaćem proizvodu za 2011. godinu Srbija je sa 1.8% (u 2004. godini 1.6%) na 65. mestu na svetu, dok ovaj pokazatelj za 27 zemalja članica Evropske unije iznosi čak 7.9%.[15]

Tabela 3.3. Pokazatelji razvijenosti tržišta osiguranja za 2011. godinu

Podaci za 2011.g	Srbija	Hrvatska	Mađarska	Rumunija	Bugarska
BDP u mlrd. evra	30.3	45.3	90.5	134	38.5
Populacija u mil.	7.1	4.4	9.9	21.4	7.5
Uk. premija u mil. evra	562	1.230	2.940	1.880	830
Premija po stn.	79	279	294	88	110
% premije živ. osiguranja u uk. prem.	17	27	54	22	16
% premije u BDP	1.81	2.72	3.25	1.4	2.16
Broj društava za osiguranje	28	27	32	-	34
% 3 najveće komp. u prem. osiguranja	63	53	43	37	36

Izvor: Stanje tržišta osiguranja u Srbiji, KPMG Srbija, Beograd, mart 2012. godine

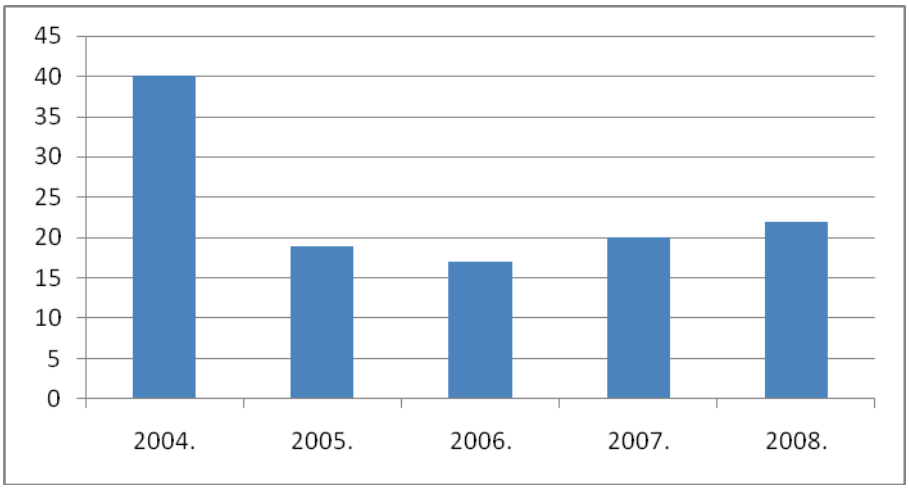
Međutim, u poređenju sa zemljama regiona centralne i istočne Evrope, kao i sa grupom zemalja u razvoju, može se zaključiti da je Srbija na solidnoj poziciji, imajući u vidu da se nalazi ispred zemalja kao što su Rumunija i Turska. Prema premiji po stanovniku u 2011. godini od 97 USD ili 75 evra (u 2004. godini 52 USD odnosno 38 evra) Srbija zauzima 66. mesto u svetu. Ovaj pokazatelj za 27 zemalja članica Evropske unije iznosi 2.716 USD, za zemlje regiona

[15]Grupa autora, *Banke i osiguranja u Srbiji 2001-2011 i poređenje sa zemljama regiona*, Edicija Biznis info grupe

centralne i istočne Evrope 274 USD, a za zemlje u razvoju 109 USD. Razvoj tržišta osiguranja u Srbiji meren rastom premije ukazuje na dalje usporavanje pozitivnih trendova. Ukupna premija u 2011. godini u odnosu na premiju u 2010. godini zabeležila je nominalni rast od 1.4% odnosno realni pad od 5.2%.

Broj društava za osiguranje u 2005. smanjen je sa 40 na 19. Četiri društva su pokrenula postupak dobrovoljne likvidacije, izvršeno je i jedno pripajanje. U 2006. godini poslovalo je 17 društava za osiguranje, od toga neka društva su se bavila i životnim i neživotnim osiguranjem, a jedno društvo i poslovima osiguranja i reosiguranja. Društva za osiguranje su bila u obavezi da do kraja 2007. godine razgraniče poslove životnog i neživotnog osiguranja, kao i osiguranja i reosiguranja. Broj društava za osiguranje je porastao na 20 društava. U prvom tromesečju 2012. godine u Srbiji je poslovalo 28 društava za osiguranje, od kojih su 24 društva pružala usluge osiguranja, a 4 usluge reosiguranja. Od društava koja su se bavila poslovima osiguranja samo usluge životnih osiguranja pružalo je 7 društava, samo usluge neživotnih 11 društava, a usluge i životnih i neživotnih osiguranja 6 društava.

Slika 3.3.1. Broj društava za osiguranje u Srbiji



Izvor: Narodna banka Srbije

Posmatrano prema vlasničkoj strukturi kapitala, od 19 društava u 2005. godini, 5 je u većinskom stranom vlasništvu, a 14 u domaćem od kojih su 2 u državnoj svojini, a 12 u privatnoj. I vlasnička struktura se vremenom menjala tako da je u 2006. godini 8 društava bilo u većinskom stranom, a 9 u domaćem vlasništvu. Najznačajnije promene u pogledu vlasništva zabeležene su u sektoru osiguranja. U prvoj polovini 2008. i formalno je ostvareno većinsko privatno vlasništvo na nivou sektora privatizacijom jedne od dve velike kompanije u društvenom vlasništvu u poslednjem tromesečju 2007. godine.[16] Posmatrano prema vlasničkoj strukturi, od 28 društava za osiguranje u prvom tromesečju 2012. godine, 21 društvo je u većinskom stranom vlasništvu, a 7 u većinskom domaćem vlasništvu. Isto stanje je zatečeno i na kraju trećeg kvartala 2012. godine. Procenjujući značajan potencijal rasta, strani investitori su, nakon izvršene stabilizacije sektora, iskazali veliko interesovanje za ulaganje u sektor osiguranja u Srbiji, o čemu svedoči i 13 greenfield licenci koje je NBS izdala od 2005. godine, kada je samo 5 društava bilo u većinskom stranom vlasništvu. Društva za osiguranje u stranom vlasništvu u trećem tromesečju 2012. godine beleže, kao i ranije, preovlađujuće učešće u: premiji životnih osiguranja sa 90.5%, premiji neživotnih osiguranja sa 57.1%, ukupnoj imovini sa 68.5% i u broju zaposlenih sa

[16] *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu 2008. godine,* Narodna banka Srbije

64.7%.[17] U prodajnoj mreži, osim društava za osiguranje, učestvuje i 19 banaka, 82 pravna lica, 107 preduzetnika i 13.851 fizičkih lica sa sertifikatom za zastupanje odnosno posredovanje.[18]

3.4. Koncentracija na tržištu

Koncentracija na tržištu merena Herfindahl Hirschmanovim indeksom sa vrednošću 1110 je u prvom tromesečju 2012. godine bila umerena, sa tendencijom kontinuiranog smanjivanja, dok je u periodu od 2004. do 2006. godine tržište karakterisala visoka koncentracija. Indeks tržišne dominacije izračunava se po formuli:

$D^H_k = CR^2_k / k + (1-CR)^2/N-k$; k=1,2,… ,N, gde je:

CR_k – racio koncentracije k vodećih konkurenata,

N – ukupan broj posmatranih učesnika na tržištu i

k – broj preduzeća koja čine oligopolističku grupu na relevantnom tržištu.

Visok nivo ovog pokazatelja implicira visok nivo tržišne koncentracije.

Tabela 3.4. Kretanje HH indeksa na tržištima osiguranja Srbije, Hrvatske i Slovenije u periodu 2004 – 2011. godine

Zemlja	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Srbija	2831.9	2270.2	2236.4	2050.6	1820.3	1641.1	1520.6	1551.2
Hrvatska	2052.5	1882.9	1721.3	1601.2	1551.3	1449.1	1397.6	1357.3
Slovenija	2495.2	2488.8	2291.9	2128.2	2118.9	2054.7.	1953.8	1784.3

Izvor: Komparativna analiza koncentracije tržišta osiguranja Srbije, Hrvatske i Slovenije, X Međunarodni simpozijum iz osiguranja, Tržište osiguranja u poslednjoj dekadi i perspektive razvoja

Nivo razvijenosti tržišta utiče i na strukturu prodajne mreže, pa je za tržišta u razvoju, kakvo je i Srbija, karakteristična velika zastupljenost tradicionalnih kanala prodaje – zaposlenih

[17] *Izveštaj za treće tromesečje 2012. godine,* Narodna banka Srbije

[18] *Sa stanjem na dan 20.11.2012. godine*

društava za osiguranje. U prilog tome govori i poređenje podataka o premiji pribavljenoj različitim kanalima distribucije – dok se 2004. godine gotovo celokupna premija odnosila na produkciju zaposlenih (93.7%), struktura premije po kanalima prodaje u 2011. godini značajno je drugačija. Iako zaposleni društava za osiguranje i dalje zauzimaju prvo mesto sa učešćem 69.8%, zastupnici i posrednici su svoj udeo povećali sa 6.3% u 2004. na 28.1%, dok je bankoosiguranje zastupljeno sa 2.1%.[19] Sa daljim razvojem tržišta može se očekivati povećanje značaja zastupnika i posrednika i bankoosiguranja koje bi trebalo da prati razvoj životnih osiguranja povezanih sa kreditima banaka.

Tabela 3.4.1. Pokazatelji koncentracije tržišta osiguranja Srbije, Hrvatske i Slovenije

Pokazatelj	Srbija	Hrvatska	Slovenija
Racio koncentracije CR_4	72.10%	59.69%	71.50%
Racio koncentracije CR_8	88.56%	77.72%	89.68%
Herfindal Hiršmanov indeks	1551.3	1357.4	1784.3
Horvat indeks	0.421	0.386	0.455
Gini koeficijent	0.703	0.636	0.662
Rozenblat indeks	0.025	0.023	0.032
Indeks dominacije D_k	0.139	0.112	0.147
Indeks dominacije k	3	1	1

Izvor: Komparativna analiza koncentracije tržišta osiguranja Srbije, Hrvatske i Slovenije, X Međunarodni simpozijum iz osiguranja, Tržište osiguranja u poslednjoj dekadi i perspective razvoja

Izračunate vrednosti pokazatelja koncentracije upućuju na zaključak da je tržište osiguranja Slovenije relativno najviše, a tržište Hrvatske relativno najmanje koncentrisano.

[19]Grupa autora, *Banke i osiguranja u Srbiji 2001-2011 i poređenje sa zemljama regiona*, Edicija Biznis info grupe

3.5. Pregled regionalnih tržišta osiguranja

U sektoru osiguranja, najveći igrači na tržištu su oni kojima je Adrija region domaće tržište. Među 10 najvećih osiguravajućih društava u regionu, tek tri pripadaju grupi koje imaju sedište van ovog regiona. Na tržištu Adrija regiona primetan je pad premije, što je verovatno posledica ekonomske krize koja je uticala na veću štednju na troškovima osiguranja.[20] Pad kupovne moći građana najviše je pogodio životno osiguranje koje ima karakteristike štednje i dugoročnog je karaktera.

Slovenija

Slovenačko tržište je najrazvijenije u regionu prema pokazateljima učešća bruto premije u BDP-u, to jest bruto premije po stanovniku. Slovenija na osnovu ovih pokazatelja prednjači u odnosu na ostala tržišta Adrija regiona. Još jedan pokazatelj razvijenosti tržišta je rasprostranjenost životnog osiguranja, zbog njegove štedne komponente i višeg raspoloživog dohotka, pa je u tom pogledu Slovenija prva u poređenju sa zemljama regiona. Najveće osiguravajuće društvo u Sloveniji je Triglav, a četiri osiguravajuća društva iz Slovenije nalaze se u prvih pet najvećih Adrija regiona.

Hrvatska

Hrvatsko tržište osiguranja je drugo po veličini i po razvijenosti u Adrija regionu. Međutim, pad premije osiguranja desio se u iznosu od 1.8% mereno u lokalnoj valuti u 2010. godini, pri čemu je nešto izraženiji pad kod neživotnih osiguranja. Ovaj trend je, prema HUOD-u, nastavljen i u narednoj godini i iznosio je oko 1.6%, a kod životnih 1.3% u 2011. godini. Što se tiče koncentracije tržišta, prvih pet osiguravajućih društava drži 2/3 ukupnog tržišta, što impilicira veliku segmentaciju tržišta osiguranja uzimajući u obzir broj osiguravajućih društava u Hrvatskoj. Veliki broj društava za osiguranje je produkt percepcije da Hrvatska ima potencijal u vidu konvergencije sa EU i daljeg privrednog rasta, čime je postavljen srednjoročni cilj dostizanja statistike kakvu ima Slovenija. Najveće društvo za osiguranje je Croatia osiguranje, a zatim Euroherc i Allianz.

[20] Deloitte-ovih 15 najvećih (2011), *Vodeće banke i osiguravajuća društva u Adrija regionu*, Beograd

Srbija

Srbiju karakteriše veliki broj osiguravajućih društava, pa u odnosu na premiju na tržištu, samim tim i velika konkurencija u poređenju sa Hrvatskom i Slovenijom. Razlozi velikog broja društava na tržištu su uverenje da srpsko tržište ima veliki privredni potencijal, broj stanovnika i niska penetracija osiguravajućih usluga, čime postoje znatni potencijali rasta u industriji osiguranja.[21] Najveće društvo je Dunav osiguranje, pa zatim Delta Generali i DDOR Novi Sad.

Bosna i Hercegovina

Gledajući glavne pokazatelje razvijenosti tržišta osiguranja, BiH je na nivou Srbije i Crne Gore, ali zbog specifične regulative i organizacije odlikuje ga veliki broj osiguravajućih društava. Prema ukupnoj premiji sektor osiguranja je nešto veći u Federaciji od onog u Republici Srpskoj. Najveće društvo je Sarajevo - osiguranje, a slede ga Bosna - Sunce i Euroherc.

Crna Gora

U Crnoj Gori tržištem dominiraju osiguravajuća društva u stranom vlasništvu. Crnogorsko tržište je ujedno i najmanje u regionu Adrije sa ukupnom brutom premijom od 62,5 miliona evra.[22] Daljom konvergencijom privrede sa privredom razvijenijih zemalja, realno je očekivati dalje jačanje osiguravajućeg sektora. Vodeće osiguranje sa preko 50% tržišnog udela je Lovćen u vlasništvu Triglav grupe, a slede ga Sava Montenegro i lokalna članica Đenerali grupe.

Makedonija

Makedonija ima najmanje tržište osiguranja i najmanje razvijeno, što pokazuje udeo bruto premije u BDP-u. Međutim, za razliku od ostalih tržišta, u prošloj godini je ostvarilo rast ukupnih premija po stopi od 4.8%. Najveći rast je ostvarilo Croatia osiguranje u segmentu neživotnih osiguranja gde je premija porasla čak 4 puta iako sa vrlo niske baze.[23] Najveće osiguranje je Vardar, član Triglav grupe, a slede ga Sava i Tabak.

[21] Deloitte-ovih 15 najvećih (2011), *Vodeće banke i osiguravajuća društva u Adrija regionu*, Beograd
[22] Isto
[23] Isto

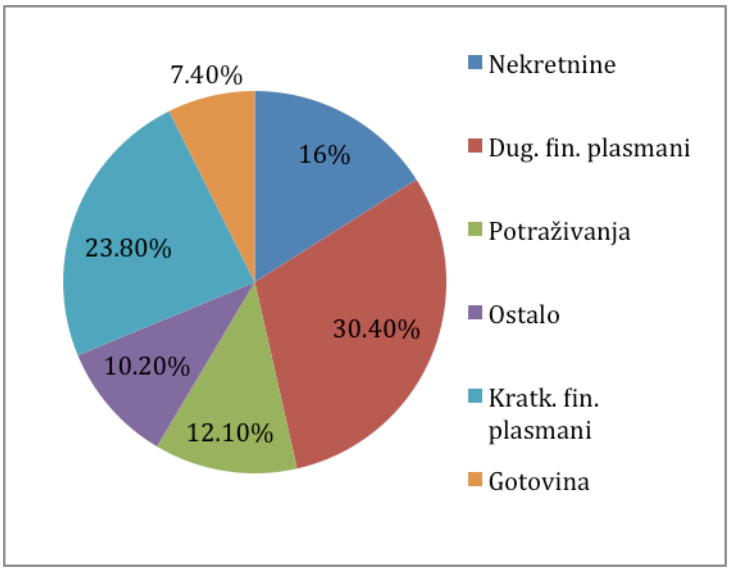
3.6. Struktura imovine i obaveza društava za osiguranje u Srbiji i pokazatelji poslovanja

U ukupnom finansijskom sektoru pod nadzorom Narodne banke Srbije (banke, finansijski lizing, osiguranje i dobrovoljni penzioni fondovi) osiguranje po bilansnoj sumi, kapitalu i broju zaposlenih zauzima drugo mesto sa učešćem u bilansnoj sumi od svega 4.4%. Bilansna suma društava za osiguranje povećana je u trećem tromesečju 2012. godine na 140,7 mlrd. dinara i to za 13.4% u odnosu na isti period prethodne godine, a oko 4,2 puta je veća od bilansne sume na kraju 2004. godine. U strukturi aktive društava za osiguranje, na kraju trećeg tromesečja 2012. godine, na stalnu imovinu se odnosi oko 50.8% (od čega na dugoročne finansijske plasmane 35.3%, a 14.2% na nekretnine), a na obrtnu imovinu 49.2% (od čega na kratkoročne finansijske plasmane 21%, a na potraživanja 12.6%). U poređenju sa trećim tromesečjem 2011. godine, kada je učešće obrtne imovine iznosilo 52.2% (od čega kratkoročni finansijski plasmani 23.8%, a potraživanja 12.1%), a stalne imovine 47.8% (od čega dugoročni finansijski plasmani 30.4%, a nekretnine 16%), zaključuje se da su dugoročni finansijski plasmani ostvarili znatan rast u trećem tromesečju 2012. po stopi od 31.5%, zadržavajući dominantno učešće u aktivi. Istovremeno uočljiv je blag rast učešća potraživanja u okviru obrtne imovine, kao i pad učešća nekretnina u okviru stalne imovine.

U strukturi pasive na dan 30.09.2012. godine tehničke rezerve iskazuju preovlađujuće učešće od 64.4%, a kapital i rezerve 23.5%. U trećem tromesečju 2012. godine zadržano je preovlađujuće učešće izdvajanja sredstava u tehničke rezerve. Dok kapital u iznosu od 32,6 mlrd. dinara, u trećem tromesečju 2012. beleži rast po stopi od 1.9%, tehničke rezeve, u iznosu od 89,6 mlrd. dinara, u posmatranom periodu beleže rast od 18.8%, pri čemu je najznačajnije učešće u ovim rezervama imala matematička rezerva sa stopom rasta od 34.1%.[24]

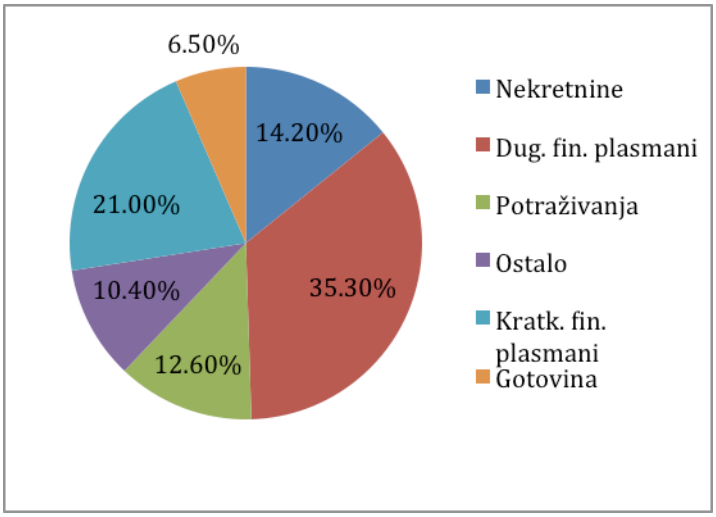
[24] *Izveštaj za treće tromesečje 2012. godine,* Narodna banka Srbije

Grafikon 3.6. Struktura aktive na dan 30.09.2011.



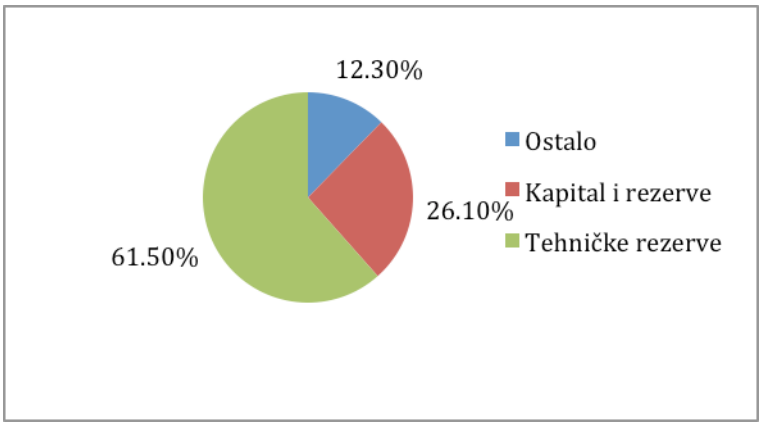
Izvor: Izveštaj o trećem tromesečju 2012, NBS, novembar 2012, strana 8

Grafikon 3.6.1. Struktura aktive na dan 30.09.2012.



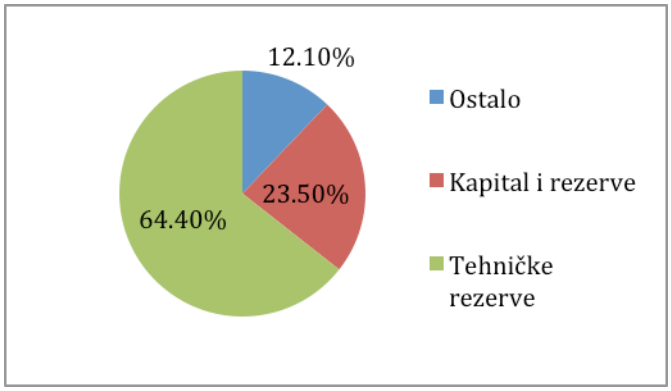
Izvor: Izveštaj o trećem tromesečju 2012, NBS, novembar 2012, strana 8

Grafikon 3.6.2. Struktura pasive na dan 30.09.2011.



Izvor: Izveštaj o trećem tromesečju 2012, NBS, novembar 2012, strana 8

Grafikon 3.6.3. Struktura pasive na dan 30.09.2012.



Izvor: Izveštaj o trećem tromesečju 2012 , NBS, novembar 2012, strana 8

Margina solventnosti na dan 30.09.2012. godine iznosila je 16,5 mlrd. dinara, a garantna rezerva 28,8 mlrd. dinara. Na nivou svih društava u Srbiji koja se bave pretežno neživotnim osiguranjem, odnos garantne rezerve i margine solventnosti iznosio je 181.29%, a kod društava koja se pretežno bave životnim osiguranjem 178.39%.[25] Učešće nematerijalnih ulaganja, nekretnina, plasmana u HoV kojima se trguje na tržištu i potraživanja u ukupnoj aktivi društava koja se pretežno bave poslovima neživotnih osiguranja u 2011. godini i trećem tromesečju 2012. godine iznosi 38.09% i 35.03% respektivno, što ukazuje da sposobnost društva da izmiri svoje

[25] *Izveštaj za treće tromesečje 2012.* godine, Narodna banka Srbije

obaveze nije mnogo promenjena. Kod društava koja se pretežno bave poslovima životnih osiguranja navedeno učešće je na zadovoljavajućem nivou, uz zabeleženo smanjenje sa 8.01% u 2011. godini na 4.81% u trećem tromesečju 2012. godine. Na promenu vrednosti tog pokazatelja u tim društvima uticao je nominalni pad navedenih oblika aktive.

Tabela 3.6.4. Bilansna suma društava za osiguranje na dan 30.09.2012. godine u milionima dinara

Naziv društva	Bilansna suma	Naziv društva	Bilansna suma
Dunav osiguranje	30.220	Milenijum	1.978
Delta osiguranje	24.056	DDOR Re	1.316
DDOR	16.405	Merkur	1.189
Wiener	15.014	AS	1.120
Grawe	11.838	Globos	1.015
Uniqa neživotno	4.841	Basler neživotno	986
Takovo	4.171	Energoprojekt	969
Uniqa	4.063	Axa neživotno	775
Triglav	3.867	Sogaz	750
Wiener Re	3.289	Axa životno	579
Dunav Re	2.845	Basler životno	460
Sava	2.721	Societe Generale	412
AMS	2.582	MetLife	411
Delta Re	2.449	Sava životno	349

Izvor: Izveštaj o trećem tromesečju 2012, NBS, novembar 2012, strana 7

Pored adekvatnog formiranja nivoa tehničkih rezervi, društvo je dužno da vrši ulaganje sredstava zavisno od vrste osiguranja koje obavlja, vodeći računa o ročnosti obaveza, profitabilnosti i disperziji ulaganja, radi obezbeđenja zaštite interesa osiguranika i trećih oštećenih lica, odnosno blagovremene isplate šteta. U društvima koja se pretežno bave poslovima neživotnih osiguranja, nakon pokrivenosti tehničkih rezervi tokom 2011. godine, u prvom tromesečju 2012. godine uočava se nepotpuna pokrivenost tehničkih rezervi. Prema podacima

koje društva za osiguranje dostavljaju NBS, takav trend se nastavlja pošto pokrivenost tehničkih rezervi propisanim oblicima aktive u trećem tromesečju 2012. godine iznosi 95.31%, dok je u 2011. godini iznosila 99.35%.[26] U društvima koja se pretežno bave poslovima životnih osiguranja pokrivenost tehničkih rezervi propisanim oblicima aktive u trećem tromesečju 2012. godine iznosi 100.65%, dok je u 2011. iznosila 101.51%.[27] Ukupno gledano, za sva društva koja se bave poslovima osiguranja, tehničke rezerve neživotnih osiguranja u trećem tromesečju 2012. najvećim delom bile su pokrivene državnim hartijama od vrednosti sa 32%, deponovanjem kod banaka sa 23%, gotovinom sa 12%, investicionim nekretninama sa 10% i potraživanjima za nedospele premije osiguranja sa 8%. U strukturi pokrića tehničkih rezervi životnih osiguranja, najzastupljenije je ulaganje u hartije od vrednosti sa 85%, a zatim sledi deponovanje kod banaka sa 8%.

Da bi društvo bilo u stanju da odgovori obavezama, ono mora da vodi računa o usklađenosti sredstava i obaveza po ročnosti, kao i o utrživosti i kvalitetu svojih sredstava.[28] S obzirom na to da su visina i trenutak nastanka pojedinačnih šteta neizvesni, društvo mora pažljivo da planira strukturu svojih sredstava, pre svega za izmirenje obaveza po štetama, a onda i ostalih svojih obaveza. U društvima koja se pretežno bave poslovima neživotnih osiguranja pokazatelj usklađenosti kratkoročnih sredstava (obrtna imovina umanjena za zalihe) i kratkoročnih obaveza u trećem tromesečju 2012. godine iznosi 100.64%, a u 2011. godini 105.17%.[29] U društvima koja se pretežno bave poslovima životnih osiguranja pokazatelj usklađenosti kratkoročnih sredstava (obrtna imovina umanjena za zalihe) i kratkoročnih obaveza u trećem tromesečju 2012. godine iznosi 304.6%, dok je u 2011. godine iznosio 179.77%.[30]

[26] *Izveštaj za treće tromesečje 2012. godine*, Narodna banka Srbije

[27] Isto

[28] Avdalović V. (2007), *Osiguranje*, Beogradska Bankarska Akademija, Beograd, str. 59

[29] *Izveštaj za treće tromesečje 2012. godine*, Narodna banka Srbije

[30] Isto

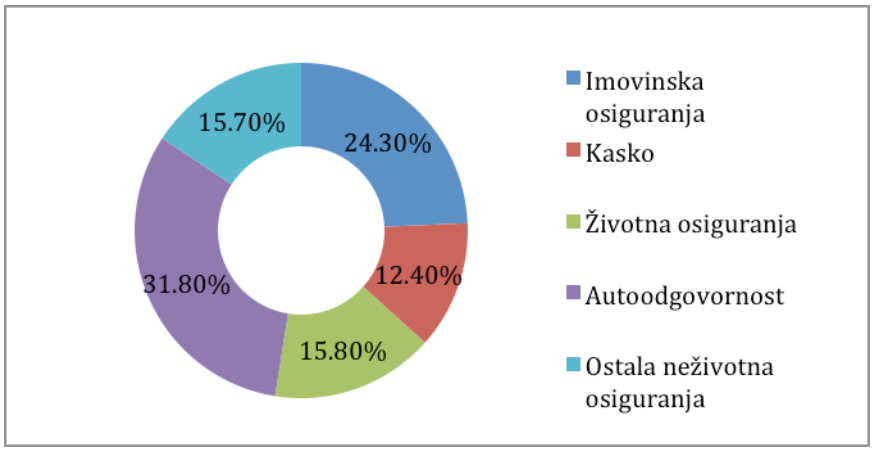
3.7. Struktura portfelja

Ukupna premija u prvom tromesečju 2012. godine je iznosila 14,9 mlrd. dinara, što predstavlja porast od 3,9% u odnosu na isti period prethodne godine. Ukupna premija u periodu od 1. januara do 30. septembra 2012. godine iznosila je 47,5 mlrd. dinara (413 mln. evra ili 534 mln. Dolara),[31] što predstavlja porast od 6.7% u odnosu na isti period prethodne godine. U 2011. godini društva za osiguranje su ostvarila ukupnu premiju u visini od 57,3 mlrd. dinara, što je 2,5 puta više od 22,6 mlrd. dinara, koliko je iznosila premija u 2004. godini.

U strukturi premije u prvom tromesečju 2012. godine učešće neživotnih osiguranja iznosilo je 82.8%, dok je učešće životnih osiguranja dostiglo 17.2%. Struktura premije u prvom tromesečju 2012. godine je slična strukturi u istom periodu 2011. godine uz beleženje najvećeg učešća osiguranja od autoodgovornosti u ukupnoj premiji od 27.6%, iza kojeg slede osiguranje imovine od požara i drugih opasnosti i ostalih osiguranja imovine – imovinska osiguranja sa 27.3% i osiguranje motornih vozila – kasko sa 11.0%. U strukturi premije, učešće neživotnih osiguranja iznosilo je 82.4%, a učešće životnih osiguranja 17.6%. Porast učešća životnih osiguranja sa 15.8% u istom periodu prethodne godine rezultat je porasta tih osiguranja od 18.9%. Struktura premije u periodu od 1. januara do 30. septembra 2012. godine slična je strukturi u istom periodu 2011. godine. Pritom je najveća upotreba učešća osiguranja od odgovornosti u ukupnoj premiji od 30.5% zbog upotrebe motornih vozila, zatim slede osiguranja imovine od požara i drugih opasnosti i ostala osiguranja imovine – imovinska osiguranja sa 24.5% i osiguranje motornih vozila – kasko sa 11.3%.

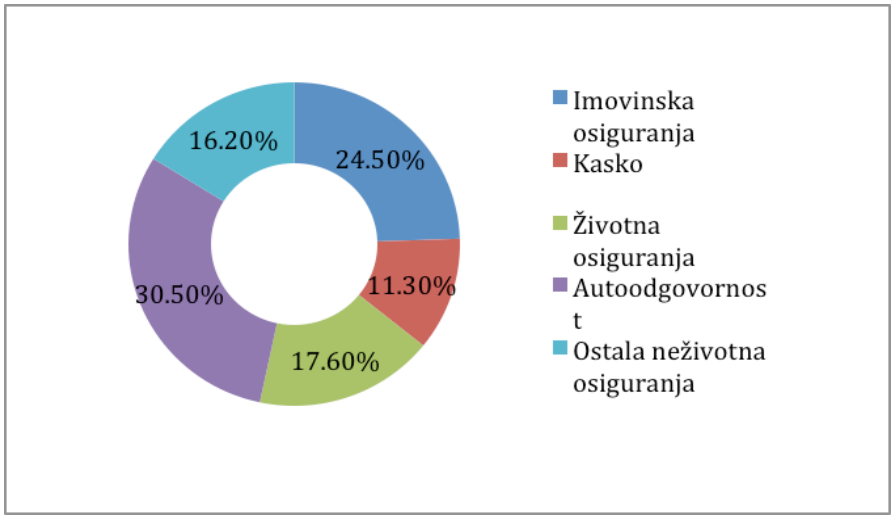
[31] *Po srednjem kursu NBS na dan 30.09.2012. godine*

Grafikon 3.7. Ukupna premija prema vrstama osiguranja na dan 30.09.2011. godine



Izvor: Izveštaj o trećem tromesečju 2012., NBS, novembar 2012. godine, strana 5

Grafikon 3.7.1. Ukupna premija prema vrstama osiguranja na dan 30.09.2012. godine



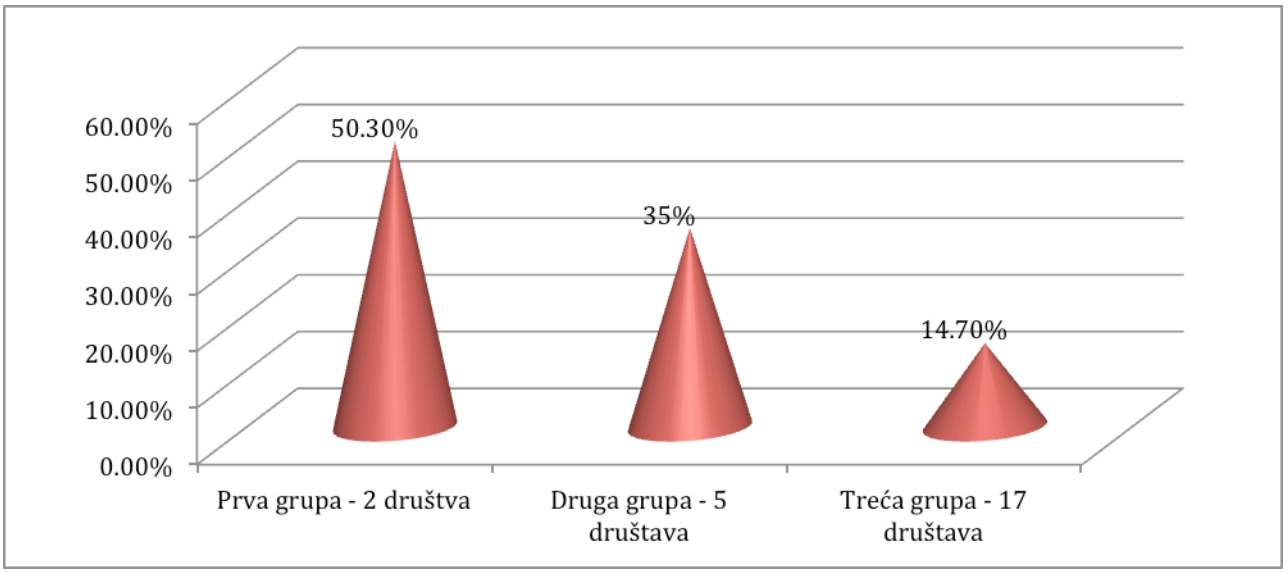
Izvor: Izveštaj o trećem tromesečju 2012., NBS, novembar 2012. godine, strana 5

Efekti finansijske krize su se u prethodnom periodu odrazili na strukturu portfelja osiguranja, kroz manji pad učešća neobaveznih neživotnih osiguranja, kao što su imovinska osiguranja i osiguranje motornih vozila – kasko, dok je premija obaveznog osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe motornih vozila u većini perioda nastavila da beleži rast. Segment životnih osiguranja, iako i dalje nedovoljno razvijen, u prethodnom periodu je, uprkos efektima krize beležio dinamičan rast i na kraju 2011. godine dostigao učešće u ukupnoj premiji od 17.4%.

Premija životnih osiguranja, u poređenju sa 2004. godinom, porasla je gotovo šest puta i to sa 1,7 mlrd. dinara u 2004. na gotovo 10 mlrd. dinara na kraju 2011. godine, dok je matematička rezerva u istom periodu porasla 18 puta i to sa 1,7 na 30,7 mlrd. dinara. Premija neživotnih osiguranja je u periodu od 1. januara do 30. septembra 2012. godine beležila rast od 4.4% u odnosu na isti period 2011. godine. Premija imovinskih osiguranja i premija obaveznog osiguranja od autoodgovornosti ostvarile su rast od 7.5%, odnosno 2.5%, dok je premija osiguranja motornih vozila – kasko ponovo zabeležila pad, ovog puta od 3.3%.

Grupisanje društava za osiguranje prema učešću u ukupnoj premiji izvršeno je u tri grupe – prvu grupu čine dva društva sa preko 15% u ukupnoj premiji, drugu pet društava sa učešćem manjim od 15% i treću sedamnaest društava sa manje od 3%. To ukazuje na smanjenje koncentracije portfelja u odnosu na isti period prethodne godine, kada je prva grupa od tri društva pokrivala 64.8% tržišta, druga koju je činilo pet društava 24.1% i treća koju je činilo petnaest društava 11%.

Grafikon 3.7.2. Učešće u ukupnoj premiji po peer grupama u trećem tromesečju 2012.



Izvor: Izveštaj o trećem tromesečju 2012., NBS, novembar 2012. godine, strana 6

Broj novih ugovora zaključen tokom 2011. godine povećan je za 4.4% u odnosu na 2010. godinu, a broj ugovora kod kojih je došlo do prestanka plaćanja osiguranja smanjen je u 2011. godini u poređenju sa prethodnom godinom. Tako je racio raskida smanjen sa 12.3% u 2010. na

9.9% u 2011. godini, a racio otkupa sa 5.0% na 4.1%, što je pokazatelj stabilnosti tržišta životnih osiguranja uprkos poslovanju u otežanim ekonomskim uslovima.

3.8. Osiguranje od prirodnih katastrofa – nedovoljno razvijen segment tržišta

Katastrofalni rizici predstavljaju rizike niske frekvencije i visokog intenziteta, tj. relativno retko se događaju, ali kada nastanu, štete su izrazito velike. Prema podacima Swiss Re, ukupne štete nastale usled katastrofalnih rizika u svetu u 2011. godini iznosile su 370 mlrd. USD, od čega su troškovi osiguravača bili 116 mlrd. USD. To je godina sa najvećim ukupnim štetama od kada se prate podaci, a druga najskuplja godina od kada se posmatraju troškovi osiguravača. U 2010. godini područja u regionu jugoistočne Evrope su najviše bila izložena rizicima poplave i zemljotresa, sa značajnim gubicima. Tako, na primer, šteta nastala kao posledica zemljotresa u Srbiji u martu 2010. godine iznosila je 143 mil. USD (više od 6.000 zgrada oštećeno, sa povređenima i ljudskim žrtvama). Takođe, šteta koju je nanela poplava u Bosni i Hercegovini iz juna 2010. godine iznosila je 87 mil. USD (4.000 poplavljenih domaćinstava), šteta koju je nanela poplava u Hrvatskoj i Sloveniji u septembru 2010. godine iznosila je 174 mil. USD (30.000 hektara oranica poplavljeno, veliki broj poplavljenih kuća, sa ljudskim žrtvama), a šteta usled poplave iz novembra/decembra 2010. godine koja je pogodila Hrvatsku, Bosnu i Hercegovinu i Albaniju iznosila je 456 mil. USD (3.400 ljudi ostalo bez kuća, sa ljudskim žrtvama). Nasuprot svetskim trendovima i izloženosti regiona riziku zemljotresa, poplave i suše, osiguranje od katastrofalnih rizika je u Srbiji nerazvijeno, sa skromnih 0.9% učešća premije osiguranja od katastrofalnih rizika u ukupnoj premiji neživotnih osiguranja u 2011. godini. U cilju smanjenja posledica prirodnih nepogoda i obezbeđenja bolje zaštite, pre svega, poljoprivrednika, domaćinstava, malih i srednjih preduzeća, Srbija je pristupila regionalnom Projektu osiguranja od prirodnih nepogoda za jugoistočnu i centralnu Evropu (SECE CRIF) koji je pokrenula Svetska banka. Smisao ovog Projekta je obezbeđenje pouzdanog osiguranja od pomenutih rizika, po dostupnim cenama, što bi istovremeno doprinelo i razvoju sektora osiguranja. Cena bi, između ostalog, zavisila od postignute masovnosti prodaje. Ilustracije radi, osiguranje stana od zemljotresa bi po dosadašnjim procenama iznosilo oko 2.500 dinara godišnje. S druge strane, Projekat bi imao značajnu ulogu u smanjenju fiskalne izloženosti države

prirodnim nepogodama, prenošenjem rizika od elementarnih nepogoda na sektor osiguranja i reosiguranja.

3.9. Uvođenje stuba II penzionog osiguranja u Srbiji

Reforma penzijskih sistema jedna je od najprisutnijih i ujedno najosetljivijih tema ukupnih reformskih procesa poslednjih decenija i u razvijenim i u tranzicionim zemljama. Dugoročni pritisak starenja stanovništva i produženje životnog veka, potreba da se smanji, odnosno dodatno predupredi siromaštvo među starima, neophodnost da se smanje fiskalni pritisci i pojeftini radna snaga, neadekvatnost pojedinih penzijskih šema i rešenja, snažni su pokretači reformi. Sa druge strane, postoje veliki otpori promenama, ne samo od strane penzionera, već često i od celokupne radne populacije. U razvijenim zemljama ove promene su najčešće praćene burnim štrajkovima i protestima, dok su se u zemljama u tranziciji promene uglavnom odvijale paralelno sa drugim reformama u društvu, ponekad i bez dovoljno shvatanja o njihovom značaju ili snage da se iskaže organizovani otpor u atmosferi opšte nesigurnosti i gubitka ne samo zaposlenja, već i mnogih dotadašnjih socijalnih privilegija. Reforme mogu da podrazumevaju samo parametarske promene, u smislu povećanja doprinosa ili smanjenja penzija; zatim, mogu dublje da zadru u pravila određivanja visine pojedinačnih penzija, nastojeći da ih u što većoj meri usklade sa visinom uplaćenih doprinosa; i najzad, da podrazumevaju uvođenje suštinski drugačijih penzijskih sistema.

U zemljama u tranziciji reforme su najčeće bile koncipirane uz podršku Svetske banke u okviru tzv. tri stuba. Tipične reforme u modelu tri stuba podrazumevaju parametarske izmene prvog stuba (tekućeg, državnog PAYG – pay as you go - sistema), uvođenje drugog stuba kroz obaveznu dodatnu štednju mlađih osiguranika kod privatnih penzijskih fondova i razvoj dobrovoljnog penzijskog osiguranja, kao trećeg stuba penzijskog sistema. Po ugledu na zemlje u tranziciji i u Srbiji je tokom sveobuhvatne reforme penzijskog sistema u periodu 2001-2003. razmatrana mogućnost uvođenja obavezne štednje u privatnim penzijskim fondovima – tzv. drugog stuba, po terminologiji Svetske banke. Ova ideja je tada odbačena iz više razloga. U uslovima velikih nasleđenih dugova prema penzionerima i već visokog deficita u prvom stubu,

najpre je procenjeno da bi tranzicioni troškovi[32] uvođenja drugog stuba bili previsoki. Drugi važan razlog je svakako bila nerazvijenost finansijskih tržišta u Srbiji i činjenica da privatni fondovi ne bi ni imali gotovo nikakav izbor za investiranje.

Takođe, država nije imala adekvatan administrativni kapacitet za nadzor i kontrolu penzijskih fondova. Najzad, u to vreme već su se pojavile i prve sumnje u efekte drugog stuba i prve analize nedovoljno ubedljivih prednosti njegovog uvođenja u drugim zemljama u tranziciji. Otuda su se reforme u prvom talasu zadržale na promenama državnog sistema baziranog na tekućem finansiranju, a 2006. godine formalno je uvedena i dobrovoljna komponenta penzijskog sistema. Iako je za penzijsku reformu potrebno mnogo vremena da bi se sagledali svi njeni efekti, sada već postoji desetogodišnje iskustvo nekoliko zemalja u tranziciji i još duže iskustvo zemalja Latinske Amerike (posebno Čilea) koje su uvele ovu komponentu u svoje penzijske sisteme. Takođe, akademska rasprava o ovoj temi poslednjih godina se intenzivirala, uključujući i raspravu unutar međunarodnih organizacija, kao što je Svetska banka, koja je i bila promoter ovog sistema.

Način finansiranja - fundirani ili tekući (PAYG)

Tekuće, PAYG *(pay-as-you-go)* finansiranje penzija podrazumeva da se penzije finansiraju iz doprinosa koji uplaćuju sadašnje generacije zaposlenih, koje na taj način stiču pravo da njihove penzije budu finansirane iz doprinosa budućih generacija. Uprošćeno govoreći, tzv. penzijski fondovi koji su uspostavljeni u ovakvim sistemima nisu fondovi već predstavljaju samo neku vrstu prolaznog računa, koji se periodično puni prikupljanjem sredstava od doprinosa i prazni usled isplate penzija. Stopa prinosa na doprinose koji se uplaćuju u PAYG sistemu jednaka je rastu prosečnih zarada i rastu stanovništva. Preciznije, *interna stopa prinosa PAYG* sistema jednaka je stopi rasta mase doprinosa – rast prosečnih zarada i rast zaposlenosti. Nasuprot PAYG sistemu, postoje fundirani sistemi u kojima se prikupljeni doprinosi investiraju na tržištu kapitala. Stopa prinosa fundiranih sistema jednaka je neto stopi prinosa na hartije od vrednosti u koje se doprinosi ulažu. PAYG sistemima po pravilu upravlja država, dok se fundirani vezuju za privatno upravljanje, iako postoje i fundirane komponente u okviru javnih sistema. I pored sve veće popularnosti fundiranih sistema, danas dominantno mesto u svetu i dalje imaju javni PAYG

[32] Tranzicioni troškovi u ovom slučaju postoje prilikom prelaska pay-as-you-go sistema na obavezni privatni sistem penzionog osiguranja

sistemi. Razlozi za svojevremenu popularnost PAYG sistema bili su brz populacioni rast, relativno mlado stanovništvo, brz ekonomski napredak i mlada faza penzijskih šema, pa su prinosi u PAYG sistemu bili vrlo visoki, posebno za prve generacije.

Neke zemlje su u tom periodu delimično fundirale svoje javne penzijske fondove stvaranjem značajnijih rezervi u kapitalu, kroz propisivanje viših stopa doprinosa u ranim fazama razvoja PAYG sistema, tj. onda kada su stope mogle da budu veoma niske. Pojedine zemlje su u tome uspele (SAD, na primer), pojedine nisu (neke zemlje u razvoju, a zbog lošeg upravljanja tim rezervama u vreme inflacije), dok se Srbija držala čistog PAYG sistema, pa je i u ranim fazama uspostavljanja sistema držala vrlo niske stope doprinosa, da bi kasnije bila prinuđena da ih podiže na sve viši nivo. U međuvremenu, demografska tranzicija, zrelost PAYG sistema, pa i usporavanje ekonomskog rasta a time i rasta zarada, doveli su do značajnog pada interne stope prinosa PAYG-a. U isto vreme, prinosi na tržištu kapitala bili su vrlo visoki. Stoga dolazi do popularnosti fundiranih sistema, posebno polovinom 90-ih godina. Međutim već krajem 90-ih dovode se u pitanje prednosti prelaska na fundirane sisteme. Danas se vodi teorijska i empirijska diskusija na temu prednosti i nedostataka oba načina finansiranja.

Ono što se u Srbiji obično smatra receptom za penzionu reformu je tzv. model Svetske banke sa tri stuba. Specifičnost ovog modela su obavezni privatni penzijski fondovi, koji postoje uz PAYG sistem i dobrovoljnu privatnu štednju. Komponenta obavezne individualne štednje u privatnim penzijskim fondovima često se naziva *sistemom individualnih računa.* Iako je i sama Svetska banka revidirala ovaj model, kod nas je i dalje uvreženo mišljenje da reforma penzijskog sistema nije sprovedena s obzirom na to da ne postoje sva tri stuba. Ukratko, model se sastoji od sledećih stubova:

I stub – Javni obavezni

Obavezan, finansira se po principu tekućih prihoda i rashoda (*pay-as-you-go)*, penzija je unapred definisana (*defined-benefit*), a prihodi se obezbeđuju namenskim oporezivanjem (doprinosima) od strane države. Ovim stubom upravlja država, dakle upravljanje je *centralizovano*. Ovaj stub obezbeđuje redistributivnu funkciju – međugeneracijsku solidarnost.

II stub – Obavezni privatni

Drugi stub predstavlja obaveznu štednju kojom upravljaju privatni penzioni fondovi. Upravljanje ovim stubom penzionog sistema obično je *decentralizovano* na privatne kompanije. Penzija iz drugog stuba zavisi od uplaćenih doprinosa i sposobnosti izabranog fonda da ih dodatno uvećava (*defined contribution*), a rizik snosi korisnik.

III stub – Dobrovoljni privatni

Treći stub predstavlja dobrovoljnu štednju kojom upravljaju privatni penzioni fondovi i on predstavlja dopunu penzija iz prvog i drugog stuba. I kod ovog modela finansijski rizik snosi korisnik.

Stanje u Srbiji

Starenje stanovništva je demografska realnost Srbije, kao i većine zemalja u svetu. Demografsko starenje je i jedan od osnovnih motiva za pokretanje penzijskih reformi. Pitanje je, naravno, da li uvođenje individualnih štednih računa u penzijski sistem predstavlja rešenje za sve veći udeo stare populacije. Odgovor na ovo pitanje potvrdan je samo u slučaju da uvođenje privatnih fundiranih sistema u penzijski sistem podstiče štednju i investicije i da zahvaljujući boljem uređenju tržišta rada i kapitala obezbeđuje veću proizvodnju u budućnosti. Iskustva drugih zemalja koje su se na ovaj eksperiment odlučile su različita, a ni na teorijskom planu ne postoje čvrsti zaključci. Međutim, treba naglasiti da nepovoljan odnos između broja onih koji uplaćuju doprinose i broja penzionera u Srbiji danas nije pretežno rezultat demografskog starenja već, pre svega, visoke nezaposlenosti i rasprostranjene sive ekonomije.

Da bi penzije generacija koje su danas ekonomski aktivne uvođenjem II stuba bile više, potrebno je da se sredstva na individualnim računima usled investicionih prihoda uvećavaju više nego što penzije rastu prema penzijskoj formuli u PAYG sistemu. Teorijski argumenti upućuju da bi u redovnim uslovima, na duži rok i u dinamično efikasnoj privredi, realna kamatna stopa morala biti viša od stope privrednog rasta i od rasta zarada. Visina penzija iz II stuba zavisi od administrativnih troškova privatnih penzijskih fondova, koji po prirodi stvari moraju da budu viši

nego za centralizovani jedinstveni državni fond. Njihova visina u konkretnim uslovima zavisi od konkurencije, a može se umanjiti centralizovanjem nekih delova administrativnih procedura. U Srbiji se ne može očekivati da usled konkurencije administrativni troškovi budu niski jer se u malim zemljama, kao što i iskustva drugih zemalja pokazuju, ovo tržište po pravilu brzo monopoliše, omogućavajući održanje naknada na višem nivou, sa visokim profitima za administratore.

Poseban problem stvaraju ozbiljne finansijske krize, kao što je ova sadašnja, kada vrednost kapitala akumuliranog u penzijskim fondovima drastično opadne. Tako je u SAD za pola godine vrednost akcija prepolovljena, dok je u Srbiji pad bio daleko veći. Za poslednje dve godine vrednost indeksa Beleks je opala na jednu desetinu vrednosti. Takav gubitak vrednosti ima razne nepovoljne posledice. Prvo, pojedinci koji se penzionišu tokom krize nužno imaju znatno niže penzije nego oni koji se penzionišu pre krize, jer je vrednost kapitala na njihovom računu manja. Drugo, finansijska institucija koja isplaćuje penzije (penzijski fond ili osiguravajuće društvo za rentnu polisu) ulazi u krizu, jer su njene obaveze ostale iste, a vrednost njenog kapitala je bitno smanjena. Naravno, može se očekivati da berza posle nekog vremena počne da raste i da se na taj način finansijske institucije učine solventnim, ali to ne mora uvek da bude slučaj: japanska berza, na primer, posle znatnog pada početkom 1990-ih godina nije se oporavila, nego je stagnirala sve do poslednje krize, dakle više od petnaest godina.

Zagovornici ideje II stuba i u Srbiji pre svega ukazuju na problem visokih rashoda za penzije i veliki deficit u državnom penzijskom fondu. Glavni argument za uvođenje II stuba je smanjenje javnih rashoda za penzije. Ali javni rashodi za penzije mogu da se smanje tek kada počnu da se isplaćuju penzije iz oba sistema, i to pod uslovom da je II stub ispunio minimum za koji država garantuje. To je upravo i momenat kad tranzicioni trošak počinje da se smanjuje. U zemljama kao što je Srbija, koje imaju zreo PAYG sistem, sa velikim brojem penzionera, pojavljuje se, kao što je već naglašeno, visok tranzicioni trošak. Implicitni (bruto) tranzicioni trošak za Srbiju iznosio bi između 0.6% i 1.7% BDP-a[33] godišnje i trajao bi više od 40 godina. Ukupno opterećenje penzijskim rashodima, dakle, ne bi se smanjilo nego bi se povećalo, a u čitavom periodu bilo bi uvećano za 50% BDP-a. Dakle, penzijski rashodi se u kratkom i srednjem roku nikako ne smanjuju, štaviše, postoji problem dvostrukog finansiranja postojećeg i novog sistema, a smanjenje rashoda iz državnog sistema možemo očekivati tek u dalekoj budućnosti.

[33] Grupa autora, *Izazovi uvođenja II stuba penzijskog osiguranja u Srbiji*, izdanje USAID-a

U Srbiji se može očekivati povećanje ukupne štednje stanovništva / domaćinstava uvođenjem II stuba, umanjeno usled eventualnog odustajanja od štednje za starost, koja danas postoji u dobrovoljnom delu penzijskog sistema. U osnovi, ovo pitanje ni teorijski nije jasno, te je veoma teško predvideti efekte na štednju, posebno nacionalnu, za koju je relevantan i način finansiranja tranzicionog troška. Da bi povećana štednja stanovništva mogla da ima pozitivne implikacije na privredni rast u Srbiji, potrebno je da ta štednja ima gde da se plasira u nacionalnim okvirima i to po kriterijumima koji daju prednost sigurnosti investicija. Nažalost, danas u Srbiji mogućnosti za ulaganja nisu velike, a pogotovo za ona koja podrazumevaju nizak rizik i relativno visok prinos. Finansijsko tržište je nedovoljno razvijeno, nedovoljno likvidno i duboko, sa značajnim problemima, koji veoma otežavaju normalno funkcionisanje penzijskih i drugih fondova i ugrožavaju vrednost njihove imovine. Problemi postoje kako na strani regulacije, tako i u domenu nedovoljne i neadekvatne ponude hartija od vrednosti za ulaganje. Ovi problemi bi se usložili brzim povećanjem tražnje, koje bi neminovno nastalo uvođenjem obavezne štednje u privatnim penzijskim fondovima. Kao i u drugim istočnoevropskim zemljama, zbog faktora sigurnosti i nametnutih zakonskih ograničenja, kao i nedovoljnih investicionih opcija, penzijski fondovi bi najveći deo prikupljene štednje ulagali u državne obveznice, koje bi bile emitovane sa ciljem da se pokrije tranzicioni trošak, tj. manjak sredstava za isplatu penzija sadašnjim penzionerima iz državnog penzijskog fonda, a koji nastaje zbog uvođenja II stuba. Na taj način bi se, pojednostavljeno govoreći, zadržao postojeći sistem po kome se penzije sadašnjih penzionera finansiraju iz tekućih doprinosa i samo bi se uključio još jedan skupi posrednik – privatni penzijski fondovi.

Generalno govoreći, postoji više argumenata koji ukazuju da u Srbiji danas još uvek nema uslova, a ni dovoljno ubedljivih opravdanja za uvođenje II stuba. Nedostatak uslova ogleda se, pre svega, u nerazvijenom finansijskom tržištu i nedovoljnom administrativnom kapacitetu za njegovu regulaciju. Visoki pak tranzicioni trošak podrazumeva vrlo velike izdatke sa neizvesnim rezultatima na dugi rok. Najzad, ono što je najvažnije, nema jasnog dokaza da bi uvođenjem II stuba za današnje generacije zaposlenih bili stvoreni uslovi za sigurniju i dovoljno visoku penziju.

Rezultati Čilea

Državni penzioni sistem Čilea 1981. godine zamenjen je revolucionarnom novinom: privatno rukovođenim sistemom Penzionih štednih računa (u daljem tekstu PŠR).[34] Nakon 15 godina funkcionisanja, rezultati govore za sebe. Penzije u novom privatnom sistemu su 50 do 100% više, zavisno od toga da li se radi o starosnim, invalidskim ili tzv. penzijama za preživljavanje, nego što su bile u *pay-as-you-go* sistemu. Prema podacima iz 1995., privatni penzioni fondovi upravljaju sredstvima u iznosu od 25 milijardi USD, što je oko 40% bruto nacionalnog proizvoda (BNP). Privatni penzioni fondovi su poboljšali funkcionisanje tržišta rada i tržišta kapitala, što se pokazalo kao jedan od najvažnijih koraka u reformi koja je privredni rast sa nivoa od 3% dovela do proseka od 6.5% u poslednjih 12 godina. Činjenica je i da je tokom reforme stopa štednje u Čileu porasla na 27% BNP, a nezaposlenost opala na 5%.

Sistem PŠR je već akumulirao investicioni fond od 25 mlrd. USD, što je neobično veliki iznos za interno prikupljeni kapital za zemlju u razvoju sa oko 14 miliona stanovnika i BDP od 60 mlrd. USD.

Ovaj dugoročni investicioni kapital ne samo da je pomogao finansiranje ekonomskog rasta nego je podstakao razvoj efikasnog finansijskog tržišta i institucija. Odluka da se prvo kreira sistem PŠR, a onda privatizuju velika državna preduzeća stvorila je "začarani krug". Povećanje produktivnosti privatizovanih preduzeća dalo je radnicima, kroz rast cena akcija i posledični rast prinosa na uloge u PŠR, mogućnost da profitiraju kroz privatizaciju.

Jedan od ključnih rezultata novog sistema bilo je povećanje produktivnosti kapitala i time podizanje stope rasta čileanske ekonomije. Sistem PŠR je tržište kapitala učinio efikasnijim i uticao na njegov rast u poslednjih 15 godina. Ogromni resursi kojima AFP upravljaju podstakli su stvaranje novih i dalji razvoj već poznatih finansijskih instrumenata. Još jedan doprinos penzijske reforme je bio razvoj domaćih firmi za procenu rizika i poboljšanje korporativnog upravljanja (AFP imenuje spoljne direktore kompanija u kojima ima udeo i time razbija jednoglasnost na sastancima direktorskih odbora).

[34] Pinjera H., *Privatizacija socijalnog osiguranja u Čileu*, Cato Journal Vol 15 no2, originalni format http://katalaksija.com/2005/08/08/vise-moci-radnicima-privatizacija-socijalnog-osiguranja-u-cileu/

Otkako je sistem počeo da funkcioniše, 1. maja 1981., prosečna realna stopa prinosa na investicije bila je 13% godišnje (više nego tri puta veća od očekivane stope od 4%). Naravno, stopa godišnjeg prinosa je oscilirala, što je i normalno na slobodnom tržištu - od minus 3% do plus 30% realno - ali ono što je ovde važno je dugoročna prosečna stopa prinosa.

3.10. Predstojeće aktivnosti i osiguranje u svetlu uslova za dalji razvoj

Aktivnosti NBS kao supervizora u oblasti osiguranja su u 2012. godini bile usmerene na dalje unapređenje zakonske regulative i njeno usaglašavanje sa regulativom EU iz oblasti osiguranja, saglasno Nacionalnom programu za integraciju Republike Srbije u EU. U tom smislu, a u daljem postupku usaglašavanja sa direktivama Evropske unije, u izradi je novi Zakon o osiguranju, sa novim rešenjima, pre svega, po sledećim pitanjima: povezana lica i kvalifikovano učešće, nadzor grupe društava za osiguranje, poslovanje ogranaka i obavljanje prekograničnog pružanja usluga, obaveza informisanja osiguranika, profesionalna tajna, ugovor o saradnji i razmena informacija, obaveštavanje od strane revizora, tehničke rezerve, redovno izveštavanje – praćenje poslovnog plana, prestanak dozvole za rad i „fit&proper“ kriterijumi, uvođenje okvira za adekvatnost kapitala po *Solvency II.* Pored toga, među značajnije planirane aktivnosti u toku 2012. godine spada usaglašavanje regulative iz osiguranja sa novim Zakonom o tržištu kapitala, kao i unapređenje limita osiguranih suma u osiguranju od autoodgovornosti, saglasno Zakonu o obaveznom osiguranju u saobraćaju.[35]

Imajući u vidu da, s jedne strane, razvoj sektora osiguranja zavisi od razvijenosti realnog okruženja, zatim od bruto domaćeg proizvoda, kupovne moći i kulturoloških odrednica koje determinišu dohodak koji će biti odvojen za obezbeđivanja ekonomske sigurnosti ili kao štednja (životno osiguranje), a da se, s druge strane, očekuje skroman realan rast BDP u 2012. godini, razvoj sektora osiguranja u Srbiji biće u visokom stepenu uslovljen stanjem u realnoj ekonomiji, ali će zavisiti i od spremnosti društava za osiguranje da razvijaju svoje usluge u segmentima tržišta sa potencijalom za razvoj, uz edukaciju potencijalnih osiguranika i unapređenje postupaka upravljanja rizicima.[36] Oblasti poslovanja društava za osiguranje čiji značaj dolazi do izražaja u smislu daljeg stvaranja uslova za razvoj osiguranja su korporativno upravljanje, adekvatan sistem

[35]Grupa autora, *Banke i osiguranja u Srbiji 2001-2011 i poređenje sa zemljama regiona*, Edicija Biznis info grupe

[36]Isto

internih kontrola, unapređenje tehnika vrednovanja ulaganja i imovine, transparentnost i aktivnosti na razvoju kulture osiguranja, i to su oblasti koje bi trebalo da budu predmet kontinuiranog unapređenja od strane društava za osiguranje i u narednom periodu. Posebno treba istaći važnost doslednog poštovanja propisa iz oblasti obaveznog osiguranja u saobraćaju od strane društava za osiguranje, naročito u pogledu ažurnosti u isplati šteta, troškova sprovođenja osiguranja i primeni bonus malus sistema.

Trenutno, u Srbiji postoji niz ograničavajućih zakonodavno-pravnih faktora koji usporavaju dalji razvoj tržišta. Namera NBS je da različitim aktivnostima utiče na nadležne da usvajaju zakone kojim će usmeriti tržište osiguranja u pravcu razvoja, umesto da ga „guše“ i usporavaju. Primera radi, NBS smatra da bi država trebalo da reši neka statusna pitanja osiguravača, kao što je omogućavanje daljeg rada takozvanih kompozitnih osiguravajućih društava. Udruženje osiguravača Srbije se zalaže da, kao u razvijenim i zemljama EU, postojeća kompozitna društva nastave da rade kao do sada, a da ona koja će tek biti formirana budu osnovana ili samo kao društva za životno osiguranje ili samo kao društva za neživotno osiguranje. Trenutna situacija, sa dosta neizvesnosti, otežava rad i odluke osiguravajućih društava o ozbiljnijim investicijama. Pored toga, ako bi došlo do razdvajanja kompozitnih društava, moglo bi da se dogodi da neka društva obustave dalje bavljenje poslovima životnog osiguranja, jer je ono u ovom trenutku, zbog nerazvijenosti, opterećeno visokim troškovima i nije profitabilno. Moguće je čak i postepeno gašenje životnog osiguranja. Suprotan scenario, za koji se NBS zalaže, podrazumeva regulatorne promene koje će unaprediti tržište životnog osiguranja, a ne gasiti ga iako je još u povoju. Tu se pre svega misli na podsticajne mere i poreske olakšice, a da su one moguće država je pokazala kod privatnih penzijskih fondova.

Značaj životnog osiguranja je višestruk. Sa jedne strane, osnovna je potreba pojedinca da u neizvesnim uslovima obezbedi sebi i svojoj porodici preko potrebnu finansijsku stabilnost i sigurnost, a upravo je životno osiguranje siguran način da se takva budućnost obezbedi. Ne treba, međutim, zaboraviti ni pozitivne efekte koje životno osiguranje ima po ukupan ekonomski rast, kroz vraćanje novca u ekonomske tokove države. Time životno osiguranje postaje „motor“ ekonomskog razvoja države, jer dobija ulogu institucionalnog investitora koji pruža najkvalitetnije dugoročne izvore sredstava.[37] Ta sredstva država može racionalno da koristi za finansiranje sopstvenog razvoja, posebno infrastrukturnih projekata. Zbog toga to tržište treba

[37]Grupa autora, *Banke i osiguranja u Srbiji 2001-2011 i poređenje sa zemljama regiona*, Edicija Biznis info grupe

razvijati. Trenutno, građani Srbije izdvajaju oko 12 evra za polise životnog osiguranja, Hrvatske 75, Slovenije 320, dok je prosečna premija u državama Evropske unije čak 100 puta veća nego u Srbiji.

Sličan primer lošeg odnosa države prema tržištu osiguranja i osiguravajućim društvima postoji i kod uvođenja obaveze društvima da uplaćuju 5% iznosa bruto premije osiguranja od autoodgovornosti na račun Fonda za zdravstveno osiguranje. Obaveza je uvedena izmenama Zakona o obaveznom osiguranju u saobraćaju. NBS je protiv ove odredbe jer se smatra da je procenat izdvajanja previsok. Primera radi, najveća društva za ove svrhe ne izdvajaju više od 2% iznosa bruto premije. NBS ima još jedan razlog protiv, a to je zato što u zakonu nije jasno navedeno na koje štete i od kada se ova izmena primenjuje. Zbog svega toga, NBS smatra da se ovoj odredbi pribeglo da bi se popunio budžet fonda za zdravstvo. Pri svemu tome, premija osiguranja ostala je na istom nivou, što samo ide u prilog tezi NBS da je ovo dodatni namet osiguravačima.[38]

Pozitivan primer u odnosu države prema osiguranju postoji kod poljoprivrede. U pitanju je model obaveznog osiguranja koji je od strane Ministarstva poljoprivrede, trgovine, šumarstva i vodoprivrede uveden kod subvencionisanih kredita za nabavku stoke. Po tom modelu, korisnici kredita imaju stoprocentnu subvencionisanu godišnju stopu premije osiguranja. Ta vrsta osiguranja je trenutno regulisana uredbama, ali očekuje se da to bude pretočeno i u odgovarajuća zakonska rešenja, što će dati dodatni impuls razvoju ove vrste osiguranja. Potencijal je veliki. Primera radi, u Srbiji je osigurano oko 8% obradivog zemljišta, dok polise osiguranja ima tek 3% registrovanih gazdinstava. U razvijenim državama osigurava se i do 90% onih koji žive od poljoprivrede.[39] To znači da niko od njih ne mora da gleda u nebo prilikom računice da li mu je i koliko posao isplativ, što radi prosečan srpski poljoprivrednik. Ako se zna da u Srbiji od poljoprivrede živi skoro dva miliona ljudi, da imamo oko 450.000 registrovanih gazdinstava, a da smo u 2011. godini imali 11.548 zaključenih polisa i 1.487 skopljenih ugovora o osiguranju životinja, lako je zaključiti o kakvim potencijalima govorimo. Ujedno, to je i dobra prilika za državu da na delu pokaže da radi na razvoju tržišta osiguranja, u korist svih.

[38]Grupa autora, *Banke i osiguranja u Srbiji 2001-2011 i poređenje sa zemljama regiona*, Edicija Biznis info grupe

[39] Isto

3.11. Reosiguranje

Najjednostavnije, reosiguranje možemo posmatrati kao osiguranje osiguranja. Ako bi ostvarenje rizika osiguranja moglo izazvati preveliki gubitak za osiguravajuće društvo, ono taj rizik može preneti na grupu osiguravajućih društava koji prihvataju takav rizik i koje nazivamo reosiguravačima. Reosiguranjem i saosiguranjem se vrši zaštita osiguravača od velikih šteta koje mogu ugroziti poslovanje društva.

Posmatrano po vrstama osiguranja, procenat prenosa rizika u reosiguranje najveći je u osiguranju vazduhoplova i odgovornosti zbog upotrebe vazduhoplova, zatim kod osiguranja jemstva, finansijskih gubitaka i osiguranja imovine od požara i drugih opasnosti, što odgovara obimu preuzetih rizika.[40]

Udeo merodavne premije u samopridržaju u merodavnoj ukupnoj premiji ukazuje na obim prenetih rizika u reosiguranje i saosiguranje. Posmatrano od 2004. do 2007. godine, ovaj pokazatelj beleži stabilne iznose, krećući se oko 90% u društvima koja se pretežno bave poslovima neživotnih osiguranja.[41] U društvima koja se pretežno bave životnim osiguranjem, u navedenom periodu ovaj pokazatelj se kreće oko 99%, što je uzrokovano prenosom riziko dela premije u reosiguranje dok štedni ostaje u portfelju osiguravača. Sektor osiguranja je tokom četvorogodišnjeg perioda reformi pokazao zavidne razvojne pomake. Nastavljen je trend rasta ukupne premije, praćen promenom strukture premije u korist životnog osiguranja, kao i generalno pozitivan trend stanja i razvoja na tržištu osiguranja. Kako se razvijalo tržište finansijskog lizinga, biće prikazano u narednom poglavlju.

3.12. Implikacije finansijske krize na tržišta u razvoju

Finansijska kriza je pogoršala rezultate poslovanja većine finansijskih posrednika, ali efekte krize su možda najviše osetila osiguravajuća društva. Karakteristike krize su oštar pad proizvodnje, masovna devalvacija, povećanje inflacije i kamatnih stopa i kolaps u vrednosti imovine. Posledice ovih ekonomskih promena u industriji osiguranja su višestruka: potražnja za proizvodima osiguranja je u padu, što se reperkutuje na visinu premije i na vremensko trajanje

[40] *Godišnji izveštaj za 2006. godinu*, Narodna banka Srbije
[41] *Godišnji izveštaj za 2007. godinu*, Narodna banka Srbije

ugovora o osiguranju, a rastuća inflacija zahteva veću rezervu u pasivi bilansa stanja.[42] Na taj način, finansijska kriza ozbiljno ugrožava solventnost i likvidnost industrije osiguranja.

I osiguravajuća tržišta u razvoju doživela su ozbiljne krize tokom 2010. godine. Novi poslovi na tržištu osiguranja u godini krize koji su propali su tri puta veći u godini posle krize. U Argentini, broj propalih poslovnih poduhvata na tržištima osiguranja povećao se dve godine pre izbijanja krize, verovatno kao posledica promena u očekivanjima tržišnih učesnika. Politika štednje koja se promoviše u kriznim vremenima najviše utiče na promene u bogatstvu što se opet reflektuje na nivo premije osiguranja. Solventnost merena odnosom kapital - rezerve i kapital - premija dovedena je u pitanje. Osim toga, neadekvatno upravljanje aktivom i pasivom koji su doveli do neusklađenosti ročne strukture sredstava i obaveza životnih osiguranja doveli su do nekoliko stečaja osiguravajućih društava u Koreji.[43]

Kriza je na velikom broju osiguravajućih tržišta u razvoju podjednako pogodila i domaće i strane osiguravače, ali su strane osiguravajuće kompanije bolje podnele posledice krize. Nekoliko razloga je tome doprinelo: bolje diversifikovan portfolio investicija i sofisticiraniji pristup upravljanja imovinom i obavezama i mogućnost da se uvek oslone na dodatni kapital od matičnih preduzeća. Kao rezultat ovih mogućnosti, ino-osiguravači su u Meksiku, Indoneziji i Tajlandu podigli udeo na tržištu osiguranja, u Meksiku posebno na tržištu životnog osiguranja tokom 2011. Godine.[44] Da bi ostala likvidna i solventna, osiguravajuća društva bi trebalo da zaštite svoje bilansne pozicije, kreiraju proizvode koji mogu da se nose sa nestabilnim okruženjem ali i da ambicije i orijentacije ka profitu ključnog menadžmenta ne budu preagresivne, kako bi se izbegli loši klijenti. Pravilno upravljanje aktivom i pasivom je ključ održanja stabilnosti bilansa stanja, stvaranje dobrog diversifikovanog portfolija i kupovina reosiguranja kako bi se rizik transferisao na druge su takođe veoma korisni instrumenti uspešnog prevazilaženja krize.

[45]Pol Klark je identfikovao vrste rizika za inostrana osiguravajuća društva na tržištima u razvoju:

1. rizik zajedničkog ulaganja – u sektoru osiguranja na tržištima u razvoju, zbog restriktivne regulative, strana osiguravajuća društva mogu da uđu na data tržišta putem zajedničkog ulaganja

[42] Kong J. i Sing M., *Insurance Companies in Emerging Markets*, Working paper IMF, strana 7, originalni format http://www.img.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0588.pdf
[43] Isto
[44] Isto
[45] The Ernst & Young Business Risk Report 2010, *Insurance in emerging markets*, originalni format http://www.ey.com/GL/en/Services/Advisory/Business-Risk-Report-2010

sa lokalnom kompanijom. Na taj način, međunarodne osiguravajuće kompanije se suočavaju sa mnogobrojnim izazovima: neophodnost usklađivanja ciljeva, prava i obaveza, stvaranje dobre komunikacione strukture i međusobno razumevanje;

2. nerealna očekivanja – prilikom ulaska na tržišta u razvoju, međunarodne osiguravajuće kompanije su primorane da usvoje nepoznatu tržišnu poziciju i nerealna očekivanja. Međunarodne kompanije su obično veliki igrači na svojim domaćim tržištima i navikle su da imaju veliko tržišno učešće. Zato što mnogo plate za svoja lokalna preuzimanja, mnogo i očekuju na tim tržištima. Ali praksa je pokazala da obično one neko vreme budu peti ili šesti tržišni učesnik i da ne mogu odmah imati dominantno tržišno učešće.

Zajednički imenitelj navedenih rizika jeste ono sa čime se suočavaju sve međunarodne kompanije kada ulaze na neko tržište, a to su običaji, kultura, jezik i drugačiji regulatorni sistem.

4. SEKTOR FINANSIJSKOG LIZINGA

4.1. Uloga i značaj lizinga

Lizing je način finansiranja, alternativa bankarskom kreditu, kod koga je osnovna svrha korišćenje predmeta lizinga, a ne vlasništvo nad njim. Postoje dve vrste lizinga – operativni i finansijski. Suština finansijskog lizinga je sticanje vlasništva nad predmetom lizinga, dok je svrha operativnog lizinga korišćenje predmeta lizinga, a ne vlasništvo nad njim.

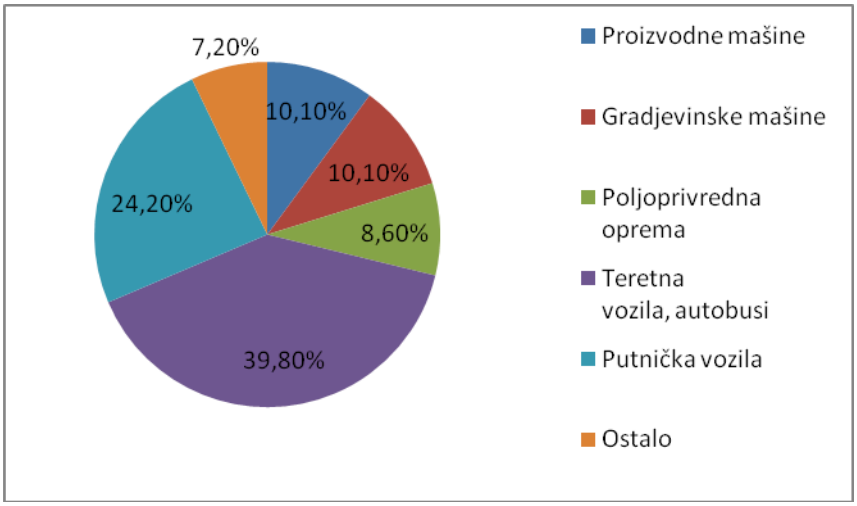
Lizing označava poslovni odnos u kome davalac lizinga daje predmet lizinga na korišćenje na određeno vreme primaocu lizinga. Primalac lizinga se obavezuje da ugovoreni iznos plaća u ugovorenim ratama. Isplatom poslednje rate kod finansijskog lizinga, vlasništvo prelazi na primaoca lizinga. Finansijski lizing se obično ugovara na rok od 2 do 5 godina. Lizing naknada se plaća mesečno i ugovara se uz primenu valutne klauzule. Kamatna stopa je najčešće varijabilna i vezana je za promene ugovorene referentne kamatne stope (EURIBOR). Davaoci lizinga se uglavnom finansiraju u inostranstvu.

4.2. Tržište finansijskog lizinga u Srbiji

U prethodnih nekoliko godina tržište finansijskog lizinga doživelo je dinamičan rast. 2003. godine na snagu stupa *Zakon o finansijskom lizingu*, čiji je primarni cilj podrška i razvoj privrede Srbije. Lizing postaje sve zastupljeniji način finansiranja u Srbiji. Glavni klijenti lizing kuća su pravna, a ne fizička lica. Tržište finansijskog lizinga u Srbiji i dalje raste, ali je njegova ekspanzija usporena, što je posledica mera Narodne banke Srbije i izmena Zakona o finansijskom lizingu kojima su pooštreni uslovi poslovanja lizing kompanija u cilju uvođenja reda na tržište.

Na lizing se najviše kupuju teretna vozila, minibusevi i autobusi. Značajno učešće u finansiranju putem finansijskog lizinga imaju i putnička vozila, proizvodne mašine, građevinske mašine.

Slika 4.2. Struktura plasmana prema predmetu lizinga, 2008.



Izvor: Narodna banka Srbije

4.3. Broj davaoca lizinga

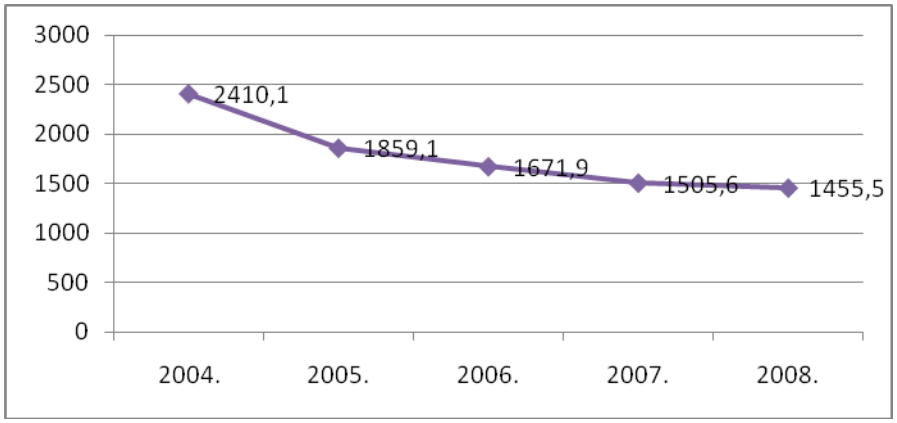
Tokom 2005. i 2006. godine četiri najveća davaoca lizinga – Hypo Alpe Adria leasing d.o.o. Beograd, Raiffeisen leasing d.o.o. Beograd, S – leasing d.o.o. Beograd i NLB leasing d.o.o. Beograd, činila su 76.8% ukupnog tržišta. I u 2008. godini iste kompanije zadržale su vodeće pozicije, a njihovo tržišno učešće je dvostruko veće od tržišnog učešća svih ostalih davaoca lizinga.

U 2006. Porsche leasing pomera svoj rang na tržištu sa osmog mesta na peto i time doprinosi najznačajnijim promenama na ovom tržištu, dok naredne godine pada na sedmo mesto. Broj lizing kompanija raste sa deset u 2003. godini na sedamnaest u 2008. godini. Prema podacima NBS u Srbiji je poslovalo 17 lizing kompanija od kojih je 11 u potpunom ili većinskom vlasništvu stranih kompanija, 5 kompanija je u potpunom ili većinskom vlasništvu domaćih lica, a od tih pet, tri su u vlasništvu domaćih banaka sa stranim kapitalom. Na kraju trećeg tromesečja 2012. godine, broj lizing kompanija koje posluju u Srbiji sveden je na šesnaest društava za lizing.

4.4. Koncentracija tržišta finansijskog lizinga

Tržište finansijskog lizinga tokom 2004. i 2005. moglo se okarakterisati kao tržište sa visokom koncentracijom, dok u 2006. dolazi u okvire umerene koncentracije, što potvrđuje i Herfindahl – Hirschman indeks (HHI) u 2007. i 2008. godini.

Slika 4.4. Koncentracija u sektoru finansijskog lizinga (HH indeks)



Izvor: Narodna banka Srbije

U cilju unapređenja tržišta finansijskog lizinga neophodno je uvođenje stimulativnih poreskih i drugih mera u lizing poslovanje, stvaranje uslova za uključenje nepokretnosti u predmete lizinga, edukacija zaposlenih u lizing kompanijama, kod podizanja opšteg nivoa informisanosti.[46]

[46] Hanić H., Vuković V. (2008), *Tržište bankarskih proizvoda i usluga u Srbiji i zemljama u okruženju*, BBA i Institut ekonomskih nauka Beograd, Beograd, str. 246

5. PENZIONI FONDOVI

5.1. Principi poslovanja penzionih fondova

Penzioni fondovi spadaju u red najvećih institucionalnih investitora. Kao i osiguravajuće kompanije, raspolažu velikim sumama kapitala koje investiraju na finansijskim tržištima. Možemo ih opisati kao institucionalne investitore koji obezbeđuju pojedincima sigurnost i stabilnost prihoda posle okončanja radnog veka.[47] To je oblik penzijskog osiguranja koji obezbeđuje ličnu socijalnu sigurnost u starosti i unapred planiranu penziju ostvarenu putem pojedinačnih doprinosa.

Jedno od osnovnih načela na kojima se zasnivaju dobrovoljni penzijski fondovi je dobrovoljnost članstva, što znači da svaki građanin ima pravo da odabere da li će i koji deo sredstava da uplaćuje u dobrovoljni penzijski fond i tako se opredeli za dugoročnu štednju. U Srbiji, penzioni fondovi nemaju ni približno jednak značaj kao u razvijenim zemljama sveta. Dugo godina razlog za to bili su nerazvijeni elementi finansijskog sistema. Međutim, poslednjih godina stvari u Srbiji se polako menjaju.

5.2. Sistem dobrovoljnih penzionih fondova u Srbji

Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i planovima u Srbiji je stupio na snagu aprila 2006. godine. Prvi dobrovoljni penzijski fond je počeo sa radom novembra 2006. godine. Narodna banka Srbije je postala zvanični član Međunarodne organizacije supervizora penzijskih fondova.

Banka koja vodi račun fonda i obavlja usluge za račun dobrovoljnog penzijskog fonda naziva se kastodi banka. Društva za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima sarađuju sa brokerskim kućama preko kojih vrše kupovinu i prodaju hartija od vrednosti.

[47] Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, str. 209

Donošenjem propisa 2006. godine započete su reforme penzijskog sistema sa ciljem stvaranja i finansijski održivog sistema. Svetska finansijska kriza imala je snažan uticaj na razvoj i rezultate penzionih fondova. Međutim, zahvaljujući investicionoj politici društava za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima imovina ovih fondova je ostala sačuvana.

5.3. Učesnici na tržištu dobrovoljnih penzionih fondova

U 2006. godini podneto je šest zahteva za rad, organizovanje i upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima. Tokom 2006. godine samo je Delta Generali počeo sa radom. U 2007. tri kastodi banke obavljale su usluge za sedam dobrovoljnih penzijskih fondova koji su brojala 196 zaposlenih.

Kada je vlasnička struktura u pitanju, pet od ovih društava bilo je u stranom vlasništvu, a dva u vlasništvu domaćih lica. Kvalifikovani vlasnici društava za upravljanje su osiguravajuća društva i banke.

Na kraju 2007. ukupna imovina kojom su društva upravljala iznosila je po zaposlenom 15,6 miliona dinara, što je gotovo dva puta više nego sredinom godine.[48] Dobrovoljnim penzijskim fondovima više od 100.000 građana poverilo je na upravljanje tri milijarde dinara do kraja 2007. godine. Prosečan doprinos kao i imovina fondova beleže porast. Jedan od veoma značajnih podsticaja bile su i poreske olakšice. Vrednost indeksa tržišne koncentracije je u periodu od dve godine opala sa 10.000, koliko je iznosila kada je poslovao samo jedan fond, na 2.832. Pad indeksa je uslovljen pojavom novih fondova, što ukazuje na jačanje konkurencije na tržištu, ali i pored toga njegova vrednost govori da je tržište i dalje visoko koncentrisano.

Tokom 2008. godine, devet društava za upravljanje imovinom, poslovalo je i upravljalo sa deset dobrovoljnih penzijskih fondova, četiri kastodi banke i pet banaka posrednika. Ukupan broj zaposlenih bio je 218, što predstavlja rast za oko 10%.

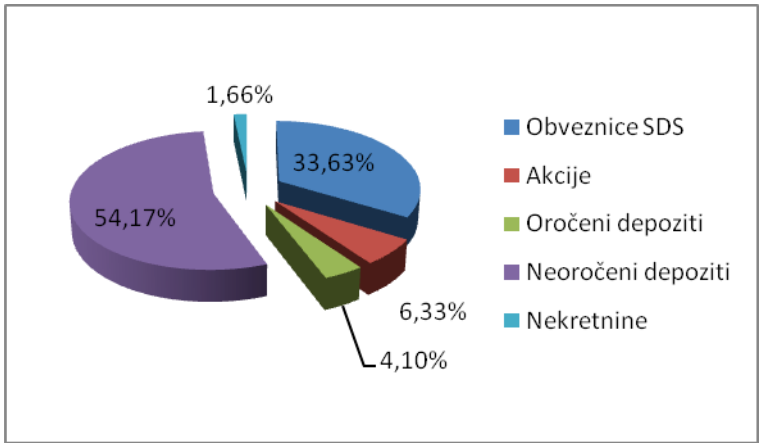
Društvo za upravljanje *Societe Generale penzije* je prvo društvo koje je osnovalo dva dobrovoljna penzijska fonda. U 2008. neto imovina društava je u stalnom porastu i iznosi 21,3 miliona dinara. Prema učešću u ukupnoj neto imovini fondovi su grupisani u tri grupe.

[48] *Izveštaj za IV kvartal 2007. godine*, Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova, Narodna banka Srbije

5.4. Struktura imovine dobrovoljnih penzijskih fondova

U odnosu na prethodnu godinu, struktura se nije znatno promenila, primećen je pad udela akcija i porast udela obveznica kao posledica negativnih kretanja na finansijskom tržištu. Najveći udeo u ukupnoj imovini fondova imaju transakcioni računi sa 54.17%. Zatim slede obveznice stare devizne štednje sa 33.63%, akcije sa 6.33% i oročeni depoziti sa 4.10%.

Slika 5.4. Struktura ukupne imovine fondova na kraju 2008.



Izvor: Narodna banka Srbije

Kao posledica manjeg ulaganja u akcije, došlo je do smanjenja izloženosti imovine fondova riziku promene cena hartija od vrednosti. Valutnom riziku je izloženo oko 36% imovine, a riziku promene visine kamatnih stopa izloženo je čak 92% imovine. Uzrok tome je povećanje sredstava na dinarskim računima.

Posmatrano prema polu, na kraju 2008. muškarci čine 61,3 ukupnih korisnika, a učestvuju sa 59% u ukupnoj imovini fondova. Žene u proseku imaju veći iznos sredstava na svojim računima. Takođe je nastavljen trend blagog pomeranja starosne granice ka mlađima od 40 godina. Prosečna starost korisnika i dalje iznosi 43,5 godine.

Kao rezultat prethodnih istraživanja može se zaključiti da se tržište penzionih fondova u Srbiji polako razvija. Trebalo bi očekivati da će penzioni fondovi na domaćem tržištu postati značajni investitori.

Razvoj ovog tržišta prvenstveno je uslovljen rastom životnog standarda građana, makroekonomskom stabilnošću, održavanjem stabilnosti finansijskog sistema koji će doprineti daljem rastu poverenja građana u sisteme dugoročne štednje, kao i finansijskom edukacijom građana Srbije. Kako bi se tržišne mogućnosti iskoristile na najbolji mogući način neophodna je izgradnja poverenja u dugoročnu štednju i upoznavanje građana sa mogućnostima za štednju. Građanima treba predstaviti sve prednosti i rizike koji su svojstveni za ovu finansijsku uslugu.

Način na koji ćemo štedeti zavisi od različitih razloga štednje. Ti razlozi se takođe razlikuju kod fizičkih i pravnih lica. Štednja nam omogućava važne životne ciljeve i zadovoljavanje potreba. Za koji ćemo se oblik štednje odlučiti, zavisi od naših želja, ciljeva, potreba, znanja i raspoloživog vremena. Pored nekih već pomenutih načina štednje kao što su depoziti u banci i polise osiguranja, javlja se i investiranje u hartije od vrednosti (akcije, obveznice, zatvoreni fondovi), kao i kupovina investicione jedinice (otvoreni investicioni fondovi), o čemu će biti reči u narednom delu istraživanja.

6. INVESTICIONI FONDOVI

6.1. Uloga i značaj investicionih fondova

Investicione kompanije se ne mogu ubrojati ni u depozitne ni u ugovorne finansijske institucije koje su bile predmet dosadašnje analize, već čine posebnu grupu finansijskih institucija. One dolaze do sredstava prodajom svojih akcija i udela, koja dalje koriste radi investiranja na finansijskom tržištu. U osnovi one obavljaju posredničku ulogu. U pogledu funkcionisanja, moguće ih je podeliti na:

- otvorene investicione fondove
- zatvorene investicione fondove i
- privatne fondove

Najznačajnija razlika između njih jeste po likvidnosti, odnosno po isplati investicionih sredstava. Kod zatvorenih privatnih i zatvorenih investicionih fondova isplata sredstava se realizuje prodajom akcija na berzanskom tržištu dok kod otvorenih investicionih fondova koji nemaju akcije isplata se vrši davanjem zahteva za isplatu investicione jedinice. Zbog toga su otvoreni investicioni fondovi daleko rašireniji nego zatvoreni investicioni fondovi.[49]

Prema slobodnom tumačenju, investicioni fondovi su alternativa između štednje u banci i investiranja tj. aktivna štednja ili pasivno investiranje.[50]

Celokupna imovina otvorenih fondova je podeljena na jednake delove – jedinice. Svaka jedinica je proporcionalan deo u ukupnoj imovini otvorenog investicionog fonda. Vrednost jedinice se menja zavisno o promeni kursa hartija od vrednosti koji su u portfoliju otvorenog investicionog fonda. Imovinom otvorenog investicionog fonda upravlja društvo za upravljanje fondom.

[49] http:// investicioni–fondovi.com, od utorka 20. septembra 2011. god.
[50] http:// kamatica.com, od utorka 20. septembra 2011. god.

Društvo za upravljanje investicionim fondovima je privredno društvo koje osniva, organizuje i upravlja investicionim fondovima. Fond nije pravno lice, već samo institucija u okviru koje se prikupljaju novčana sredstva članova fonda i kao takvo ne može samostalno da posluje. Imovina investicionog fonda je u vlašništvu članova investicionog fonda i to srazmerno njihovom učešću u fondu i odvojena je od imovine društva za upravljanje tim fondom. Osnovni cilj investicione politike otvorenih investicionih fondova je ostvarivanje atraktivnih prinosa, uz prihvatljiv rizik.[51]

U zavisnosti od odabranog investicionog cilja, otvoreni investicioni fondovi se mogu podeliti na:

- fond očuvanja vrednosti imovine
- fond prihoda
- balansirani fond
- fond rasta vrednosti imovine

Dugogodišnji prosečni prinosi koje ostvaruju fondovi rasta imovine su između 10 i 12% godišnje. Prosečni prinosi investicionih fondova koji ulažu sredstva u dužničke hartije od vrednosti (fond prihoda) su između 4 i 7% godišnje.

6.2. Razvijenost tržišta investicionih fondova u Srbiji

Posle političkih promena 2000. godine pojavljuju se kvalitetni, novi oblici finansijskih instrumenata kako na tržištu novca, tako i na tržištu kapitala.

U Srbiji, Zakon o investicionim fondovima donet je tek 2006. godine. Razlog za ranije nepostojanje investicionih kompanija sastoji se u činjenici da tokom 90-ih godina jednostavno nije bilo dovoljno kvalitetnih oblika finansijskih instrumenata. Tržište kapitala gotovo da nije

[51] http:// investicioni–fondovi.com, od utorka 20. septembra 2011. god.

funkcionisalo.[52] Investicioni fondovi u našoj zemlji su započeli svoje aktivnosti sa zakašnjenjem od najmanje pet – šest godina u odnosu na regionalno investiciono okruženje.

Primena Zakona o investicionim fondovima doprinela je unapređenju tržišta kapitala u našoj zemlji i njegovom usklađivanju sa regulativom i praksom razvijenih zemalja. Prvi investicioni fond (Delta plus) osnovan je u februaru 2007. godine. Krajem 2008. u Srbiji postoji 16 investicionih fondova koji aktivno učestvuju na finansijskom tržištu.

Najveći problemi koji su pogodili investicione fondove zbog svetske finansijske krize su problem likvidnosti i gubitak poverenja ulagača. Vrednost imovine kojom upravljaju investicioni fondovi smanjena je sa 63 miliona evra u oktobru 2007. na 27 miliona evra 2008. godine.

6.3. Poslovanje društava za upravljanje investicionim fondovima u Srbiji

U januaru 2008. godine bilo je aktivno šest Društava za upravljanje koji su upravljali sa otvorenim investicionim fondovima (Delta Plus, Raiffeisen Akcije, Fima Proactive, Focus Premium, Ilirika JIE, KD Ekskluziv). Ukupna sredstva kojima su upravljali iznosila su oko 4 milijarde dinara. Na proleće je otvoreno još 5 novih društava.

Na kraju 2008. godine postojalo je 15 društava za upravljanje i 16 investicionih fondova u kojima je bilo nešto više od 1,5 milijardi dinara u upravljanju. Od tog broja 15 fondova su bili otvorenog tipa. U ovim društvima je bilo zaposleno 138 radnika.[53]

Drugu godinu poslovanja društava karakteriše dvostruko veća bilansna aktiva, što je pre svega rezultat osnivanja novih društava u 2008. ali i značajno povećanje negativnog neto finansijskog rezultata. U strukturi bilansne aktive najveće učešće imaju kratkoročni finansijski plasmani sa 50.2% učešća i gotovinski ekvivalenti sa učešćem od 24.2%. U strukturi bilansne pasive, sopstveni izvori finansiranja učestvuju sa 72.6%, a pozajmljeni izvori sa 27.4% i skoro u celini odnose se na kratkoročne obaveze.

[52] Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja štampa, Beograd, str. 228
[53] *Saopštenje o ostvarenim rezultatima poslovanja društava za upravljanje investicionim fondovima 2008. godine,* Narodna banka Srbije

U 2008. godini sva društva za upravljanje investicionim fondovima su poslovala sa gubitkom i iskazala ukupan negativan neto finansijski rezultat u iznosu od 311 miliona dinara. Više fondova znači veću stabilnost domaćeg finansijskog tržišta i mogućnost da se stanovništvo edukuje o šansama koje pružaju investicioni fondovi. Prednost ulaganja u investicioni fond predstavlja i mogućnost da se u gotovo svakom trenutku mogu prodati fondu investicione jedinice i dobiti likvidna sredstva. Prinos koji se može ostvariti ulaganjem u investicioni fond je najčešće veći od prinosa koji se može ostvariti štednjom u banci. Investicioni fondovi nose nešto veći rizik od štednje u banci, ali po pravilu i veći prinos na uložena sredstva.

6.4. Finansijsko izveštavanje investicionih fondova

Finansijski izveštaji investicionih fondova uređuju se privilnikom o sadržini i formi finansijskih izveštaja investicionih fondova, kao i forma i sadržaj obrazaca finansijskih izveštaja.

U skladu sa Zakonom o računovodstvu i reviziji, Međunarodnim računovodstvenim standardima, Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja i pravilnikom o sadržini i formi finansijskih izveštaja, sastavljaju se i prezentuju finansijski izveštaji određenog investicionog fonda.

Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije na osnovu Zakona o investicionim fondovima, zahteva od društava za upravljanje fondovima da sastave i objave godišnje i polugodišnje finansijske izveštaje fonda. Ako društvo za upravljanje fondom upravlja sa više fondova, godišnji i polugodišnji finansijski izveštaji se sastavljaju i objavljuju za svaki fond posebno.

Društvo za upravljanje fondom je dužno da Komisiji za hartije od vrednosti, zajedno sa sastavljenim godišnjim, odnosno polugodišnjim finansijskim izveštajima investicionog fonda dostavi i Izveštaj eksternog revizora i njihovoj reviziji.

Godišnji i polugodišnji finansijski izveštaji fonda obuhvataju:

1) Bilans stanja ili Izveštaj o neto imovini investicionog fonda

2) Bilans uspeha ili Račun dobitka i gubitka investicionog fonda
3) Izveštaj o tokovima gotovine investicionog fonda
4) Izveštaj o promenama na neto imovini otvorenog investicionog fonda, odnosno Izveštaj o promenama na kapitalu zatvorenog, odnosno otvorenog privatnog investicionog fonda
5) Izveštaj o stanju i promenama investicionih jedinica i finansijskim pokazateljima otvorenog investicionog fonda
6) Izveštaj o ukupnoj imovini investicionog fonda po vrstama
7) Izveštaj o strukturi ulaganja investicionog fonda
8) Izveštaj o realizovanim dobicima (gubicima) investicionog fonda
9) Izveštaj o nerealizovanim dobicima (gubicima) investicionog fonda
10) Izveštaj o transakcijama sa povezanim licima investicionog fonda
11) Napomene uz finansijske izveštaje
12) Statistički aneks investicionog fonda

Novoosnovani investicioni fondovi, finansijske izveštaje sastavljaju za period koji počinje od datuma rešenja Komisije za hartije od vrednosti o upisu fonda u Registar investicionih fondova, a završava se poslednjim datumom izveštajnog perioda.

Napomene uz finansijske izveštaje investicionog fonda moraju kao minimum sadržati:

1) opšte podatke o investicionom fondu
2) osnov za sastavljanje finansijskih izveštaja
3) opis značajnih računovodstvenih politika
4) podatke o promenama računovodstvenih politika

5) analizu pojedinačnih pozicija finansijskih izveštaja

6) analizu uspešnosti investiranja sredstava i analizu upravljanja investicionim fondom

7) transakcije investicionog fonda sa povezanim licima

8) politike upravljanja rizicima

9) druge podatke.

U ovom delu rada biće posvećena pažnja finansijskim sredstvima, koja su značajna za svaki investicioni fond, jer tangiraju bilans stanja investicionog fonda. Biće iznete novine u MSFI 9 – Finansijski instrumenti.

Rast učešća finansijskih instrumenata u imovini svih poslovnih entiteta, razvoj finansijskih tržišta na globalnom nivou nametnuo je potrebu harmonizacije finasijskog izveštavanja o finansijskim instrumentima. IASB je, uočavajući kompleksnost finansijskih instrumenata i obima objavljivanja u vezi njih, doneo, pre izbijanja finansijske krize, čak tri standarda koji se odnose na objavljivanje, vrednovanje i klasifikaciju finansijskih instrumenata. Kako je kriza nastala u finansijskim institucijama, pa su se u žarištu krize našla finansijska tržišta, iznete su ozbiljne kritike na račun vrednovanja finansijskih instrumenata. Grupa 20 je otvoreno od tela koja se bave donošenjem računovodstvenih standarda zahtevala pojednostavljenje pravila za izveštavanje o finansijskim instrumentima. U nameri da smanji složenost vrednovanja finansijskih instrumenata, Međunarodni odbor za računovodstvene standarde je u novembru 2009. godine objavio MSFI 9 Finansijska sredstva koji se odnosi na priznavanje i klasifikaciju finansijskih sredstava kao rezulat prve faze projekta. U novembru 2011. godine izvršene su izmene koje se tiču finansijskih obaveza u odnosu na MRS 39, čime će taj standard od januara 2013. godine prestati da važi.

Cilj MSFI 9 je da ustanovi principe za finansijsko izveštavanje o finansijskim sredstvima čija će primena omogućiti dobijanje relevantnih i upotrebljivih informacija za korisnike finansijskih izveštaja, da bi oni mogli da procene iznose, vremenski raspored i neizvesnosti u vezi

sa budućim novčanim tokovima entiteta.[54] Klasifikacija finansijskih sredstava u četiri kategorije: finansijska sredstva po fer vrednosti kroz bilans uspeha, finansijska sredstva koja se drže do roka dospeća, finansijska sredstva raspoloživa za prodaju i zajmovi i potraživanja bila je predmet čestih kritika. Razlozi kritika ležali su u činjenici da je njihovo vrednovanje, i inicijalno i naknadno, vršeno na različite načine, a obezvređenje utvrđivano primenom više modela.

MSFI 9 polazi od stava da je za korisnike finansijskih izveštaja važno napraviti razliku između finansijskih sredstava koja imaju visoku promenljivost novčanog toka ili koja se drže radi prodaje finansijskih sredstava koja imaju nominalnu vrednost i koja se drže radi naplate ugovorenih tokova gotovine, a ne radi prodaje ili poravnanja sa trećom stranom. Stoga, finansijska sredstva se klasifikuju u dve grupe: dužnička finansijska sredsva, koja se vrednuju po amortizovanoj vrednosti i vlasnička finansijska sredstva za čije se vrednovanje koristi fer vrednost. Klasifikacija je pošla od načina na koji entitet upravlja finansijskim sredstvima i od karakteristika ugovorenog novčanog toka datog finansijskog sredstva.

Način na koji se upravlja finansijskim sredstvima (business model) odražava u suštini cliljeve koje menadžment želi da ostvari posedovanjem tih finansijskih sredstava. Namere menadžmenta se, u ovom slučaju, ne odnose na pojedinačna finansijska sredstva (to je razlika u odnosu na MRS 39), već na više nivoe agregiranja (niže organizacione jedinice, npr. filijale kod banaka ili na nivou portfolija). Moguće je da jedan portfolio čine ulaganja kojima se upravlja sa ciljem da se putem prodaje realizuju promene u fer vrednosti, a da se drugim upravlja sa ciljem da se ulaganja drže radi prikupljanja ugovorenih tokova gotovine.[55]

Ako entitet primenjuje poslovni model čija je suština da kupuje portfolio finansijskih sredstava kao što su zajmovi, koji može sadržati i one koji su obezvređeni i ako u nekim slučajevima može doći do kašnjenja u naplati, entitet može da uđe u svop kamatne stope da bi promenio varijabilnu kamatnu stopu konkretnog finansijskog sredstva u portfoliju za fiksnu kamatnu stopu. Za ovakav poslovni model se kaže da mu je primarni clij da drži finansijska sredstva i ubira ugovorene prilive gotovine. Ni činjenica da u portfoliju postoje zajmovi po osnovu kojih se ne očekuje priliv gotovine jednak ugovorenom ili da entitet ulazi u kamatni svop da bi modifikovao gotovinski tok ne utiču na primarni cilj poslovnog modela. Entitet može sticati portfolio finansijskih sredstava radi realizacije promene u fer vrednosti finansijskih sredstava

[54] MSFI 9 *Finansijska sredstva*, paragraf 1
[55] Škarić Jovanović K. (2011), *Novine u finansijskom izveštavanju o finansijskim instrumentima*, Računovodstvo, Beograd

koja čine portfolio. Ovakav cilj poslovnog modela se prepoznaje po stalnim kupovinama i prodajama finansijskih sredstava.

Ugovoreni tokovi gotovine mogu biti takvi da ih čine samo prilivi po osnovu glavnice i kamata na neotplaćeni iznos glavnice, ali visina ugovorenih tokova gotovine može varirati u zavisnosti od drugih faktora, koji nemaju karakteristike kamate, npr. tržišnih cena. Takva finansijska sredstva su opcije i forvord ugovori. Da bi se uočile karakteristike ugovorenih tokova gotovine zahteva se razmatranje karakteristika finansijskog sredstva.

Entitet poseduje obveznicu čiji rok dospeća teče, plaćanje glavnice i kamate na neotplaćeni deo duga je povezano sa indeksom inflacije valute u kojoj je obveznica izdata. Opisane karakteristike finansijskog sredstva su osnova za sledeće: ugovoreni tokovi gotovine su samo plaćanje glavnice i kamate na neotplaćeni iznos glavnice. Povezanost visine glavnice i kamate sa inflacijom sračunato je na očuvanje njihove realne vrednosti. To implicira da iznos kamate predstavlja naknadu za ustupljeni iznos u visini neotplaćene glavnice u određenom periodu. Ako bi iznos plaćene kamate zavisio od neke performanse dužnika, visine dobitka ili neto imovine, tada kamata ne bi odražavala visinu naknade za kreditni rizik i usluga ustupanja iznosa koji odgovara nenaplaćenom iznosu glavnice.

Entitet poseduje konvertibilnu obveznicu. Entitet treba da posmatra obveznicu kao celinu, to jest kao kombinaciju dužničkog i vlasničkog instrumenta. Kamatna stopa kod ovakvih obveznica ne odražava samo vremensku vrednost novca i sa obveznicom povezan kreditni rizik, jer je povraćaj na ovo sredstvo povezan sa vrednošću neto imovine emitenta obveznice. Onda ovo sredstvo nema karakteristiku da novčani tokovi potiču samo od naplate glavnice i kamate.

Što se tiče inicijalnog vrednovanja finansijskih sredstava, prema MSFI 9 ono se vrši po fer vrednosti. Fer vrednost se uvećava za transakcione troškove za imovinu koja se vrednuje po fer vrednosti, ali ne kroz bilans uspeha. Naknadno vrednovanje finansijskih sredstava je pod uticajem ispunjenosti kriterijuma: poslovnog modela u upravljanju finansijskim sredstvima i karakteristika ugovorenih novčanih tokova. Ako se finansijska sredstva drže radi prikupljanja ugovorenih tokova gotovine, koje čine samo prilivi po osnovu naplate glavnice i kamate, za naknadno vrednovanje se koristi amortizovana vrednost. Po fer vrednosti kroz bilans uspeha

naknadno se vrednuju i finansijska sredstva koja su vlasnički instrumenti: koja se drže radi trgovanja, derivati i ulaganja u nekotirane vlasničke instrumente.[56]

Novina koju donosi MSFI 9 tiče se nekotiranih finansijskih sredstava. Naime, takva sredstva su se prema MRS 39 vrednovala po nabavnoj vrednosti. Kako MSFI 9 zahteva da se fer vrednost koristi za sve vlasničke instrumente, onda se u ovom slučaju za vrednovanje koristi neki od modela vrednovanja, a ne nabavna vrednost. Samo u slučaju da je nabavna vrednost dobra aproksimacija fer vrednosti, može se dozvoliti vrednovanje po nabavnoj vrednosti. Indikatori koji ukazuju na to da nabavna vrednost ne može reprezentovati fer vrednost su brojni, a najvažniji su: značajne promene u performansama ulaganja u poređenju sa planiranim, značajne promene u globalnoj ekonomiji ili ekonomskom okruženju u kome entitet čiji se vlasnički insturmenti drže, posluje, značajnih internih događaja u entitetu koji je emitent vlasničkih instrumenata kao što su pronevere, komercijalni sporovi, promene u menadžmentu itd. Važno je napomenuti da se nabavna vrednost nikada ne može koristiti za utvrđivanje fer vrednosti ulaganja u kotirane vlasničke instrumente ili ugovora na kotirane vlasničke instrumente.

Što se tiče reklasifikacije finansijskih instrumenata, postoje značajna ograničenja u odnosu na MRS 39. Reklasifikacija nije dopuštena između finansijskih sredstava koja se drže radi trgovanja i vrednuju po fer vrednosti kroz bilans uspeha i finansijskih sredstava koja se drže radi prodaje i koja se vrednuju po fer vrednosti kroz ostali ukupni rezultat. Dopušteno je izvršiti reklasifikaciju samo ako je došlo do promene cilja poslovnog modela kojim se takvim sredstvom upravlja. Te promene treba da budu utvrđene od strane menadžmenta kao rezultat eksternih ili internih promena i moraju biti značajne za poslovanje entiteta. Svaka obavljena reklasifikacija treba da bude objavljena uz navođenje datuma reklasifikacije i vrednosti reklasifikovanih sredstava iz/u svaku od kategorija, razloga za reklasifikaciju i kvantifikovanje uticaja reklasifikacije na iskazani prinosni i finansijski položaj.[57] Ako se finansijska sredstva reklasifikuju iz modela u kome su vrednovana po amortizovanoj vrednosti u poslovni model u kome će biti vrednovana po fer vrednosti, tada se na dan reklasifikacije mora utvrditi njihova fer vrednost. Svaka razlika između amortizovane i fer vrednosti treba da bude iskazana kao posebna pozicija u bilansu uspeha. Ukoliko se reklasifikuje finansijsko sredstvo iz poslovnog modela u

[56] Škarić Jovanović K. (2011), *Novine u finansijskom izveštavanju o finansijskim instrumentima*, Računovodstvo, Beograd
[57] Isto

kome je vrednovano po fer vrednosti u poslovni model u kome će biti vrednovana po amortizovanoj vrednosti tada se poslednja fer vrednost smatra njihovom tekućom vrednošću.

Obezvređenje finansijskih sredstava propisano od strane MRS 39 smatrano je komplikovanim i nekonzistentnim. Izmene u MSFI 9 kojim je ukinuta kategorija finansijskih sredstava raspoloživih za prodaju i propisano da se vrednovanje vlasničkih instrumenata isključivo vrši po fer vrednosti omogućile su pojednostavljenje utvrđivanja gubitaka od obezvređenja. Testiranje na obezvređenje se vrši samo za sredstva koja se vrednuju po amortizovanoj vrednosti.

Značaj finansijskih izveštaja

Informacije o finansijskom položaju i uspešnosti poslovnih entiteta koje se prezentuju u njihovim finansijskim izveštajima oduvek su imale veliki značaj za korisnike, budući da su one osnova za donošenje odluka o alokaciji resursa. Ipak, sa sigurnošću se može tvrditi da taj značaj nikada nije bio veći.

Brojni su faktori koji su uslovili stalan rast važnosti finansijskih izveštaja, a među njima se po snazi uticaja izdvajaju: razdvajanje vlasničke i upravljačke funkcije u korporativnim poslovnim entitetima, razvoj finansijskih tržišta i rast društvene odgovornosti preduzeća. Navedeni faktori su doveli ne samo do značajnog povećanja broja korisnika finansijskih izveštaja već su promenili i zahteve koje ti korisnici postavljaju pred finansijsko izveštavanje. Primarnim ciljem finansijskog izveštavanja danas se smatra zaštita interesa investitora, dok je zaštita interesa poverilaca, koja je decenijama determinisala formu i sadržinu finansijskih izveštaja izgubila primat.

Zadovoljavanje informacionih potreba investitora i pojava novih oblika ulaganja, ovde je pre svega reč o finansijskim instrumentima, doveli su do preispitivanja važećih pravila za priznavanje i vredovanje elemenata finansijskih izveštaja što je postalo primarno polje delovanja, kako profesionalnih računovodstvenih tela tako i regulatornih tela merodavnih za finansijsko izveštavanje. Rezultat ovih aktivnosti je uvođenje u sistem vrednovanja elemenata finansijskih izveštaja i fer vrednosti pored do tada dominirajućeg koncepta istorijskih troškova. Korišćenje fer

vrednosti kao osnove za vrednovanje elemenata finansijskih izveštaja je najpre bilo na nivou alternativnog metoda, odnosno pravo izbora, da bi potom postalo obavezna osnova za vrednovanje određenih oblika imovine i obaveza.

Sve izraženiji zahtevi korisnika informacija iz finansijskih izveštaja, pre svega investitora, da finansijski izveštaji odražavaju ekonomsku realnost po tržišnim uslovima su opravdani, jer se na osnovu takvih informacija donose dve važne ocene.[58] Prva informacija se odnosi na fer vrednost neto imovine i vrednost njihovog učešća u neto imovini (na osnovu navedenog investitori donose odluku o tome da li će zadržati, povećati ili smanjiti svoje učešće u neto imovini). Druga informacija se odnosi na uspešnost menadžmenta kome investitori poveravaju upravljanje uloženim kapitalom. Rast neto imovine po osnovu plasiranja sredstava i poslovanja predstavlja meru uspešnosti menadžmenta. Da bi se obezbedile navedene informacije moralo je doći do promena u, do tada, korišćenom konceptu.

Koncept fer vrednosti nije novina u vrednovanju elemenata finansijskih izveštaja. U računovodstvu istorijskih transakcija fer vrednost se odavno koristi u slučaju kada je na dan izveštavanja fer vrednost nekih oblika aktive, stalne imovine, zaliha ili potraživanja niža od njihove knjigovodstvene vrednosti ili kada je fer vrednost obaveza viša od njihove knjigovodstvene vrednosti.[59] Osim toga, fer vrednost je korišćena za određivanje vrednosti uloga vlasnika kada su u obliku stvari, za određivanje pojedinačnih vrednosti imovine koja je stečena u barter aranžmanu i za određivanje vrednosti imovine u situacijama kada se otpočinje sa poslovanjem i vođenjem knjiga.

Da bi se neko računovodstvo moglo označiti kao računovodstvo fer vrednosti, nužno je da:

a) fer vrednost bude korišćena kontinuirano za vrednovanje imovine i obaveza i

b) rezultat se dobija jednostavno kao promena fer vrednosti imovine i obaveza iskazanih u bilansu stanja.[60]

U računovodstvu fer vrednosti, fer vrednost se koristi za vrednovanje imovine i obaveza nezavisno od toga da li je ona viša ili niža od vrednosti po kojoj su imovina i obaveze iskazani u

[58] Škarić Jovanović K. (2012), *Implikacije primene fer vrednosti na iskaznu moć izveštavanja o rezultatu*, XLIII Simpozijum Saveza računovođa i revizora Srbije, Zlatibor
[59] Isto
[60] Isto

poslovnim knjigama. Vrednost koja se nalazi u poslovnim knjigama se tretira kao fer vrednost utvrđena pri prethodnom procenjivanju. Fer vrednost koja se koristi kontinuirano označava se kao izlazna vrednost.

Druga značajna karakteristika računovodstva fer vrednosti je da u bilansu uspeha iskazani rezultat odražava promenu visine fer vrednosti neto imovine iskazane u bilansu stanja. Ovo je neposredna posledica okolnosti da rezultat u računovodstvu fer vrednosti obuhvata pored rezulata koji je posledica transakcija prodaje i koji se označava kao realizovani dobitak, poznat iz računovodstva istorijskog troška, i dobitke i gubitke koji nastaju po osnovu promene fer vrednosti imovine i obaveza koji se na dan izveštavanja još uvek nalaze u posedu preduzeća. U bilansu uspeha treba iskazati i one dobitke i gubitke koji nastaju usled promena fer vrednosti finansijskih sredstava koja su raspoloživa za prodaju, promenu fer vrednosti nepokretnosti, postrojenja i opreme, nematerijalnih ulaganja za koje se koristi postupak revalorizacije kao i kursne razlike po osnovu učešća u kapitalu inostranih entiteta. Navedeni dobici i gubici su u literaturi poznati kao ostali ukupan rezultat (other comprehensive income).

Iako izlazna fer vrednost ne zahteva nužno postojanje aktivnog tržišta, ipak se ona označava kao tržišna cena, odnosno hipotetična tržišna cena. To poistovećivanje ili nastojanje da korišćene fer vrednosti budu jednake onim tržišnim vrednostima koje se za data sredstva ili obaveze utvrđuju u redovnim transakcijama je veoma važno za pouzdanost informacija koje o imovini i rezultatu pruža računovodstvo fer vrednosti.[61] Postoje različite metode procene fer vrednosti, jer nije moguće za svu imovinu i obaveze u finansijskim izveštajima imati tržišnu vrednost koja bi se koristilia kao fer vrednost.

Uslovi koji bi trebalo da budu ispunjeni da bi bili realizovani ciljevi računovodstva fer vrednosti su:

a) računovodstvo fer vrednosti se može primeniti samo ako je vrednost za vlasnike – investitore određena isključivo promenama tržišnih cena. Vlasnici ne mogu biti u poziciji da svojim poslovnim odlukama utiču na tržišnu vrednost sredstava koja se vrednuju po fer vrednosti. Ovaj zahtev se označava i kao One-to-One principle (tj. računovodstvo fer vrednosti se može primeniti samo ako preduzeće ne može povećati tržišne cene putem svog poslovanja),

[61] Škarić Jovanović K. (2012), *Implikacije primene fer vrednosti na iskaznu moć izveštavanja o rezultatu*, XLIII Simpozijum Saveza računovođa i revizora Srbije, Zlatibor

b) računovodstvo fer vrednosti se može primeniti samo na imovinu čija vrednost posmatrano sa stanovišta vlasnika zavisi od promena njenih tržišnih cena. Takav je slučaj sa pasivnim ulaganjem u hartije od vrednosti, sa investicionim nekretninama koje se drže u očekivanju rasta tržišnih cena, pasivnim ulaganjem u osiguravajuće kompanije i derivate, tj. fer vrednost se u najvećoj meri primenjuje na finansijske instrumente i koncept fer vrednosti najviše koriste investicioni fondovi,

c) računovodstvo fer vrednosti se primenjuje na nivou portfolija imovine i obaveza kojima se upravlja u skladu sa poslovnim planom. U računovodstvu fer vrednosti se primena načela uzročnosti odnosi na povezivanje dobitaka i gubitaka nastalih u vezi sa određenim portfolijom imovine i obaveza,

d) ako se fer vrednost utvrđuje primenom nekog od modela procene, nužno je da se procene zasnivaju na tekućim cenama sa aktivnih tržišta. Ne može preduzeće arbitrirati koju će tržišnu cenu uzeti za poređenje, niti u modelima procene fer vrednosti odabrane pretpostavke mogu biti predmet izbora,

e) računovodstvo fer vrednosti mora izveštavati mnogo detaljnije o dobicima i gubicima koji su posledica promene fer vrednosti u odnosu na realizovane dobitke i gubitke.

U fokusu korisnika finansijskih izveštaja, sve veći primat zauzima bilans stanja. U ovom izveštaju investitori mogu naći sve informacije relevantne za donošenje odluka o budućim ulaganjima obzirom da je u njemu iskazana fer vrednost imovine i obaveza, a samim tim i neto imovine. Informacije sadržane u bilansu uspeha o ukupnom rezultatu nisu dovoljno informativne. One pokazuju visinu promene fer vrednosti neto imovine iskazane u bilansu stanja i nisu pogodne za procenu budućih rezultata niti za procenu budućih promena fer vrednosti imovine i obaveza, jer idealni koncept fer vrednosti polazi od pretpostavke da su fer vrednosti isključivo zavisne od promena na tržištu. Međunarodni odbor za računovodstvene standarde (IASB) objavio je 12.5.2011. godine MSFI 13 Merenje fer vrednosti (Fair value measurement) pa sam smatrala oportunim da ovoj problematici posvetim dužnu pažnju.

Dakle, podizanje kvaliteta finansijskih izveštaja predstavlja uslov za uspostavljanje fer konkurencije na finansijskim tržištima i obezbeđenje potrebne sigurnosti investitora i poverilaca. Kvalitet finansijksih izveštaja, pak uslovljen je, pre svega stručnošću i etičnošću ne samo profesionalnih računovođa već i menadžera.

Slika 6.4. Bilans stanja otvorenog investicionog fonda na dan 31.12.2011.

Образац 1

Назив фонда:ERSTE CASH
Регистарски број фонда: 5/0-34-5299/4-09
Назив друштва за управљање фондом: DZU ERSTE INVEST A.D.BEOGRAD
Матични број друштва за управљање фондом:20453427
ПИБ друштва за управљање фондом:105744369

БИЛАНС СТАЊА
ОТВОРЕНОГ ИНВЕСТИЦИОНОГ ФОНДА
на дан 31.12.2011 године

(у хиљадама динара)

Група рачуна /рачун	Позиција	АОП	Напомена	Текућа година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
	А. УКУПНА ИМОВИНА (002+003+009)	001		422.416	169.286
10	**I Готовина**	002	9	11.602	987
11 и 12	**II Потраживања** (004 до 008)	003		0	145
110 и 119 (део)	1. Потраживања по основу продаје хартија од вредности	004			
111 и 119 (део)	2. Потраживања по основу камата	005			
112 и 119 (део)	3. Потраживања по основу дивиденди	006			
12	4. Потраживања од друштва за управљање	007		0	145
113, 115,118 и 119 (делови)	5. Остала потраживања	008			
20,21,22,29	**III Улагања фонда** (010+013+016+019+020)	009		410.814	168.154
	1. Улагања фонда у хартије од вредности које се држе до рока доспећа (011+012)	010	10	88.035	35.586
200 и 209	1.1. Дужничке хартије од вредности домаћих издавалаца	011		88.035	35.586
210 и 219	1.2. Дужничке хартије од вредности страних издавалаца	012			
	2. Улагања фонда у хартије од вредности расположиве за продају (014 + 015)	013			
201	2.1. Улагања фонда у хартије од вредности расположиве за продају домаћих издвалаца	014			
211	2.2. Улагања фонда у хартије од вредности расположиве за продају страних издавалаца	015			
	3. Улагања фонда у хартије од вредности по фер вредности кроз биланс успеха (017+018)	016			
202	3.1. Улагања фонда у хартије од вредности по фер вредности кроз биланс успеха домаћих издавалаца	017			
212	3.2. Улагања фонда у хартије од вредности по фер вредности кроз биланс успеха страних емитената	018			
22	***4. Депозити***	019	11	322.779	132.568
28	***5. Остала улагања***	020			
	Б. ОБАВЕЗЕ (102 +106+107+108)	101		334	1.146
30	**I Обавезе према друштву за управљање** (103 до 105)	102		304	1.133

Izvor: Revizorski izveštaj Erste Cash Fonda 2011.

Slika 6.4.1. Bilans stanja otvorenog investicionog fonda na dan 31.12.2011.

Група рачуна /рачун	Позиција	АОП	Напомена	Текућа година	Претходна година
1	2	3	4	5	6
300,301	1. Обавезе за накнаду за управљање	103		304	133
302	2. Обавезе за накнаду по основу куповине и откупа инвестиционих јединица	104		0	1.000
309	3. Остале обавезе према друштву за управљање	105			
31	**II Обавезе по основу чланства**	106			
32	**III Остале обавезе из пословања**	107		30	13
33	**IV Краткорочне финансијске обавезе**	108			
	В. НЕТО ИМОВИНА ФОНДА (001-101)	109		422.082	168.140
400	I Инвестиционе јединице-нето уплате	110		381.448	159.168
431	II Кумулирани нереализовани добици по основу ХоВ	111			
432	III Кумулирани нереализовани губици по основу ХоВ	112			
44	IV Нераспоређени добитак	113		40.634	8.972
45	V Губитак	114			
	Г. НЕТО ИМОВИНА ФОНДА ПО ИНВЕСТИЦИОНОЈ ЈЕДИНИЦИ				
	I Број инвестиционих јединица	115		341.392	152.565
	II Нето имовина по инвестиционој јединици	116		1.236	1.011

У Београду,
Дана 25.03.2012

Лице одговорно за састављање извештаја
Весна Јанковић

Законски заступник друштва за управљање фондом
Александар Иванчевић Зинаић, Роланд Тамас

Напомене:
1) Број инвестиционих јединица се не исказује у хиљадама, већ у целом броју
2) Вредност нето имовине по инвестиционој јединици се не исказује у хиљадама, већ у пуном износу

Izvor: Revizorski izveštaj Erste Cash Fonda 2011.

7. BERZA I BERZANSKI POSREDNICI

7.1. Suština berzanskog poslovanja

Berza je fizički i poslovno organizovan prostor, na kome se po strogo utvrđenim pravilima trguje hartijama od vrednosti, novcem i stranim sredstvima plaćanja. Berza je institucija finansijskog tržišta, ali je i sama po sebi finansijsko tržište. Berze kao institucije organizovanog finansijskog tržišta kapitala, predstavljaju samostalne organizacije koje poseduju sopstveni poslovni prostor, članstvo i poslovna pravila.

Berza ne može trgovati hartijama od vrednosti, niti davati savete koji se odnose na kupovinu i prodaju hartija od vrednosti kao ni savete o izboru brokersko – dilerskog društva ili ovlašćene banke.

Uloga berze, između ostalog je i obezbeđenje uslova i načina utvrđivanja objektivne cene akcija, što ne znači da cene akcija utvrđuju zaposleni na berzi, već da se na berzi obezbeđuju ravnopravni uslovi za susretanje ponude i tražnje za određenom akcijom, po unapred propisanim pravilima i načinima važećim za sve subjekte.

Berza organizuje trgovanje javnom ponudom, a predmet javne ponude mogu biti hartije od vrednosti, standardizovani finansijski derivati i drugi finansijski instrumenti kojima se u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i aktom Komisije za hartije od vrednosti može trgovati na berzanskom i vanberzanskom tržištu[62].

7.2. Poslovanje beogradske berze, makroekonomski podaci

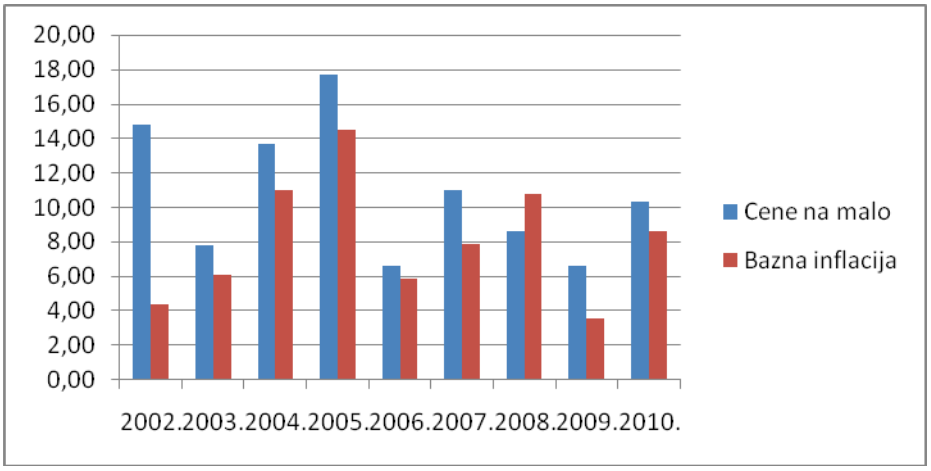
Beogradska berza ima dugu tradiciju. Osnovana je još krajem IX veka, da bi doživela prekid poslovanja 1941. godine kao nepotrebna institucija u tadašnjem društvenom i političkom uređenju. Beogradska berza je ponovo osnovana 1989. godine, a dobija još više na značaju sa ubrzanjem privatizacije, naročito tokom 2002. godine.

[62] http:// belex.rs, od ponedeljka 3. decembra 2011. god

Akcionarsku strukturu Beogradske berze čine, pored Republike Srbije, brokersko – dilerska društva, banke, osiguravajuća društva i pravna lica za proizvodnju i promet roba. Beogradska berza organizovana je kao zatvoreno akcionarsko društvo. Akcionari berze mogu akcije Berze slobodno prodavati samo Berzi. O ponudi za prodaju akcija, odnosno sticanju sopstvenih akcija, odlučuje Skupština Berze.

U 2008. godini, svetska ekonomska kretanja u velikoj meri su uticala na kretanje domaće ekonomije, a efekti krize su se pojačavali od početka godine snažeći formirane trendove. Osnovne makroekonomske neravnoteže u 2008. ogledaju se u visokom fiskalnom deficitu (2% BDP), visokom deficitu tekućeg računa (18.3% BDP), visokoj inflaciji i visokoj stopi nezaposlenosti (18.6%).

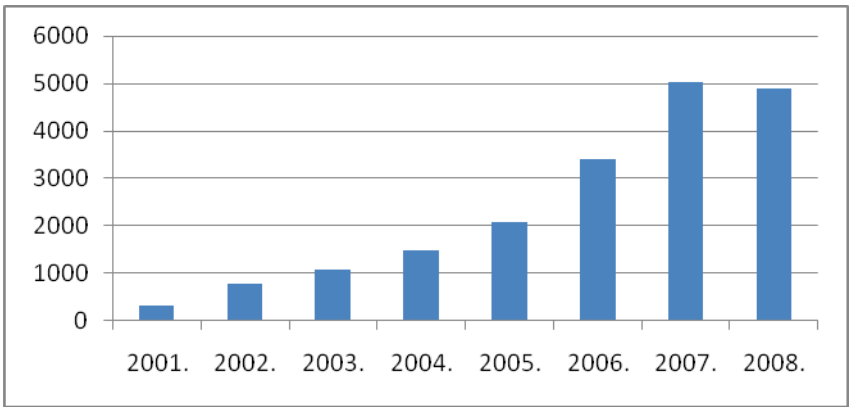
Slika 7.2. Godišnje stope inflacije



Izvor: Narodna banka Srbije

Usporavanje privrednih aktivnosti uz pad cena sirovina, pre svega cena nafte na svetskom tržištu, kao i cena poljoprivrednih proizvoda, dovelo je do usporavanja inflacije i cena na malo u drugoj polovini 2008. godine, pa je bazna inflacija dostigla nivo od 10.1% uz rast cena na malo od 6.8%.

Slika 7.2.1. Devizna štednja



Izvor: Narodna banka Srbije

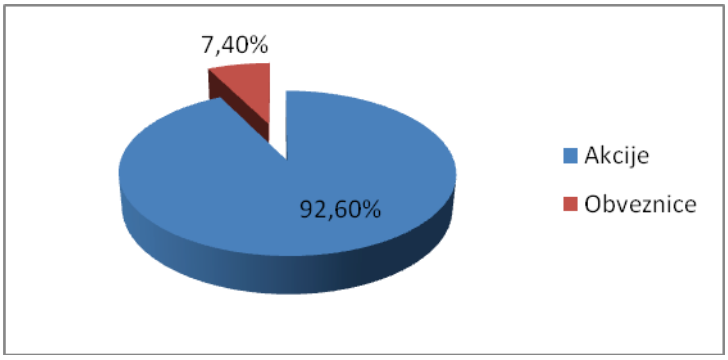
7.3. Poslovne operacije – promet

Na Beogradskoj berzi je u 2008. godini ukupno ostvaren promet u vrednosti od 71,8 milijardi dinara, odnosno nešto više od 882 miliona evra, što predstavlja smanjenje prometa od 56.4% u odnosu na prethodnu godinu. Kao i prethodnih godina, trgovalo se akcijama preduzeća i obveznicama Republike Srbije. Ukupan broj realizovanih transakcija tokom 2008. godine je iznosio 119.001, što je pad od preko 60% ili čak 182 hiljade transakcija manje nego rekordne 2007. godine.[63]

U 2008. godini prosečan ukupni dnevni promet je iznosio nešto manje od 283 miliona dinara, što je pad od 57% u odnosu na 2007. godinu. Akcije su kao i prethodnih godina imale dominantan udeo u ukupnom prometu na Beogradskoj berzi. Učešće prometa akcijama je za 3% više u odnosu na prethodnu godinu.

[63] *Godišnji izveštaj o poslovanju beogradske berze 2008. godine,* Beogradska berza

Slika 7.3. Promet u 2008. prema vrsti HoV



Izvor: Narodna banka Srbije

Veliki pomak u jačanju uloge Beogradske berze postignut je saradnjom sa berzama članicama Evropske unije, u trgovini akcijama, međusobnoj razmeni informacija, različitim vidovima prezentacija i edukacija.

7.4. Berzanski posrednici

Dve osnovne grupe berzanskih posrednika jesu brokeri i dileri, mada njihove poslove posredovanja mogu obavljati i druge finansijske institucije. Prema odredbama Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, brokersko – dilersko društvo se definiše kao „pravno lice koje ima dozvolu za rad Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje delatnosti brokersko – dilerskog društva u skladu sa ovim zakonom“.[64]

Većina berzanskih posrednika istovremeno obavlja i brokerske i dilerske poslove za klijente, zbog čega se uobičajeno i zovu brokersko – dilerska društva.

Brokersko – dilersko društvo može obavljati delatnosti (1) posredovanja u kupovini i prodaji hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i kupovini i prodaji tih instrumenata u svoje ime, a za račun nalogodavca, odnosno u ime i za račun nalogodavca (*brokerski poslovi*), (2) kupovine i prodaje hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata

[64] *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2006), 47/2006, Službeni glasnik RS

u svoje ime i za svoj račun, radi ostvarivanja razlike u ceni (*dilerski poslovi*), (3) obavezne kupovine i prodaje hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata u svoje ime i za svoj račun po ceni koju unapred objavljuje brokersko – dilersko društvo (*poslovi market – mejkera*), (4) upravljanja hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima u ime i za račun nalogodavca (*poslovi portfolio menadžera*), (5) organizovanja izdavanja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata bez obaveze otkupa neprodatih hartija od vrednosti, odnosno organizovanja uključivanja hartija od vrednosti na organizovano tržište (*poslovi agenta emisije*), (6) organizovanja izdavanja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata sa obavezom njihovog otkupa od izdavaoca neprodatih hartija od vrednosti (*poslovi pokrovitelja emisije*) i (7) pružanja savetodavnih usluga u vezi s poslovanjem hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (*poslovi investicionog savetnika*).[65]

U Srbiji, višegodišnji trend poslovanja brokersko dilerskih društava zaustavljen je u 2008. godini iskazivanjem negativnog neto finansijskog rezultata i naglim smanjenjem bilansne aktive. Istovremeno, prvi put od 2004. godine ova društva su u 2008. godini iskazala gubitak iznad visine kapitala. Negativan neto finansijski rezultat u 2008. bio je u iznosu od 89 miliona dinara, dok je u 2007. ostvaren pozitivan neto finansijski rezultat u iznosu od 2.341 milion dinara.[66]

Broj brokersko dilerskih društava u Srbiji u 2009. godini iznosi 73, što je za dva više od prethodne godine.

[65] *Izveštaj o radu i kretanjima na tržištu HoV 2008. godine,* Komisija za hartije od vrednosti
[66] *Saopštenje o ostvarenim rezultatima poslovanja brokersko dilerskih društava 2008. godine,* Narodna banka Srbije

ZAKLJUČAK

Na osnovu prethodnog istraživanja celokupnog finansijskog sistema Srbije od 2000. godine, može se zaključiti da je na njegov razvoj uticao čitav niz faktora, od kojih su najznačajniji u posmatranom periodu, privatizacija i restrukturiranje u celokupnoj privredi. Takođe, stabilnost tržišta (bankarskog, penzionih i investicionih fondova, osiguranja i berzanskog) utiče na stabilnost finansijskog sistema.

Dobro razvijen finansijski sistem je faktor od velikog značaja za celokupan privredni razvoj.

Period nakod 2000. godine karakteriše intenziviranje tranzicionih procesa u bankarstvu, političke promene u Srbiji, uspostavljanje makroekonomske stabilnosti. Ubrzana je privatizacija preduzeća i banaka koja je započela dosta ranije, ali još uvek nije kompletirana. Unapređeno je tržište kapitala i berzansko poslovanje, doneti su novi zakoni. Reforme, prvenstveno bankarskog sistema značajno su uticale na pozitivna kretanja u zemlji.

U 2007. godini započela je globalna finansijska kriza kojoj su banke bile prve na udaru. Sve je počelo sa finansijskog tržišta Amerike, tačnije krizom hipotekarnog tržišta, da bi se talas preneo na berze. Makroekonomska kretanja u Srbiji ogledala su se u rastu političke nestabilnosti.

Međutim, posmatrajući kompletan finansijski sektor može se reći da je i pored teških udaraca ostao na nogama, zadržavajući vodeću poziciju u ekonomiji zemlje. To je zasluga njegovog ubedljivo najdominantnijeg dela – bankarskog sektora. Finansijski sistem zemlje uspeo je da sačuva stabilnost, a procesi koji su se dešavali doveli su do mnogih pozitivnih efekata i promena.

Literatura

- Avdalović V. (2007), *Osiguranje*, Beogradska bankarska akademija, Beograd
- Deloitte (2011), *Vodeće banke i osiguravajuća društva u Adrija regionu*, Beograd
- Drašković B. i Vuković V. (2008), *Tržišne strukture i zaštita konkurencije*, BBA i Institut ekonomskih nauka Beograd, Beograd
- Erić D. (2003), *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja, Beograd
- Gligorić Č. (2005), *Osnove ekonomije, računovodstva i finansija*, Pravni fakultet, Beograd
- Grupa autora, *Banke i osiguranja u Srbiji 2001-2011 i poređenje sa zemljama regiona*, Edicija Biznis info grupe
- Grupa autora, *Izazovi uvođenja II stuba penzijskog osiguranja u Srbiji*, USAID
- Hanić H. (2008), *Upravljanje marketingom*, Beogradska bankarska akademija, Beograd
- Hanić H. i Vuković V. (2008), *Tržište bankarskih proizvoda i usluga u Srbiji i zemljama u okruženju*, BBA i Institut ekonomskih nauka Beograd, Beograd
- Ivanović P. (2008), *Teorija novca i bankarstva*, FABUS, Sremska Kamenica
- *Izveštaj o stanju tržišta osiguranja u 2011. godini*, Narodna banka Srbije
- *Izveštaj za prvo tromesečje 2005. godine,* Narodna banka Srbije
- *Izveštaj za treće tromesečje 2012. godine,* Narodna banka Srbije
- Jednak J. (2007), *Finansijska tržišta*, Beogradska poslovna škola, Beograd
- Jobber D. i Fahy J. (2006), *Osnovi marketinga*, Data status, Beograd
- Komisija za hartije od vrednosti (2008), *Izveštaj o radu i kretanjima na tržištu HoV*
- Kong J. i Sing M., *Insurance Companies in Emerging Markets*, Working paper IMF
- Kotler Ph. i Keller K. L. (2006), *Marketing menadžment*, Data status, Beograd
- Međunarodni računovodstveni standard 39
- Mihailović D. (1999), *Metodologija naučnih istraživanja*, FON, Beograd

- Mishkin F. (2006), *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data status, Beograd
- Pinjera H., *Privatizacija socijalnog osiguranja u Čileu*, Cato Journal Vol 15 no2
- Popović V. Z. (2001.), *Kako napisati i objaviti naučno delo*, Institut za fiziku, Beograd
- *Stanje tržišta osiguranja u Srbiji*, KPMG Srbija, Beograd
- *Statistički godišnjak Srbije* (2012), Republički zavod za statistiku, Beograd
- The Ernst & Young Business Risk Report (2010), *Insurance in emerging markets*
- Škarić Jovanović K. (2011), *Novine u finansijskom izveštavanju o finansijskim instrumentima*, Računovodstvo, Beograd
- Unković M., Milosavljević M. i Stanišić N. (2010), *Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd
- *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2006), 47/2006, Službeni glasnik RS
- http://belex.rs
- http://investicioni-fondovi.com
- http://kamatica.com
- http://katalaksija.com
- http://nbs.rs
- http://uos.rs