

Univerzitet Singidunum
Departman za posleddiplomske studije
(po programu Fakulteta za finansijski menadžment i osiguranje)

MAGISTARSKI RAD

Tema:
Društva za osiguranje na finansijskom tržištu

Mentor
Prof.dr Pak Jasna

Student:
Momčilović Ankica
19/2004

Beograd, septembar 2014. godine

SADRŽAJ

I.	UVODNA RAZMATRANJA	7
II.	TEORIJSKO METODOLOŠKA POLAZIŠTA	12
III.	MESTO I ULOGA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA U FINANSIJSKOM SISTEMU U TRŽIŠNOJ PRIVREDI	15
1.	Karakteristike finansijskog tržišta u Srbiji	16
2.	Učesnici na finansijskom tržištu	20
3.	Osnovne karakteristike društava za osiguranje kao učesnika na finansijskom tržištu	22
4.	Sredstva koja društva za osiguranje ulažu na finansijskom tržištu	23
4.1.	Adekvatnost tehničkih rezervi	25
4.2.	Margina solventnosti društava za osiguranje	27
5.	Rizici plasmana društava za osiguranje	29
6.	Značaj društava za osiguranje kao nosilaca aktivnosti na finansijskom tržištu	33
IV.	PRAVNI PROPISI U OBLASTI PLASMANA SREDSTAVA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE	35
1.	Pravni propisi u EU	35
1.1.	Investiciona politika osiguravača u konceptu Solventnost II	36
2.	Pravni propisi u državama članicama Evropske unije na primeru Nemačke, Francuske i Velike Britanije	37
3.	Pravni propisi pojedinih država u okruženju (Slovenija, Hrvatska)	43
4.	Pravni propisi u Srbiji	50
5.	Analiza razlika pravnih propisa u pojedinim zemljama i predlog njenog unapređenja u Srbiji	54
V.	STRUKTURA INVESTICIONOG PORTFELJA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE	57
1.	Karakteristike investicionog portfelja osiguravača koji sprovode životna osiguranja	58
2.	Karakteristike investicionog portfelja osiguravača koji sprovode neživotna osiguranja	60
3.	Sigurnost ulaganja	61
VI.	STRUKTURA INVESTICIONOG PORTFELJA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA ZEMALJA ČLANICA EU I POJEDINIH ZEMALJA U OKRUŽENJU	66
1.	Struktura investicionog portfelja društava za osiguranje u periodu 2008-2011 u zemljama članicama EU	66
1.1.	Nemačka	70
1.2.	Francuska	74
1.3.	Velika Britanija	79

2.	8Struktura investicionog portfelja društava za osiguranje u Srbiji i zemljama u okruženju u periodu 2004-2011	83
2.1.	Slovenija	83
2.2.	Hrvatska	86
2.3.	Srbija	92
2.4.	Uporedna analiza tržišta osiguranja Srbije i zemalja u regionu (Slovenija i Hrvatska) sa osvrtom na investicione plasmane društava za osiguranje	95
VII.	EKONOMSKI EFEKTI ULAGANJA SREDSTAVA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE ZA PRIVREDU ZEMLJE	100
1.	Uticaj Solvency II na delatnost osiguranja i politiku investiranja osiguravača	105
VIII.	UTICAJ SVETSKE EKONOMSKE KRIZE NA INVESTICIONI PORTOFOLIO DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE	110
1.	Uticaj krize na investiciona ulaganja društava za osiguranje u regionu i Srbiji	113
IX.	ZAKLJUČAK	116
	LITERATURA	119

KLASIFIKACIJA TABELA I GRAFIKONA

Klasifikacija tabela

Tabela 1: Kvantitativna ograničenja ulaganja sredstava tehničke i matematičke reserve društava za osiguranje u Sloveniji	41
Tabela 2: Kvantitativna ograničenja ulaganja sredstava osiguravača Hrvatske	49
Tabela 3: Kvantitativna ograničenja ulaganja životnih osiguranja u R. Srbiji (za ukupna plasiranja)	52
Tabela 4: Kvantitativna ograničenja ulaganja životnih osiguranja u R. Srbiji (za pojedinačna plasiranja)	52
Tabela br. 5: Kvantitativna ograničenja ulaganja neživotnih osiguranja u R. Srbiji (za ukupna plasiranja)	53
Tabela 6: Kvantitativna ograničenja ulaganja neživotnih osiguranja u R. Srbiji (za pojedinačna plasiranja)	53
Tabela 7: Uporedni prikaz ograničenja za ukupne plasmane (Srbija, Hrvatska i Slovenija)	54
Tabela 8: Prikaz ograničenja plasmana osiguravajućih društava životnog osiguranja u odabranim zemljama EU	58
Tabela 9: Osobine izvora finansiranja i obaveza životnih i neživotnih osiguravača (u smislu njihove ročnosti i predvidivosti)	62
Tabela 10: Podela aktive društava za osiguranje prema stepenu rizičnosti	62
Tabela 11: Razdeoba ukupno ostvarene premije osiguranja u svetu u periodu od 2008-2011. godine (%)	66
Tabela 12: Investiciona struktura sredstava za pokriće matematičkih i tehničkih rezervi društava za osiguranje u Sloveniji na dan 31. decembar u periodu 2009-2012 (u EURm, u %)	85
Tabela 13: Prinosi od investicija hrvatskih osiguravača u periodu 2007-2010. godine	91
Tabela 14: Penetracija i gustina osiguranja u Srbiji i odabranim zemljama u regionu u periodu 2004-2011. godine	98
Tabela 15: Kretanje prinosa na investicije osiguravajućih društava u Srbiji i odabranim zemljama u regionu u periodu 2004-2008.	98

Klasifikacija grafikona

Grafikon 1: Ukupan investicioni portofolio osiguravača EU u periodu 2003-2012 godine (u EURm)	67
Grafikon 2: Struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava zemalja članica EU u periodu 2002-2011. godine (%)	69
Grafikon 3: Ukupan inesticioni portfelj nemačkih osiguravača tokom perioda 2003-2012. godine (u EURm)	70
Grafikon 4: Učešće nemačkih osiguravača u ukupnom investicionom portfelju osiguravača u EU u periodu 2003-2012. godine (%)	71
Grafikon 5: Struktura investicionog portfelja društava za osiguranje u Nemačkoj u periodu 2008-2011. godine (u EUR mlrd)	72
Grafikon 6: Stopa prinosa na državne obveznice i HOV sa fiksnim prinosom u Nemačkoj u periodu 1997-2012.	73
Grafikon 7: Prihodi od investicija osiguravajućih društava u Nemačkoj po vrstama osiguranja (u EUR mlrd)	74
Grafikon 8: Ukupan investicioni portfelj francuskih osiguravača tokom perioda 2003-2012. godine (u EURm)	75
Grafikon 9: Učešće francuskih osiguravača u ukupnom investicionom portfelju osiguravača u EU u periodu 2003-2012. godine (%)	76
Grafikon 10: Ulaganje sredstava francuskih osiguravača u periodu 2003-2013. godine (%)	77
Grafikon 11: Ulaganja društava za osiguranje u Francuskoj u 2013. godini	78
Grafikon 12: Struktura finansiranja malih i srednjih preduzeća i ETI od strane francuskih osiguravača tokom 2013. godine	79
Grafikon 13: Ukupan investicioni portfelj britanskih osiguravača tokom perioda 2003-2012. godine izražen u EURm	80
Grafikon 14: Učešće britanskih osiguravača u ukupnom investicionom portfelju osiguravača u EU u periodu 2003-2012. godine (%)	81
Grafikon 15: Investicije britanskih osiguravača u 2011. godini	82
Grafikon 16: Ukupan inesticioni portfelj slovenačkih osiguravača tokom perioda 2003-2012. godine izražen u EURm	83
Grafikon 17: Struktura finansijskog sistema u Republici Hrvatskoj u 2009. godini	87
Grafikon 18: Ulaganja imovine za pokriće tehničkih rezervi društava za osiguranje u Hrvatskoj u periodu od 2004-2008. godine	88
Grafikon 19: Ulaganja imovine za pokriće matematičkih rezervi društava za osiguranje u Hrvatskoj u periodu od 2004-2008. godine	89
Grafikon 20: Ulaganja sredstava tehničke rezerve osiguravača Hrvatske u 2009. godini	90
Grafikon 21: Ulaganja sredstava matematičke rezerve osiguravača Hrvatske u 2009. godini	91
Grafikon 22: Ulaganja imovine za pokriće tehničkih rezervi društava za osiguranje u Srbiji u periodu od 2005-2012. godine	93
Grafikon 23: Ulaganja imovine za pokriće matematičke rezerve društava za osiguranje u Srbiji u periodu od 2005-2012. godine	94
Grafikon 24: Kretanje ukupne premije osiguranja u Srbiji, Hrvatskoj i Sloveniji u periodu 2004-2011. godina (EURm)	95

Grafikon 25: Udeo premije životnih osiguranja u ukupnoj premiji u Srbiji, Hrvatskoj i Sloveniji u periodu 2004-2011. godine (u %)	97
Grafikon 26: Imovina institucionalnih investitora u Evropi na dan 31.12.2011.	102
Grafikon 27: Pokrivenost tehničkih rezervi društava za osiguranje u Srbiji propisanim oblicima aktive u periodu 2008-2012. godine (%)	114

I. UVODNA RAZMATRANJA

Primarna funkcija društava za osiguranje je obezbeđenje posredne ekonomske zaštite osiguranika i drugih korisnika osiguranja. Međutim, sa aspekta privrednog rasta, društva za osiguranje imaju i druge funkcije od kojih je najbitnija mobilizacija finansijskih sredstava. Obavljajući ovu funkciju društva za osiguranje obavljaju poslove finansijskog posredovanja kao institucionalni investitori i time dobijaju vrlo značajnu ulogu u finansijskom sistemu jedne zemlje.

Osiguravajuća društva bi mogla u budućnosti da postanu jedan od ključnih učesnika na finansijskom tržištu, zahvaljujući činjenici da akumuliraju ogromna novčana sredstva koja mogu dalje biti plasirana. Cilj ovog rada jeste da se putem teorijskog određenja okvira uloge društava za osiguranje kao institucionalnih investitora, strukture investicionog portfelja, kao i trendova u Srbiji, zemljama u regionu i zemljama članicama Evropske unije, bliže pojasni uloga osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora na finansijskom tržištu i ukaže na značaj koju delatnost osiguranje ima na privredu i društvo.

Kao privredna delatnost osiguranje obezbeđuje organizovanu zaštitu od rizika koji ugrožavaju imovinsku sigurnost privrednih i drugih subjekata putem tehnike njegovog prenosa na veći broj lica koja čine zajednicu rizika, tj. skupinu onih koje ugrožavaju iste ili slične opasnosti. Rizik kao neizvestan događaj je pretnja svakom onom ko mu je izložen, ali se ne može utvrditi koga će tačno da pogodi. Međutim, zahvaljujući računu verovatnoće moguće je predvideti kod koliko će lica u nekom vremenu rizik biti ostvaren i kakve će biti njegove štetne posledice. Što je zajednica rizika veća, tj. što je rizik razdvojen između više ugroženih, to ga i član zajednice može lakše podneti jer plaća manju cenu za osiguravajuće pokriće. Za efikasno funkcionisanje zajednice potrebno je da ona obuhvati što veći broj lica, i da broj onih koje su pogođeni događajem koji je posledica osiguranog slučaja bude manji od broja lica koja su istom riziku izložena.

Osiguranje je delatnost koja u isto vreme ima ekonomski, pravni i tehnički aspekt, te je teško dati sveobuhvatnu definiciju koja bi na zadovoljavajući način obuhvatila sve navedene aspekte ove delatnosti. Osiguranje obezbeđuje zaštitu od rizika koja je potrebna pojedincima, privrednim i drugim pravnim subjektima i kao takvo je oslonac za stabilan razvoj ekonomije i najvažniji faktor materijalne sigurnosti građana.¹ U svakom društvu koje želi da napreduje osiguranje treba posmatrati kao potrebu, a ne kao trošak. Društva za osiguranje svojim zakonitim i uspešnim poslovanjem najviše doprinose razvijanju svesti o značaju osiguranja.

U principu, osiguranje utiče na smanjenje gubitaka pojedinaca a time i društva u celini. Primarna funkcija delatnosti osiguranja jeste obezbeđenje zaštite od rizika. Socijalna funkcija osiguranja se ostvaruje neposredno kroz osiguranje lica, i posredno putem imovinskog osiguranja i putem akumulacije kapitala. Osiguranje potpomaže svetsku razmenu, trgovinu i preduzetničke aktivnosti, tako što ih čini izvesnijim i stabilnijim.²

¹J. Pak/ Lj. Jeremić/ L. Barjaktarović, *Osnovi osiguranja*, Univerzitet Singidunum, Beograd 2012, str. 1.

²J. Kočović/ P. Šulejić, *Osiguranje*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2006, str. 63.

Osiguranje je postojalo u svim društveno-ekonomskim formacijama i društveno-političkim odnosima. Ono se razvija sa pojavom privatne svojine a posebno razvojem tržišne privrede. Uloga osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora jača naročito od 70-tih godina prošlog veka. Investiciona funkcija društava za osiguranje proizilazi iz činjenice da se **premije osiguranja prikupljaju unapred, i zato se mogu dalje investirati (plasirati) sve dok ne nastupi osigurani slučaj tj. dok se ne javi potreba za isplatom troškova i odštetnih zahteva.** Zahvaljujući prihodima od plasmana osiguravajuća društva dobijaju mogućnost da na bolji način upravljaju preuzetim rizicima od osiguranika i po osnovu ostvarenih prihoda ponude nižu cenu svojih usluga, čime se povećava njihova konkurentna prednost.

Društvena korist osiguranja proizilazi iz njegovih ekonomskih efekata. U kontekstu podrške ekonomskom rastu osiguranje unapređuje životne uslove, i to neposredno (putem životnih osiguranja: lica se osiguravaju za slučaj smrti ili doživljenja, za slučaj bolesti ili nesposobnosti) i posredno (putem imovinskog osiguranja i akumulativne funkcije osiguranja koja doprinosi povećanju proizvodnje i privrednom rastu, a time i blagostanju života ljudi).³

U novije vreme dolazi do promena na finansijskom tržištu: rastuća institucionalizacija finansijske štednje i rastući značaj uloge društava za upravljanje dobrovoljnim penzijskim i investicionim fondovima i osiguravajućih društava.⁴ Step en institucionalizacije finansijske štednje i uloge osiguravajućih društava se razlikuje od zemlje do zemlje. Kod zemalja poput SAD-a, Velike Britanije i Nemačke, delatnost osiguranja mobilise ogromna sredstva i ima vrlo značajnu ulogu na finansijskom tržištu.

Međutim, kod zemalja čija ekonomija još uvek nije na stepenu razvoja gorepomenutih zemalja, nisu iskorišćene sve potencijalne razvojne mogućnosti delatnosti osiguranja, te otuda proističe aktuelnost ove teme. Delatnost osiguranja u ekonomijama u razvoju može bitno da unapredi funkcionisanje ovih ekonomija kao i dugoročnih efekata koju ova delatnost ostvaruje zaštitom od rizika, povećanom ponudom akumuliranih finansijskih sredstava za dugoročno finansiranje privrednog razvoja i efikasnijom raspodelom ekonomskih resursa.⁵

U prošlosti je ekonomski razvoj Republike Srbije bio finansiran zaduživanjem u inostranstvu, a nakon 2000. godine i prilivom stranih direktnih investicija. Društva za osiguranje kao institucionalni investitori mogu značajno da doprinesu budućem rastu i razvoju ekonomije naše zemlje.⁶ Upravo iz tog razloga, za našu zemlju, koja spada u grupu zemalja u razvoju, od velikog značaja je svaki napor koji se tiče daljeg razvoja delatnosti osiguranja. U cilju boljeg razumevanja postojećeg stanja delatnosti osiguranja kod nas, i uloge koju društva za osiguranje trenutno ostvaruju kao institucionalni investitori, od koristi je pregled istorijskog razvoja pravnih propisa koji su regulisali razvoj osiguranja u prošlosti u našoj zemlji sa posebnim osvrtom na regulisanje ulaganja društava za osiguranje.

³ B. Marović/ B. Kuzmanović/ V. Njegomir, *Osnovi osiguranja i reosiguranja*, Princip Press, Beograd, 2009, str. 30.

⁴ V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori*, *Računovodstvo*, 2010, 54(5-6), 50-68.

⁵ V. Njegomir, op. cit., str. 51.

⁶ Fokus mora biti usmeren ka unapređenju konkurentnosti domaće privrede, unapređenju izvoza, reformi javnog sektora i podršci najpropulzivnijih sektora i kompanija (Isto, str. 50-68.)

Prvo osiguranje u Srbiji pominje se 1839. godine.⁷ Do zakonskog regulisanja osiguravajućeg posla došlo je 1937. godine kada je doneta **Uredba o nadzoru nad osiguravajućim preduzećima**, koja je po posebnom ovlašćenju Skupštine dobila snagu zakona. Do tada su postojali neki vrlo zastareli propisi, i to samo u nekim regionima zemlje, koji međutim nisu uređivali pitanje plasmana rezervi koje se formiraju iz uplata premija osiguranja.⁸

Predmetnom uredbom utvrđene su vrste imovine u koje se mogu ulagati sredstva matematičkih rezervi, kao i maksimalni i minimalni limiti za plasiranje u određene vrednosti. Matematičke rezerve mogle su se ulagati u hartije od vrednosti, hipotekarne zajmove, zgrade namenjene za vlastite potrebe i izdavanje pod zakup, zajmove na sopstvene polise, uloge kod državnih i ostalih novčanih zavoda...⁹ Najmanje 25% premijskih rezervi moralo se držati u državnim hartijama od vrednosti, u nepokretnostima i hipotekarnim zajmovima moglo se držati do 50%, a u obliku uloga kod banaka najviše 10% premijske rezerve.

Godine 1945. osnovan je Državni zavod za osiguranje i reosiguranje koji 1947. godine menja naziv u Državni osiguravajući zavod (DOZ) i postaje jedini osiguravač i reosiguravač u zemlji. Osiguranje je bilo državno. U takvim okolnostima nije se ni postavljalo pitanje politike plasmana.

Iako je struktura nosioca osiguranja bila sasvim izmenjena 1962. godine, najveći deo sredstava tj sredstva rezerve sigurnosti su se smatrala centralnim depozitima. Ta sredstva se nisu mogla ukamaćivati niti ulagati kod banke kao oročeni depoziti, pa nije ni postojala mogućnost vođenja politike plasmana. Što se tiče sredstava matematičke rezerve bilo je propisano da se banke na matematičke rezerve obavezne da plaćaju kamatu od 5%, ali se u praksi dešavalo da su osiguravajući zavodi ostvarivali kamatu manju od 5%. Nije bilo nikakve kamate na sredstvima rezervi tehničke premije osiguranja koja je držana na žiro-računima kod banaka.

Sledeća promena je nastala 1967. godine kada je donet Zakon o osnovama sistema osiguranja imovine i lica, kojim tadašnje zajednice osiguranja nisu mogle direktno da plasiraju svoja sredstva nego su mogle da ih deponuju kod finansijskih organizacija.¹⁰

Zakon o osnovama sistema osiguranja imovine i lica donet 1976. godine, je bio veoma siromašan po pitanju odredaba o plasmanu sredstava koja se formiraju u osiguranju.¹¹ Sredstva su se mogla ulagati ili deponovati kod finansijskih organizacija, ili da se udružuju.

Godine 1990. donet je Zakon o osnovama sistema osiguranja imovine i lica¹², kojim se predviđa da organizacija za osiguranje može deponovati sredstva u banci, Poštanskoj štedionici ili drugoj finansijskoj organizaciji, može ulagati u hartije od vrednosti, nepokretnosti i druge oblike imovine.

⁷ Te godine su "Serbske novine" objavile da je izvesni Zuban u Beogradu osigurao svoju kuću koja je posle nekoliko dana izgorela, i da je agent Tršćanskog osiguravajućeg društva, koje se nalazilo u Zemunu i kod kojeg je bilo izvršeno osiguranje, odmah isplatio osiguranu sumu od 175 talira. (V. Čolović, *Osiguravajuća društva*, Institut za uporedno pravo, Beograd, 2010, str. 29.)

⁸ R. Trifunović, *Osiguranje kao faktor privredne stabilnosti*, Grafička radna organizacija "Grafosrem", Šid, 1979, str. 252.

⁹ Isto, str. 252.

¹⁰ J. Pak, *Pravo osiguranja*, Univerzitet Singidunim, Beograd, 2011, str. 163.

¹¹ R. Trifunović, *op. cit.*, str. 255.

¹² „Službeni list SFRJ“, br. 17/90.

Sredstva se mogu koristiti za neposredno davanje kredita i hipotekarnih zajmova, a više od 50% od ukupnih sredstava matematičke rezerve ne može se plasirati u nepokretnosti.¹³

Odlukom Saveta guvernera iz 1993. godine je ograničen plasman sredstava osiguranja.¹⁴ Naime, bilo je predviđeno da pravna lica koja nisu registrovana za obavljanje bankarskih poslova mogu svoja slobodna novčana sredstva plasirati drugim pravnim licima kao finansijski kredit samo preko banaka kojima je Narodna banka Jugoslavije izdala dozvolu za osnivanje.

Nekoliko godina nakon raspada SFRJ, godine 1996. donet je Zakon o osiguranju imovine i lica¹⁵ (ZOIL), kojim se predviđa da organizacija za osiguranje može novčana sredstva kojima posluje (sredstva početnog fonda sigurnosti, premije osiguranja, sredstva tehničkih rezervi, sredstva rezervi sigurnosti, sredstva matematičke rezerve, sredstva fonda preventive i druga sredstva) deponovati u banci ili drugoj finansijskoj organizaciji, ulagati u hartije od vrednosti, u nepokretnosti i druge oblike imovine.¹⁶ Više od 50% matematičke rezerve nije moglo da se ulaže u nepokretnosti. Ovaj zakon nije predvideo mogućnost davanja kredita iz sredstava osiguranja, jer su takvu mogućnost isključivali propisi koji su regulisali delatnost banaka i drugih finansijskih institucija.

Današnje uslove i način obavljanja delatnosti osiguranja u Republici Srbiji uređuje i bliže propisuje **Zakon o osiguranju**¹⁷ (u daljem tekstu: „ZOS“). Usvajanjem predmetnog zakona desile su se velike promene na tržištu osiguranja u Srbiji. Ovim zakonom je vraćeno poverenje građana u delatnost osiguranja koje nije postojalo u predhodnom periodu i on označava novu etapu u razvoju osiguravajućih društava kod nas. O odredbama ovog zakona koje se odnose na plasman društava za osiguranje biće više reči u delu rada koji obrađuje strukturu investicionog portfelja društava za osiguranje.

Rad je prezentiran u više delova.

Nakon uvodnih razmatranja i teorijsko metodoloških polazišta, **treći deo** ovog rada je posvećen mestu i ulozi društava za osiguranje u finansijskom sistemu tržišne privrede. Obradene su karakteristike finansijskog tržišta naše zemlje, učesnici na tržištu, kao i osnovne karakteristike društava za osiguranje kao institucionalnih investitora sa osvrtom na značaj te uloge. U ovom delu rada pojašnjeno je koja sredstva društava za osiguranje ulažu na tržištu kapitala, kao i rizici koji su od posebnog značaja za plasman tih sredstava.

Četvrti deo rada bliže pojašnjava pravne propise u pogledu plasmana sredstava društava za osiguranje u Evropskoj uniji, zemljama u regionu i kod nas. Takođe, urađena je analiza razlika pravnih propisa u pojedinim zemljama i predlog njenog unapređenja u našoj zemlji.

Struktura investicionog portfelja društava za osiguranje, kako onih koja sprovode životna osiguranja, tako i onih koja sprovode neživotna osiguranja, predložena je u **petom delu** ovog rada.

¹³ Čl. 55. Zakona o osnovama sistema osiguranja imovine i lica

¹⁴ J. Pak, op. cit., str. 164.

¹⁵ „Službeni list SRJ“, br. 30/96

¹⁶ Čl. 46. ZOIL-a.

¹⁷ „Sl. glasnik RS“, br. 55/2004, 70/2004 - ispr., 61/2005, 61/2005 - dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 - odluka US i 107/2009

Šesti deo rada je posvećen strukturi investicionog portfelja tri vodeće delatnosti osiguranja u Evropskoj uniji (u daljem tekstu: EU), a to su Velika Britanija, Nemačka i Francuska, zatim regionu i našoj zemlji. Urađena je uporedna analiza tržišta osiguranja Srbije i zemalja u regionu (Hrvatska i Slovenija) sa posebnim osvrtom na investicione plasmane društava za osiguranje.

Na ekonomske efekte ulaganja sredstava društava za osiguranje na privredu jedne zemlje, kao i uticaj zakonskog okvira Solvency II na delatnost osiguranja i politiku investiranja osiguravača, ukazano je u **sedmom delu** rada.

U osmom delu rada se govori o uticaju koji je svetska ekonomska kriza imala na investicione odluke društava za osiguranje.

II. TEORIJSKO METODOLOŠKA POLAZIŠTA

Dosadašnji razvoj naše zemlje je, uglavnom, bio baziran na stranim sredstvima plasiranim bilo kroz donacije, strane direktne investicije ili kredite inostranih banaka međunarodnih institucija. Međutim, obezbeđenje održivog ekonomskog razvoja nije moguće bez mobilizacije domaće finansijske štednje koju vrše institucionalni investitori. Iako se pojavljuju kasnije u odnosu na banke, institucionalni investitori kao finansijske institucije značajno doprinose produbljivanju tržišta kapitala i njegovom razvoju a time i ukupnom ekonomskom razvoju.¹⁸

U radu će biti analizirana uloga osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora i njihov doprinos finansiranju održivog ekonomskog razvoja. Biće ukazano na njihovu poziciju u strukturi finansijskog sistema, paralele njihovog značaja u razvijenim i zemljama regiona bivše Jugoslavije (Hrvatska i Slovenija), na uticaj svetske ekonomske krize na delatnost osiguranja i investicionu politiku društva za osiguranje, njihove specifične karakteristike i strukturu investicionih portfelja.

Predmet istraživanja ovog rada bi bila uloga osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora na finansijskom tržištu i ekonomski efekti tih ulaganja za privredu jedne zemlje.

Cilj istraživanja jeste da se ukaže na značaj koji bi društva za osiguranje mogla da imaju u jačanju i širenju finansijskog tržišta nedovoljno razvijenih zemljama (poput naše), kao i pozitivni ekonomski efekti njihovog investiranja za jednu takvu ekonomiju. **Naučni cilj istraživanja** je naučna deskripcija potrebe za osnaživanjem i stimulisanjem osiguravajućih društava da ulažu na finansijsko tržište u cilju doprinosa privrednom rastu i blagostanju čitavog društva. **Društveni cilj istraživanja** je pomoć savremenom društvu, naročito društvima zemalja u razvoju kakva je i naša zemlja, u uočavanju ogromnog potencijala koji društva za osiguranje imaju u jačanju i širenju finansijskog tržišta zemlje, i pozitivni efekti za privredu koji nastaju jačanjem uloge osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora.

U radu bi se pošlo od **generalne hipoteze** koja glasi:

Društva za osiguranje kao institucionalni investitori imaju značajnu ulogu na finansijskom tržištu jedne zemlje i time bitno doprinose ukupnom razvitku njene ekonomije.

Generalnu hipotezu bi bila operacionalizovana kroz sledeće **posebne hipoteze**:

- Društva za osiguranje, kao institucionalni investitori, predstavljaju izuzetno značajnu grupu učesnika na finansijskom tržištu.
- Osnovni motiv investiranja osiguravajućih društava jeste obezbeđenje dodatne likvidnosti i profitabilnosti, što predstavlja osnov za povećanje sigurnosti za osiguranike i prinosa na uloženi kapital za akcionare.

¹⁸ J. Ćirić/ V. Njegomir, Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije, *Ekonomске teme, Ekonomске teme*, Godina L/br.1, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Nišu, 2012. str. 127.- <http://www.eknfak.ni.ac.rs/Ekonomске-teme/et2012-1.pdf>

- Društvo za osiguranje je dužno da obezbedi sigurnost deponovanja, tj. ne sme biti ugrožena likvidnost društva u izvršavanju preuzetih obaveza iz ugovora osiguranju i drugih obaveza.
- Logika društava za osiguranje prilikom ulaganja na finansijsko tržište je sledeća: sredstva do kojih se dolazi po nižim stopama treba investirati u različite oblike finansijske aktive koje će doneti više stope prinosa.
- Društva za osiguranje posebno vode računa o usklađenosti strukture svojih plasmana sa strukturom izvora, kao i o pravnim propisima koji regulišu plasman njihovih sredstava.
- Kao institucionalni investitori, društva za osiguranje doprinose modernizaciji finansijskih tržišta i olakšavaju privredi pristup potrebnom kapitalu.
- Društva za osiguranje imaju značajnu kontra- cikličnu ulogu u periodima tržišnog stresa, i stabilizirajući efekat na finansijsko tržište jedne ekonomije.

Metode istraživanja korišćene tokom predmetnog istraživanja su sledeće:

- 1) Osnovne metode (analiza, sinteza, indukcija, dedukcija, generalizacija, specijalizacija);
- 2) Opšte-naučne metode: hipotetičko-deduktivna, analitičko deduktivna i komparativna;
- 3) Metoda teorijske analize – proučavanje dosadašnjih teorijskih saznanja o ulozi osiguravajućih društava kao investicionih investitora na finansijskom tržištu;
- 4) Kauzalna metoda – otkrivanje uzročno posledičnih veza i odnosa između stepena razvijenosti jedne ekonomije i stepena razvoja delatnosti osiguranja;
- 5) Sistemska metoda – prisutna je u celom istraživanju jer se sistematski izučava odabrana tematika;
- 6) Metoda biografskog proučavanja podataka – postojeća gradja praktičnog i teorijskog karaktera koja omogućava uvid u trenutnu situaciju;
- 7) Metode i tehnike prikupljanja podataka – metod analize sadržaja dokumenata.

Značaj predmetnog rada bi se mogao najbolje sagledati kao pokušaj da se putem teorijskog određenja uloge društava za osiguranje kao institucionalnih investitora na finansijskom tržištu, strukture investicionog portfelja, kao i trendova u Srbiji, zemljama u regionu i zemljama članicama EU, kroz pojašnjenje ekonomskih efekata ulaganja društava za osiguranje, bliže ukaže na značaj koju delatnost osiguranja ima za privredu i društvo.

U odnosu na odabrane zemlje u regionu (Hrvatska i Slovenija) primećuje se da Srbija, iako sa najvećim brojem stanovnika u poređenju sa navedenim zemljama, ima najmanji iznos premije osiguranja tokom perioda 2008-2011. godine. U 2010. godini Srbija je imala ubedljivo najmanji iznos ostvarene premije osiguranja u odnosu na bivše jugoslovenske republike, i to pokazuju podaci Centra za unapređenje osiguranja u Beogradu. Srbija je u 2010. godini po ostvarenoj premiji, bila daleko iza Hrvatske koja je sa dosta manje stanovnika (4,4 miliona stanovnika) ostvarila skoro dvostruko veću premiju - EUR 955 miliona i to za prva tri kvartala 2010. godine, a Slovenija je u istom periodu imala preko EUR 1,6 milijardi.¹⁹

Na takvo stanje nesumnjivo su uticale teške ekonomske prilike zbog desetogodišnjih sankcija i bombardovanja zemlje 1999. godine, ali i gašenje velikog broja društava za osiguranje²⁰ čime je

¹⁹ <http://www.glas-javnosti.rs/node/129250/print>

²⁰ Na osnovu Zakona o osiguranju donetog 2004. godine čak 27 društava za osiguranje ostalo je bez dozvole za rad. (J. Kočović/P. Šujelić, *op.cit.*, str. 401.)

nastao poremećaj na tržištu osiguranja prisutan i danas. Obaveze ugašenih društava za osiguranje su prenete na Garantni fond koji ne može da vrši obaveze zbog nedostatka sredstava. Kako društva učestvuju u formiranju fonda, tako su na njih prenete obaveze koje su nastale zbog gašenja društava na osnovu odluke Narodne banke Srbije o oduzimanju dozvola za rad.

Pored toga, evidentan je potpuno pasivan stav države prema osiguranju. Bez aktivnog uključivanja države ne može doći do većeg razvoja, posebno zbog činjenice da bez saradnje države i društava za osiguranje ne mogu da se reše najveći problemi savremenog društva, kao što su: otklanjanje šteta usled zagađivanja životne sredine i posledica katastrofalnih prirodnih događaja, ekoloških akcidenata i terorizma. Takođe, država svojom poreskom politikom i politikom u oblasti socijalne zaštite građana utiče na to da osiguranje doprinese uvećanju sigurnosti građana u starosti i životnim situacijama koje zahtevaju posebne potrebe i izdatke.

Za zemlje koje prolaze kroz proces tranzicije, kao što je i naša zemlja, od posebnog značaja može biti upravo pravilno shvatanje uloge koje društava za osiguranje imaju kao institucionalni investitori na finansijskom tržištu. Što je veći broj učesnika na finansijskom tržištu, posebno krupnih igrača poput institucionalnih investitora, to raste mogućnost njegovog razvoja, što za posledicu ima unapređenje privrednih tokova jedne ekonomije. Zahvaljujući razvijenom finansijskom sistemu, njegovim institucijama i instrumentima, subjekti kojima su potrebna dodatna finansijska sredstva lakše dolaze do istih, a subjekti koji poseduju višak slobodnih sredstava dobijaju mogućnost da ulože svoja sredstva i ostvare dodatnu zaradu.

Kroz predmetno istraživanje obradjeni su pravni propisi u pojedinim zemljama Evropske unije (Nemačka, Velika Britanija i Francuska kao vodeće zemlje EU u delatnosti osiguranja) i ukazano je na razlike između odredbi domaćeg Zakona o osiguranju koje regulišu plasman sredstava društava za osiguranje i odredbi koje tretiraju istu tematiku a koje su navedene zemlje članice EU ugradile u svoje zakonodavstvo.

III. MESTO I ULOGA OSIGURAVAJUĆIH DRUŠTAVA U FINANSIJSKOM SISTEMU U TRŽIŠNOJ PRIVREDI

Da bi se bolje razumela uloga i značaj osiguravajućih društava, neophodno je objasniti i investiciono okruženje, odnosno strukturu finansijskog sistema čiji sastavni deo predstavljaju i društva za osiguranje.

Finansijski sistem je sastavni deo privrednog sistema koji se sastoji iz više elemenata koji su u funkciji omogućavanja nesmetanog toka finansijskih sredstava u jednoj društveno-ekonomskoj zajednici.²¹ Finansijski sistem jedne zemlje je određen stanjem političkih odnosa, karakterom vlasništva, stepenom privrednog i društvenog razvoja... Finansijski sistem ima odlučujuću ulogu u efikasnoj raspodeli kapitala na svim nivoima.²² Moderan finansijski sistem omogućava racionalno korišćenje resursa i podstiče sektore sa viškovima finansijske štednje da plasiraju svoj novac u cilju stvaranja bogatstva. Mobilizacijom štednje i njenim plasiranjem posredstvom tržišnog mehanizma unapređuju se privredne aktivnosti jedne zemlje i utiče se na njen ekonomski rast.

Najvažniji elementi finansijskog sistema su :

- finansijska tržišta,
- finansijske institucije i
- finansijski instrumenti.

Svoju osnovnu ulogu, a to je povezivanje štednih jedinica (onih jedinica koji imaju višak finansijskih sredstava) i investicionih jedinica (onih jedinica koji imaju manjak finansijskih sredstava), finansijski sistem ostvaruje preko **finansijskog tržišta** (kao mesta na kome se susreću ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima) i **finansijskih instrumenata**²³ (instrumenti duga i vlasnički instrumenti).

Finansijski tokovi se mogu podeliti na *direktne* – kada se finansijska sredstva kreću putem finansijskog tržišta direktno - od poverilaca ka dužnicima, i *indirektne* – kada se javljaju **finansijske institucije** kao posrednici koji usmeravaju finansijsku štednju od sektora stanovništva ka sektoru privrede. Finansijske institucije mogu biti depozitne (banke: komercijalne, univerzalne, investicione, zatim štedno kreditna udruženja, kreditni sindikati) i nedepozitne (osiguravajuća društva, društva za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima i investicionim fondovima, i ostale forme poput: fondacija, zadužbina, privatna investiciona partnerstva i dr.).

U direktnim finansijama dužnici pozajmljuju novčana sredstva direktno od kreditora tako što im na finansijskim tržištima prodaju hartije od vrednosti. **Hartije od vrednosti** predstavljaju potraživanja prema dužnikovom budućem dohotku ili imovini.²⁴ Hartije od vrednosti su imovina osobe koja ih

²¹ D. Erić: *Finansijska tržišta i instrumenti*, II izmenjeno i dopunjeno i izdanje, Čigoja štampa, Beograd, 2003, str. 8.

²² V. Njegomir, *op. cit.*, 50-68.

²³ Instrumenti duga predstavljaju oblik hartija od vrednosti kojima se kreiraju dužničko-poverilački odnosi, odnosno kreditni odnosi (obveznice, note zapisi, bondovi, sertifikati). Razlika između instrumentat duga i instrumenata vlasničkog kapitala je u vrsti prava koja se nalzi u njihovoj osnovi. Umesto dužničko-poverilačkog odnosa vlasnički instrumenti (ili instrumenti akcijskog kapitala) daju vlasništvo nad aktivom i budućim dobitkom firme emitenta (akcije). (D. Erić, *op. cit.*, str. 62.)

²⁴ http://www.vps.ns.ac.rs/arhiva/Komnenic/predavanja_1_i_2_skripta.pdf

kupi, ali i obaveza tj. dug za kompaniju ili kompanije koje ih prodaje (izdaje ili emituje). Na primer, ako neki privredni subjekt ima potrebu da pozajmi novčana sredstva kako bi finansirao novi projekat, mogao bi ta sredstva da pozajmi od štediša tako što bi mu prodao obveznicu – dužnički vrednosni papir koji predstavlja obećanje plaćanja u redovnim vremenskim intervalima tokom unapred utvrđenog vremenskog razdoblja. Zašto je preusmeravanje sredstava od štediša ka potrošačima toliko bitno za ekonomiju? Odgovor leži u jednostavnoj činjenici da ljudi koji štede najčešće nisu preduzetnici tj. ljudi koji znaju gde da usmere sredstva, koji raspoloživu informacijom o profitabilnosti mogućeg ulaganja.

U zadnjih dvadeset godina došlo je do intenzivnog trenda *internacionalizacije finansijskih tržišta*. Došlo je do ubrzane deregulacije (smanjenje broja propisa) finansijskih tržišta i do povećanja štednje u zemljama poput Japana, što je značajno uticalo na ekspanziju poslovnih aktivnosti. Danas su međunarodna tržišta kapitala jedan od vodećih centara prikupljanja sredstava za velike korporacije i banke. Još jedan važan trend koji je uticao na internacionalizaciju finansijskih tržišta je ubrzani razvoj informaciono telekomunikacionih tehnologija. Ove tehnologije su omogućile umrežavanje svih velikih svetskih finansijskih tržišta u jedan zajednički virtuelni prostor. Danas su informacije dostupne svima u mili sekundi, a transakcije nisu ograničene geografskim prostorom. Takođe, ubrzani razvoj takozvanih zemalja u usponu je uticao na činjenicu da danas mnogi veliki investitori šansu za ostvarivanje brzog i velikog profita vide upravo na ovim tržištima. Priliv sredstava od strane institucionalnih investitora, poput osiguravajućih društava i društava za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima, je u velikoj meri osnažio finansijska tržišta i ekonomije zemalja u razvoju.

1. *Karakteristike finansijskog tržišta u Srbiji*

O stepenu razvijenosti tržišne privrede jedne zemlje može se suditi preko razvijenosti njenih osnovnih segmenata koje možemo svrstati u dve osnovne kategorije, a to su:

- tržišta proizvoda, roba i usluga, i
- tržište faktora kao što su tržište kapitala, tržište rada i sl.²⁵

U okviru druge grupe (tržište faktora) jedan od najvažnijih elemenata jeste finansijsko tržište. U zemljama razvijene tržišne privrede, finansijsko tržište predstavlja najznačajniji i najosetljiviji segment ekonomskog i privrednog sistema. Ono predstavlja i odražava sliku dešavanja u realnom sektoru privrede.

Nije jednostavno definisati pojam finansijskog tržišta, i nije redak slučaj da se ovaj pojam usko shvata i tako obuhvata samo neke njegove segmente. **Finansijsko tržište** je ambijent u kome se emituju i prenose finansijska potraživanja (obaveze) i izražava i realizuje ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima.²⁶ Finansijsko tržište obuhvata organizovane institucije (efektne berze, devizne berze, tržište novca), posredničku trgovinu i neposrednu razmenu hartija od vrednosti između izdavalaca i investitora. Pod hartijama od vrednosti podrazumevamo pismene isprave koje

²⁵ D. Erić, *op. cit.*, str. 55.

²⁶ B. Vasiljević, *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, 2005, str. 11.

sadrže pismenu obavezu izdavaoca hartija od vrednosti da će zakonitom imaoocu hartija od vrednosti ispuniti obavezu zabeleženu u toj ispravi.²⁷

Finansijska tržišta su jedan osnovnih postulata tržišne privrede. **Osnovna funkcija finansijskog tržišta jeste raspodela akumulacije tj. štednje u cilju njene najefikasnije upotrebe u proizvodnji.** Vlasnici viškova finansijskih sredstava stavljaju iste na raspolaganje proizvodnim subjektima u obliku kredita ili vlasničkih ulaganja. Kroz ovaj proces kreiraju se finansijski instrumenti, koji u suštini predstavljaju potraživanje vlasnika viškova i obavezu proizvodnog subjekta.

Današnje finansijsko tržište Srbije je posledica procesa koji su otpočeli početkom 90-tih godina prošlog veka. Ovi procesi su obuhvatili materijalnu, ali i regulatornu i ideološku oblast. Finansijsko tržište Srbije se razvijalo sporo, a njegov razvoj je bio ometen političkim dešavanjima, ratnim vrtlozima i ekonomskim katastrofama. Finansijsko tržište Srbije spada u red segmentiranih ali nedovoljno razvijenih finansijskih tržišta.²⁸ Ovakvo stanje je posledica velikog uticaja banaka, kao i činjenice da su banke u našoj zemlji organizovane kao banke univerzalnog tipa²⁹. Ovim se smanjuje mogućnost prodora i zauzimanja finansijskog tržišta od strane drugih finansijskih institucija, koje imaju značajnu ulogu u razvoju i funkcionisanju finansijskog tržišta jedne domicilne privrede. Finansijsko tržište Srbije je otvoreno tržište, sa dovoljnom kadrovskom i tehničkom opremljenošću, kao i sa odgovarajućim pravnim propisima, ali je taj razvoj usporen, kako zbog nedostatka velikih investitora (ima ih ali iznose novac umesto da ga ulažu u Srbiji) i učesnika na tržištu, tako i trenutnom globalnom finansijskom krizom.³⁰

Najvažniju ulogu za razvoj finansijskog tržišta naše zemlje odigrala je svojinska transformacija preduzeća. Privatizacijom je društvena i državna imovina prešla u privatno vlasništvo. Na taj način privredna društva su stekla uslov da se pojavljuje na berzi sa svojim hartijama od vrednosti. Privredna društva su, pored klasičnog zaduživanja kod finansijskih institucija, dobila mogućnost da svoj kapital uvećavaju emisijom akcija na primarnom finansijskom tržištu. Na taj način privredna društva dolaze do novih likvidnih sredstava i vrše diverzifikaciju vlasničke strukture. Proces privatizacije i restrukturiranja privrede, koji je započet septembra 2001. godine, još uvek traje, a samim tim i razvoj finansijskog sektora.

²⁷ R. Lukić, *Hartije od vrednosti – Metodološki aspekti*, Savremena administracija, Beograd, 1995, str. 3.

²⁸ Najvažniji zadatak naše privrede, a time i finansijskog sistema zemlje, jeste priključivanje međunarodnim tokovima i usvajanje pravila, zakona, prakse i iskustva koja važe na svetskom finansijskom tržištu. Segmentacija finansijskog tržišta podrazumeva postojanje **tržišta novca** koje je nalazi u domenu banaka kao institucija koja poseduju likvidna slobodna sredstva, i **tržište kapitala**, kao segment gde se nalazi slobodan kapital koji je potrebno sigurno uložiti. Važnu ulogu u ovome igranju instrumenti na finansijskom tržištu, jer oni su predmet kupovine, odnosno prodaje, između učesnika na finansijskom tržištu. Instrumenti moraju biti pravno zaštićeni i definisani, odnosno mora se minimizirati rizik plasmana, kao i mogućnosti prevare. (Z. Malešević, *Otvorenost finansijskog sistema Republike Srbije za integraciju sa finansijskim tržištima zemalja EU*, *Škola biznisa*, br. 4/2011, str. 93 - <http://www.vps.ns.ac.rs/SB/2011/8.8.pdf>).

²⁹ Tradicionalan podela banaka je na depozitne (komercijane) banke, hipotekarne i investicione banke. Najveći broj banaka je ipak univerzalnog tipa. **Banke univerzalnog tipa** imaju velika ovlašćenja i obavljaju sve poslove vezane i za fizička i za pravna lica, kako u zemlji tako i u inostranstvu. U razvoju finansijskog tržišta Srbije posebnu ulogu imaju kastodi banke – banke koje imaju dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za poslove vođenja računata hartija od vrednosti u svoje ime, a za račun klijenata. Pored ove usluge, kastodi banke vrše i druge usluge poput: kliringa i saldiranja transakcija sa hartijama od vrednosti, zatim usluge. (Isto, str. 86)

³⁰ Isto, str. 94.

Zahvaljujući radu Beogradske berze, koja je obnovljena 1989. godine³¹, privreda Srbije je otvorena i za ulaganja stranih investitora. Strani investitori ulažu u privredna društva, banke, društva za osiguranje ali osnivaju i svoja privredna društva. Sva ova ulaganja deluju podsticajno na stabilnost privrede, mada je ona bitno narušena svetskom finansijskom krizom. Takođe, ova ulaganja su donela sa sobom i uključenje finansijskog sistema i tržišta Republike Srbije u globalne tokove.

Ono što je potrebno, to je da se poslovanje berze u potpunosti prilagodi pravilima koja nalaže globalni finansijski sistem, jer samo na taj način ono može postati ravnopravan učesnik na njemu. Tehnička opremljenost Beogradske berze i finansijskog sistema Republike Srbije je na prihvatljivom nivou i finansijski sektor je spreman da usvaja inovacije i da se nosi sa svim zadacima koji se pred njega stavljaju.³²

Osnovni cilj regulisanja finansijskog tržišta je prevashodno zaštita investitora kroz obezbeđenje efikasnog, transparentnog i pravednog tržišta, kao i smanjenje sistemskog rizika.³³ U tu svrhu, bitan je institucionalni okvir koga pored Beogradske berze, kao i seta zakona, čine i Komisija za hartije od vrednosti i Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti.³⁴

Komisija za hartije od vrednosti je osnovana 16. februara 1990. godine, i odgovorna je za zakonito funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti. Komisija vrši nadzor nad primenom Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata³⁵, Zakona o preuzimanju akcionarskih društava³⁶ i Zakona o investicionim fondovima³⁷. Takođe, u Srbiji je započeo sa poslovanjem novembra 2001. godine i **Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti** (u daljem tekstu: CRHoV) koji vodi jedinstvenu evidenciju o vlasnicima svih hartija od vrednosti koje su emitovane u državi. U skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti, prava vlasnika iz hartija o vrednosti

³¹ Beogradska berza spada među deset najstarijih u Evropi. Beogradska berza ustanovljena je u XIX veku, tačnije 1895. godine. Sa promenom zakona modifikovala se i razvijala i sama berza, i prilagođavala trenutnoj situaciji u privredi. Prekretnica u njenom razvoju bila je 1988. godine kada je stupio na snagu Zakon o preduzećima, po osnovu koga su se preduzeća mogla osnivati kao deonička društva koja sredstva za poslovanje pribavljaju emisijom deonica. Tada je Beogradska berza ponovo počela da funkcioniše kao organizovano tržište hartija od vrednosti. Do 1990. godine, doneti su svi neophodni zakoni za nesmetano funkcionisanje berze, te je počela sa funkcionisanjem kao moderna berza. Nažalost, zbog situacije koja je nastala početkom 90-tih godina prošlog veka, Beogradska berza više nije mogla da radi i ostvaruje ciljeve zbog kojih je osnovana. Danas Beogradska berza ipak radi i funkcioniše kao moderna finansijska institucija preko koje se vrši posredovanje pri kupovini i prodaji hartija od vrednosti (Z. Malešević, op. cit, str. 86).

³² Isto, str. 92.

³³ Reč je o riziku koji pogađa pravilno funkcionisanje finansijskog sistema kao celine, a ne samo pojedinačne finansijske institucije. Sistemski rizik se najčešće definiše kao **rizik od poremećaja u pružanju finansijskih usluga**. Ovaj rizik može biti izazvan problemom u celom finansijskom sistemu ili njegovoj komponenti što podrazumeva da je određeni deo finansijskih usluga trenutno nedostupan, ili da je trošak korišćenja tih usluga naglo porastao, bez obzira da li poremećaj ima svoj izvor u samom finansijskom sistemu ili je spoljnog karaktera. Druga bitna karakteristika sistemskog rizika je ta što on ima potencijal da ostavi ozbiljne negativne posledice na realni sektor koji se manifestuju u smanjenju privredne aktivnosti. Potrebno je jedan rizik poseduje obe navedene karakteristike da bi imao sistemski karakter. (http://nbs.rs/internet/latinica/18/18_4/index.html)

³⁴ Početni institucionalni okvir koji je omogućio operacije na finansijskom tržištu naše zemlje obezbeđen je donošenjem Zakona o preduzećima iz 1996. godine, Zakona o privatizaciji iz 2001. godine, Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2002. godine, Zakona o akcijskom fondu iz 2001. godine.

³⁵ Službeni glasnik RS, br. 47/06

³⁶ Službeni glasnik RS, 6p. 46/2006, 107/2009 i 99/2011

³⁷ Službeni glasnik RS, br. 46/2006, 51/2009 i 31/2011

nastaju u trenutku upisa tih hartija na njihov račun koji se vodi u CRHoV, i toj činjenici se ogleda značaj CRHoV za funkcionisanje finansijskog tržišta.

Iako zakonski i tehnički uslovi za funkcionisanje tržišta hartija od vrednosti u našoj zemlji postoje, ono nije dovoljno razvijeno niti zastupljeno u privrednim tokovima. Razlozi tome leže u dugogodišnjim dešavanjima koji karakterišu nedavnu istoriju Srbije. Ali ipak treba napomenuti da je nakon svega napravljen veliki iskorak u razvoju finansijskog tržišta Srbije, tako da je otvoren put za uključivanje domicilnog finansijskog tržišta u globalne tokove.

Problem novijeg datuma jeste svetska finansijska kriza, koja je pažnju potencijalnih stranih i grinfild investicija skrenula sa investiranja u strane zemlje na domicilne privrede, sa ciljem očuvanja sopstvene ekonomije, nacionalne privrede i finansijskog sistema sopstvene zemlje. Ovo se negativno odrazilo na zemlje koje svoju privredu vezuju za strana ulaganja, kao što je to slučaj sa našom zemljom. Priliv stranih investicija predstavlja jedan od načina oživljavanja privrede i aktiviranja finansijskog tržišta Republike Srbije. Takođe, na ovaj način se odvija i uključenje berze kao posrednika u prilivu investicija u međunarodne finansijske tokove.

Osnovna funkcija finansijskog tržišta jeste da obezbedi likvidnost finansijskih instrumenata, što podrazumeva odgovarajuću dubinu tržišta, odsustvo šokova ponude ili tražnje, transparentnost procedure i sprečavanje monopolskih tržišni struktura. Što se tiče ponude finansijskih instrumenata na domaćem finansijskom tržištu po vrstama instrumenata, može se reći da je ona prosta a po obimu neznatna.³⁸ Na primer, iz nedeljnog izveštaja Beogradske berze za period 14.07.-18.07.2014. godine može se videti da se trgovalo akcijama i obveznicama.³⁹

Na nerazvijenom i plitkom finansijskom tržištu kakvo je naše, potrebno je uporedoo raditi na institucionalnim pitanjimai na uvođenju novih tipova finansijskih instrumentana. Samo na taj način moguće je izvršiti diversifikaciju broja kvalitetnih hartija od vrednosti koja se može pobuditi domaćim i stranim, individualnim i institucionalnim investitorima.⁴⁰

³⁸ B. Vasiljević, op. cit., str. 342.

³⁹ Obveznice Republike Srbije zabeležile su skromno trgovanje od RSD 11,1 miliona dinara (96 hiljada evra), što je malo slabije prema prethodnoj nedelji. Prinosi se nisu značajnije menjali. Najprodavanija hartija su bile akcije NIS-a sa prometom od RSD 27,6 miliona, zatim slede akcije Aerodroma Nikola Tesla, sa prometom od RSD 3,6 miliona, akcije Energoprojekt Holdinga i Sojaproteina. Zapaža se da na berzi nema instrumenata kao što su korporativne obveznice, kvalitetnih državnih papira kao ni municipalnih obveznica. (<http://www.sinteza.net/nedeljni-izvestaji/19468-beogradska-berza-nedeljni-izvestaj-14-07-18-07-2014.html>)

⁴⁰ T. Jovanović/A. Kovačević, *Razvoj finansijskog tržišta Republike Srbije – Poslovni ambijent i institucije*, Policy and Legal Advice Centre (PLAC), Beograd, 2008, str. 7.

2. Učesnici na finansijskom tržištu

Struktura, funkcije i broj učesnika na tržištu kapitala se znatno razlikuje o zemlje do zemlje, i zavisi od institucionalnih specifičnosti i stepena razvijenosti finansijskog tržišta zemlje. Učesnici na finansijskom tržištu mogu se podeliti u nekoliko kategorija:⁴¹

1. centralne monetarno-finansijske institucije (centralne banke);
2. depozitne finansijske institucije (komercijalne banke, štedno-kreditne organizacije, kreditne unije...);
3. nedepozitne finansijske institucije (društva za osiguranje, penzioni fondovi, investicioni fondovi, finansijske kompanije, ugovorne institucije...);
4. finansijske posrednike (berzanski posrednici: brokerska i dilerska društva).

Finansijsko tržište naše zemlje čine finansijski i nefinansijski subjekti. U okviru **finansijskih subjekata** javljaju se finansijske institucije i posrednici koji učestvuju na finansijskom tržištu i posredstvom njega povezuju ponudu i tražnju. Njihova primarna uloga jeste da obezbede nesmetano funkcionisanje finansijskog sistema, upravo svojom posredničkom funkcijom. U okviru finansijskih subjekata pojavljuju se: banke, privredna društva koja prodaju na lizing, društva za osiguranje i kreditno-štedne organizacije. U okviru **nefinansijskih subjekata** posluju privredna društva čija misija i ciljevi nisu predominantno povezani sa finansijskim sistemom i poslovima na finansijskom tržištu. Svi oni se na finansijskom tržištu pojavljuju onda kada za tim imaju realnu potrebu: kada žele da plasiraju viškove svojih finansijskih sredstava, ili kada imaju nedostatak istih pa žele da ih preko finansijskog tržišta obezbede.⁴²

Kao što je već rečeno, u zavisnosti od stepena razvijenosti može postojati veliki broj učesnika na finansijskim tržištima, i njih čine pravna i fizička lica koja se pojavljuju u različitim ulogama i često sa suprotnim motivima (npr. privredna društva koja emitovanjem pojedinih hartija od vrednosti sakupljaju finansijska sredstva, zatim banke koje odobravaju kredite, društva za upravljanje penzionim fondovima koja plasiraju viškove svojih sredstava na kraći ili duži rok, poljoprivrednici koji uzimaju zajam da bi obavili potrebne radove, penzioneri ili studenti koji štede...). Što je broj učesnika na jednom finansijskom tržištu veći to je stepen njegove razvijenosti viši.

Svi učesnici koji se pojavljuju na finansijskom tržištu, mogu se tretirati ili kao investitori ili kao emitenti. Na strani ponude se nalaze investitori, bilo da su institucionalni ili individualni, dok su emitenti na strani tražnje – oni su u potrazi za sredstvima koja prikupljaju emisijom različitih hartija od vrednosti. **Emitenti**, ili prema našem zakonu izdavaoci, su subjekti na finansijskim tržištima koji se nalaze na strani tražnje za finansijskim sredstvima ili kapitalom. Oni imaju manjak sredstava i pokušavaju da do istih dođu emisijom različitih hartija od vrednosti. **Investitori** imaju potpuno drugačije motive od eminenata – investitori su štedni subjekti. Važno je praviti razliku između investitora i investicionih subjekata. *Investitori* su učesnici na finansijskom tržištu koji raspolazu viškovima finansijskih sredstava koji ulažu u finansijske instrumente. *Investicioni subjekti* su oni kojima su sredstva potrebna radi realizacije određenih investicionih projekata. Investitore možemo podeliti na:

⁴¹ T. Brzaković, *Tržište kapitala – Teorija i praksa*, Čugura Print, Beograd, 2007, str. 110.

⁴² Z. Malešević, *op. cit.*, str. 92.

- individualne i
- institucionalne.⁴³

Individualni investitori su pojedinačni investitori koji mogu biti iz različitih sektora (stanovništvo, privreda, vanprivreda, inostranstvo). **Institucionalni investitori** spadaju u kategoriju krupnih igrača na finansijskom tržištu. U ovu grupu investitora ubrajamo: banke, društva za osiguranje, društva za upravljanje penzionim fondovima, investicione fondove.⁴⁴

Za finansijske institucije se kaže da su finansijski posrednici iz razloga što vrše distribuciju finansijske štednje između finansijski suficitnih i finansijski deficitnih subjekata. **Finansijske berze** se smatraju specifičnom vrstom finansijskih institucija, pošto one ne vrše prikupljanje i plasiranje sredstava na način na koji to rade banke, već predstavljaju organizovana mesta na kojima se vrši promet finansijskim sredstvima i instrumentima. Finansijska berza je oblik sekundarnog finansijskog tržišta, pošto se na njoj ne pojavljuju inicijalni vlasnici štednje, već se isključivo trguje vlasničkim i dužničkim hartijama od vrednosti. Takođe, na berzama se ne pojavljuju ni krajnji korisnici finansijske štednje, već u njihovo ime nastupaju berzanski posrednici.⁴⁵

Posmatrajući institucionalnu razvijenost finansijskog tržišta u Republici Srbiji, može se konstatovati da ono spada u nedovoljno razvijena ali segmentirana finansijska tržišta. **Bankarski sektor** predstavlja jednu od ključnih komponenti savremenog finansijskog tržišta, kako zbog obima sredstava tako i zbog specifičnosti same banke u prikupljanju i plasiranju sredstava. Pored banaka (trenutno na teritoriji Srbije posluje 29 poslovnih banaka⁴⁶), na finansijskom tržištu naše zemlje posluje i druge finansijske institucije, od kojih se najviše ističu privredna društva koja prodaju na lizing i društva za osiguranje. Privredna društva koja prodaju na **lizing** obavljaju delatnost sličnu kreditnoj funkciji banaka, a razlika je u tome da predmet lizinga ostaje u vlasništvu privrednog društva koje prodaje na lizing do otplate poslednjeg anuiteta, dok kod kreditiranja banka ne uzima u vlasništvo objekat za koji je kredit odobren. O društvima za osiguranje kao učesnicima na finansijskim tržištima biće kasnije više reči.

⁴³ D. Erić, op. cit., str. 28.

⁴⁴ Postoje značajne razlike između ove dve grupe investitora učestvuju u trgovanju na tržištu kapitala: Institucionalni investitori trguju mnogo većim količinama hartijama od vrednosti odnosno uspostavljaju mnogo veće naloge nego individualni investitori. Zbog većih naloga institucionalni investitori plaćaju i niže provizije od individualnih investitora. (T. Brzaković, op. cit., str. 110)

⁴⁵ Brokersko-dilerska društva su pravna lica osnovana za poslove posredovanja u trgovini hartijama od vrednosti na berzi. Brokerska društva su berzanski posrednici koja posluje u svoje ime a za račun klijenata kupuju i prodaju hartije od vrednosti, dok dilerska društva trguju u svoje i za svoj račun. To znači da dileri snose određeni rizik gubitka, jer zaradu ostvaruju razlikom u ceni hartije. Brokери za svoje usluge naplaćuju proviziju. Dileri obavljaju i ulogu portofolio menadžera, investicionih savetnika i pružaju savetodavne usluge klijentima. (Z. Malešević, op. cit., str. 91.)

⁴⁶ http://www.nbs.rs/internet/cirilica/50/50_5.html, datum posete 17.08.2014. godine.

3. Osnovne karakteristike društava za osiguranje kao učesnika na finansijskom tržištu

Iz navedene podele finansijskih institucija se može videti da osiguravajuća društva spadaju u kategoriju nedepozitnih finansijskih institucija. Zajedno sa društvima za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima i investicionim fondovima, osiguravajuća društva se svrstavaju u kategoriju **institucionalnih investitora** u okviru kojih se institucionalno usmeravaju plasmani finansijskih sredstava tako što se objedinjavaju sredstva i time obezbeđuje bolji rezultat od onog koji bi ostvarili individualni investitori.⁴⁷

Institucionalni investitori se međusobno razlikuju po vrsti ugovornog odnosa sa vlasnicima štednje koju dalje plasiraju na finansijskom tržištu. Institucionalni investitori su netradicionalni finansijski posrednici sa rastućom ulogom u savremenim finansijama koji svojim obimom poslovanja bitno utiču na brži razvoj tržišta kapitala, na obrasce kreiranja i trgovanja finansijskim instrumentima, a time i na celokupan razvoj privrede.

Društva za osiguranje predstavljaju izuzetno značajnu grupu učesnika na finansijskim tržištima. Spadaju u kategoriju institucionalnih investitora jer raspolažu velikim kapitalom koji investiraju na mnogim segmentima finansijskog tržišta. **S obzirom na redovnost u prilivu kapitala, društva za osiguranje su od velikog značaja za funkcionisanje tržišta kapitala, naročito u periodima kada je tražnja za kapitalom veća od ponude.**⁴⁸ Ono što ih čini različitim u odnosu na druge finansijske posrednike jeste to što ona na tržištu kapitala uglavnom nastupaju u ulozi investitora, ređe u ulozi korisnika, a nikada kao čisti posrednik.⁴⁹

Faktori od uticaja na aktivnosti investicionih investitora, u koje spadaju i društva za osiguranje, su: **struktura obaveza, pravni propisi, finansijski i makroekonomski trendovi i ponuda finansijskih instrumenata.**⁵⁰ Priroda obaveza društava koja se bave poslovima životnih i neživotnih osiguranja se bitno razlikuje (dugoročne nasuprot kratkoročnim obavezama), što ima uticaja na njihovu investicionu politiku, o čemu će kasnije u radu biti više govora. Pravni propisi mogu na direktan i indirektan način da utiču na plasman društava za osiguranje. U nekim zemljama, društva životnog osiguranja su zakonski obavezna da usklađuju trajanje obaveza i ulaganja.⁵¹ Takođe, makroekonomska politika države i centralne banke mogu imati uticaja na aktivnosti institucionalnih investitora. Država može da utiče na investicione odluke intervencijama koje povećavaju ili smanjuju atraktivnost ulaganja u pojedine sektore ili finansijske instrumente.

⁴⁷ V. Njegomir, *op. cit.*, str. 54.

⁴⁸ D. Erić, *op. cit.*, str. 202.

⁴⁹ Đ. Đukić/V. Bjelica/Ž. Ristić, *Bankarstvo*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2004, str. 25.

⁵⁰ Committee on the Global Financial System, Institutional Investors, global savings and asset allocation, CGFS Papers No 27, February 2007, str. 9-10.- <http://www.bis.org/publ/cgfs27.htm>

⁵¹ Npr. u Meksiku, dominacija obveznica u portofoliju penzionih fondova je najvećim delom bila posledica zakonske obaveze kojom su penzioni fondovi, kada su osnovani 1997. godine, bili obavezni da investiraju u inflaciono indeksirane državne obveznice (Isto, str. 9).

Takođe, **oporezivanje** ima uticaja obim prikupljene premije a otuda i investicionu strategiju osiguravajućih društava.⁵² Kako su proizvodi delatnosti osiguranja osmišljeni da budu, sa stanovišta poreskih propisa, povoljni za osiguranike, otuda su i struktura obaveza osiguravača i njegova investiciona politika uslovljeni propisima koji se odnose na oporezivanje pojedinaca.⁵³

Osnovni motiv investiranja osiguravajućih društava jeste obezbeđenje dodatne likvidnosti i profitabilnosti, što predstavlja osnov za povećanje sigurnosti za osiguranike i prinosa na uloženi kapital za akcionare.⁵⁴ Korist za osiguranike je sledeća: plasiranjem sredstava osiguravajuća društva se štite od inflacije i mogućeg smanjivanja premije, što se nadoknađuje ostvarenim investicionim prinosima, a kod životnih osiguranja investicije osiguravajućih društava doprinose ostvarenju veće dobiti osiguranika. Korist za akcionare je u povećanju njihovog prinosa na uloženi kapital.

Zanimljiv je podatak da čak i uslovima kada delatnost osiguranja nije ostvarila pozitivan rezultat po osnovu osnovnog posla (usluga osiguranja), profitabilnost delatnosti osiguranja nije dovedena u pitanje upravo zbog pozitivnih investicionih rezultata (npr. SAD u periodu 1978-2004).⁵⁵

Društvo za osiguranje dužno je da obezbedjuje likvidnost, što znači da blagovremeno isplaćuje štete i izvršava druge obaveze društva. Društvo za osiguranje može slobodna sredstva deponovati i ulagati, uz uslov odražavanja stalne likvidnosti⁵⁶. Društvo za osiguranje je dužno da obezbedi sigurnost ulaganja i deponovanja, tj. ne sme biti ugrožena likvidnost društva u izvršavanju preuzetih obaveza iz ugovora o siguranju i drugih obaveza. Organ za nadzor delatnosti osiguranja bliže propisuje način utvrđivanja i praćenja likvidnosti društva⁵⁷.

4. Sredstva koja društva za osiguranje ulažu na finansijskom tržištu

Kako se premije osiguranja plaćaju unapred, društva ih mogu investirati sve do momenta kada nastane osigurani slučaj i kada je potrebno izvršiti ugovornu obavezu. Zato je funkcija ulaganja sredstava od strane osiguravajućih društava od ekstremne važnosti, a njen cilj je očuvanje i uvećanje imovine.⁵⁸ Prihod od investicija je veoma važan kada jedno društvo ostvaruje negativan rezultat po osnovu zaključenih ugovora o osiguranju.

Delatnost osiguranja je od ključne važnosti za građane i privredne subjekte, odnosno, za obezbeđivanje sigurnosti i stabilnost. Osiguranje, kroz zaštitu koju obezbeđuje i kroz investiranje od strane osiguravača, pomaže ekonomski rast i razvoj. Iz tog razloga, država sprovodi nadzor nad delatnošću osiguranja u toku osnivanja i poslovanja, od čega je najvažniji nadzor solventnosti.⁵⁹

⁵² Insurers Europe/Oliver Wyman, *Funding the future – Insurers role as insitutional investors*, June 2013, str. 18.

<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/funding-the-future.pdf>

⁵³ Npr. u SAD-u kompanije neživotnog osiguranja podležu federalnom porezu na prihod, i iz tog razloga najveći deo njihove aktive predstavljaju municipalne obveznice koje su oslobođene poreza (F. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data Status, Beograd, 2006, str. 289.)

⁵⁴ V. Njegomir, *op. cit.*, str. 50-68.

⁵⁵ Isto, str. 50-68.

⁵⁶ Čl. 113. ZOS

⁵⁷ Odluka NBS o načinu utvrđivanja i praćenju likvidnosti društva za osiguranje (Službeni glasnik br. 3/2005)

⁵⁸ V. Njegomir, *op. cit.*, str. 50-68.

⁵⁹ J. Pak/ L.J. Jeremić/L. Barjaktarović, *op. cit.*, str. 234.

Solventnost je najvažniji pokazatelj **sigurnosti** i **stabilnosti** društva za osiguranje, pa samim tim i njegove atraktivnosti za potencijalne osiguranike.⁶⁰

Suštinski, **solventnost** predstavlja dovoljnost sredstava za izvršenje ugovorom preuzetih obaveza po njihovoj dospelosti.⁶¹ Solventnost se obezbeđuje i time što društvo za osiguranje mora da ima slobodna sredstva u iznosu koji je utvrđen zakonom. Iz tih sredstava društvo za osiguranje treba da pokrije neočekivano visoke zahteve osiguranika i drugih korisnika osiguranja, kao i da pokrije negativna odstupanja investicionih rezultata. Višak kapitala je potreban u suštini za pokriće svih rizika kojima je izloženo poslovanje osiguravajućih društava onda kada se sredstvima tehničkih rezervi ne mogu izvršiti ugovorne obaveze.

Nadzorom nad solventnosti društava za osiguranje smanjuje se ukupan rizik insolventnosti društava za osiguranje, i to određivanjem margine solventnosti i nadzorom osiguravača. Brojni su uzroci insolventnosti osiguravača: neadekvatne premije osiguranja, neadekvatne rezerve za pokriće rizika, precenjena imovina, prevare, neizvršavanjem obaveza reosiguravača, gubici usled nastanka katastrofalnih šteta, ciklična kretanja premije osiguranja, promene na finansijskim tržištima...⁶²

Pravni propisi koji regulišu solventnost osiguravača, razlikuju se od zemlje do zemlje. Komunitarna pravila o solventnosti sadržana su u su direktivama životnog i neživotnog osiguranja.⁶³ **Ovim direktivama je postavljen zahtev pred osiguravače da moraju posedovati iznos slobodnih sredstava i sredstava tehničkih rezervi koja bi im omogućila da se adekvatno izbore sa neizvesnošću koja karakteriše njihovo poslovanje.**

U daljem tekstu će biti više pažnje posvećeno upravo pitanju adekvatnog formiranja tehničkih rezervi i margine solventnosti kao jednom od mogućih uzroka insolventnosti osiguravača.

Održavanje solventnosti osiguravača je uslov da delatnost osiguranja može doprineti održanju ekonomske stabilnosti, jačanju socijalne sigurnosti, proširenju spektra ekonomskih aktivnosti, kao i promovisanju efikasnijeg upravljanja rizikom i ublažavanju šteta posebno kod katastrofalnih događaja.⁶⁴

⁶⁰ J. Kočović, Internet prezentacija: Koncept solventnosti osiguravajućih kompanija - <https://www.google.rs/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0CCQQFjAB&url=https://www.ekof.bg.ac.rs/%2Fnastava/%2Fosiguranje/%2F2014/%2FKoncept%2520solventnosti%2520osiguravajućih%2520kompanija%2520-%2520od%2520Solventnosti%25200%2520do%2520Solventnosti%2520II.ppt&ei=GiywU9jnOqi90QWeyYHoBA&usg=AFQjCNGPieqRS95LI1S9wj2pVptBbGuMNw&sig2=9vsEOXHtr0a5pHjMSxfEng>

⁶¹ V. Njegomir, Solvency II direktiva i njen uticaj na upravljanje rizikom u osiguravajućim društvima, *Finansije*, br. 1-6/2009, Ministarstvo finansija Republike Srbije, str. 274. - [http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/Finansije%202009\(1\).pdf](http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/Finansije%202009(1).pdf)

⁶² Isto, str. 276.

⁶³ First Council Directive 73/239/EEC, OJ L 228 od 16.08.1973. godine za društva koja se bave poslovima neživotnih osiguranja, i First Council Directive 79/267/EEC OJ L 63 od 13.3.1979. godine, za društva koja se bave poslovima životnih osiguranja.

⁶⁴ R. Tepavac/A. Nikolić /D. Cvijanović, Pregledni rad: Značaj upravljanja rizicima u osiguranju za ekonomski razvoj zemlje, *Teme*, Godina XXXVI, br. 4, str. 1801-1818, Niš, oktobar-decembar 2012. - <http://teme.junis.ni.ac.rs/teme4-2012/teme%204-2012-16%20lat.pdf>

4.1. Adekvatnost tehničkih rezervi

Da bi jedno društvo za osiguranje moglo biti osnovano i da bi poslovalo, ono mora da raspolaže sredstvima iz kojih se mogu izvršavati obaveze po osnovu ugovora o osiguranju. Svrha formiranja tehničkih rezervi je da društva za osiguranje mogu da izvršavaju obaveze iz ugovora o osiguranju.

Tehničke rezerve se formiraju iz naplaćene premije, i treba da iznose onoliko koliko je potrebno za isplate na ime pokrića nastalih šteta usled ostvarenja osiguranih rizika, isplatu osiguranih suma kod osiguranja života, i izvršenje drugih ugovornih obaveza. Kako su tehničke rezerve od ogromnog značaja za jedno društvo za osiguranje, i ekonomiju jedne zemlje uopšte, postoji obaveza društva da iste u celosti ili delom drži u zemlji. Zemlje članice EU mogu svoja sredstva tehničkih rezervi da drže u drugoj državi članici, dok za ulaganje u treće zemlje postoji ograničenje u vidu garancije centralne banke te zemlje.⁶⁵

Za utvrđivanje iznosa tehničkih rezervi merodavne su nastale i isplaćene štete, prenosne premije (za osiguranja koja su zaključena u prethodnoj a ističu u narednoj godini), kao i sredstva za rezervisane štete (za štete koje su nastale u prethodnoj godini, a nisu plaćene).⁶⁶ Svi navedeni iznosi predstavljaju osnov za utvrđivanje tehničkih rezervi. Prva direktiva neživotnog osiguranja⁶⁷ dozvoljava da se na utvrđivanje iznosa tehničkih rezervi i načina njihovog predstavljanja (obveznice, nepokretnosti, depozit) primenjuju nacionalni propisi. Direktive nisu utvrdile jedinstvene uslove obračuna, ulaganja i procene rezervi i u tom pogledu primenjuje se pravo zemlje sedišta osiguravača.

Način utvrđivanja rezervi predviđa se podzakonskim aktima ili poslovnim aktima osiguravača na koja mišljenje daje nadzorni organ.⁶⁸

Koncept Solventnost II potencira značaj rizika osiguranja odnosno rizika dovoljnosti tehničkih rezervi budući da neadekvatnost tehničkih rezervi negativno utiče na solventnost, a time i na neadekvatnost kapitala osiguravača. Dovoljnost tehničkih rezervi je uslovljena dovoljnošću premije osiguranja kao njihovog izvora finansiranjaa posledično i dovoljnošću rezervi za štete.⁶⁹

Kod nas, društvo za osiguranje koje obavlja jednu ili više vrsta neživotnih osiguranja utvrđuje tehničke rezerve za⁷⁰:

1. prenosne premije;
2. rezervisane štete;
3. izravnjanje rizika.

⁶⁵ J. Pak, *op. cit.*, str. 157.

⁶⁶ Isto, str. 56.

⁶⁷ First Council Directive 73/239/EEC, OJ L 228 od 16.08.1973.

⁶⁸ Kod nas je Narodna banka Srbije, kao nadzorni organ, donela posebnu odluku - **Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje** „Službeni glasnik RS“, br. 87/2012.

⁶⁹ R. Tepavac/A. Nikolić /D. Cvijanović, *op. cit.*, str. 1801-1818.

⁷⁰ Čl. 107. ZOS

Prenosne premije su deo premije koji se koristi za pokriće obaveza iz osiguranja koje nastaju u narednom obračunskom periodu.⁷¹ **Rezervisane štete** obrazuju se u visini procenjenog iznosa obaveza za nastale prijavljene, a nerešene štete i za nastale neprijavljene štete u tekućem periodu.⁷² **Rezerve za izravnjanje rizika** obrazuju se na teret rashoda društva za osiguranje, posebno za svaku vrstu neživotnih osiguranja i koriste se za vremensko izravnjanje toka šteta u pojedinim vrstama osiguranja.⁷³

Društvo za osiguranje koje obavlja jednu ili više vrsta životnih osiguranja utvrđuje tehničke rezerve za:⁷⁴

1. prenosne premije;
2. rezervisane štete;
3. učešće u dobiti;
4. matematičku rezervu.

Matematička rezerva je tehnička rezerva društva za osiguranje namenjena izmirenju budućih obaveza po osnovu životnog osiguranja.⁷⁵ Najznačajnija je kod osiguranja za slučaj smrti zaključenih na ceo život osiguranika.⁷⁶ **Rezerve za učešće u dobiti** obrazuju se u visini iznosa na koji osiguranici imaju pravo po osnovu učešća u dobiti iz ugovora o osiguranju života, ako su osiguranici prihvatili da učestvuju u riziku deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi.⁷⁷ Kod ovih ugovora osigurana suma (ili renta) nije izražena u dinarima (ili devizama) već u obračunskim jedinicama (jedinicama koje su dodeljene ugovoru o osiguranju) ustanovljenih ulaganjima. Prava osiguranika se utvrđuju s obzirom na vrednost koju je dostigla obračunska jedinica. Osiguranik snosi finansijski rizik pada ili povećanja vrednosti ulaganja.⁷⁸

⁷¹ Čl. 108. ZOS

⁷² Čl. 109. ZOS

⁷³ Čl. 112. ZOS

⁷⁴ Čl. 107. ZOS

⁷⁵ Čl. 111. ZOS

⁷⁶ Kod ove vrste osiguranja rizik se godinama uvećava, pa bi premija trebalo da bude s godinama veća. Da se premija ne bi uvećavala s godinama, pronađeno je rešenje u njenom nivelisanju: sve vreme trajnja ugovora iznos premije je isti. To znači da se u prvim godinama plaća veća premija od one koju bi trebalo plaćati. Upravo od viška premije u ranijim godinama formira se matematička rezerva u ovoj vrsti osiguranja. (J. Pak, Prezentacija: Margina solventnosti, tehničke rezerve i plasman sredstava osiguranja, 2013. – http://predmet.singidunum.ac.rs/pluginfile.php/5156/mod_folder/content/1/00%20MARGINA%20I%20TEHNICKE%20REZERVE%202013.ppt?forcedownload=1)

⁷⁷ Čl. 110. ZOS-a.

⁷⁸ J. Pak, Prezentacija: Margina solventnosti, tehničke rezerve i plasman sredstava osiguranja, *op.cit.*

4.2. Margina solventnosti društava za osiguranje

Pored tehničkih rezervi, postoji potreba i za dodatnim sredstvima koja čine marginu solventnosti i predstavljaju garanciju da poslovanje društva neće biti ugroženo u slučaju da nastanu veće obaveze od očekivanih. Da bi se izbegla insolventnost društva za osiguranje, tj. da ne bi bila ugrožena sposobnost društva da izvršava svoje obaveze preuzete ugovorima o osiguranju, propisima je regulisana minimalna količina slobodnih novčanih sredstava (sredstva koja nisu namenjena za izvršavanje obaveza osiguranicima, korisnicima osiguranja i trećim licima) kako bi se omogućilo nadzornom organu da interveniše u ranijoj fazi. Obaveza društva za osiguranje da imaju u određenom iznosu slobodna sredstva koja predstavljaju garanciju solventnosti je utvrđena komunitarnim direktivama o osiguranju.⁷⁹

Margina solventnosti se definiše kao **minimalni iznos kapitala** kojim društvo za osiguranje **trajno raspolaže** i koji obezbeđuje da društvo za osiguranje bude sposobno da **ispuni svoje obaveze po zaključenim ugovorima o osiguranju u bilo koje vreme i pod objektivnim okolnostima**.⁸⁰

U većini zemalja metod utvrđivanja solventnosti se zasniva na principu margine solventnosti. Društvo za osiguranje mora da raspolaže odgovarajućim viškom finansijskih sredstava iznad očekivanih obaveza koja ne potiču od premije osiguranja.⁸¹ Države članice EU, kao i one države koje su uskladile svoje pravo osiguranja sa komunitarnim pravom, usvojile su način izračunavanja margine koji je utvrđen direktivama životnog i neživotnog osiguranja. Nove direktive o solventnosti, koncept Solventnost II, upravo će uzimati u obzir specifičnost poslovanja svakog osiguravača.

Visina margine solventnosti može da se utvdi kako s obzirom na rizike koji prate utvrđivanje visine tehničkih rezervi, tako i s obzirom na rizike u vezi sa plasmanom sredstava osiguranja. Naime, posle rizika u vezi sa utvrđivanjem tehničkih rezervi, rizici koji prate plasman sredstava su identifikovani kao najveći rizici kojima su izložena društva za osiguranje. Usled loše investicione politike može se dogoditi da poslovanje društava za osiguranje bude ugroženo čak i onda kada je povoljno poslovno okruženje („dobre godine“). Upravo je nedovoljan prihod od plasmana sredstava osiguranja čest razlog za finansijske poteškoće društava za osiguranje. Zato su u nekim zemljama upravo ova dva rizika, rizik insolventnosti u vezi sa plasmanom sredstava osiguranja i tehnički rizici kumulativno ugrađeni u obračun zakonske minimalne margine solventnosti.⁸²

Raspoloživa margina solventnosti pokazuje sa kolikim iznosom kapitala društvo za osiguranje zaista raspolaže. **Zahtevana margina solventnosti** predstavlja hipotetičku kategoriju koja se

⁷⁹ Minimalni kapitalni zahtev (**minimum capital requirement-MCR**) predstavlja nivo kapitala koji stvara osnovu za intervenciju organa nadzora. Postojanje raspoloživog kapitala na nivou minimalnog kapitalnog zahteva kratkoročno može obezbediti kontinuitet poslovanja uz mogućnost prenosa rizika ili dokapitalizacije. Maksimalni kapitalni zahtev ili kapitalni zahtev solventnosti (**solvency capital requirement-SCR**) predstavlja nivo kapitala koji osiguravač ili reosiguravač treba da poseduje u cilju obezbeđenja solventnosti pod normalnim okolnostima, i koji je dovoljan za pokriće neuobičajeno štetnih događaja koji se dešavaju jednom u dvesta godina, kao što je konceptom Solvency II određeno. (V. Njegomir, Solvency II direktiva i njen uticaj na upravljanje rizikom u osiguravajućim društvima, *op.cit.*, str. 285, fn. 31.)

⁸⁰ J. Pak/ LJ. Jeremić/L. Barjaktarović, *op. cit.*, str. 199.

⁸¹ J. Pak, *op. cit.*, str. 154.

⁸² Isto, str. 155.

izračunava primenom odgovarajućeg aktuarskog modela, i određuje donju granicu ispod koje se raspoloživa margina solventnosti ne sme nalaziti. **Konačna ocena solventnosti** društava za osiguranje, posmatrano sa aspekta organa nadzora, je **odnos između raspoložive i zahtevane margine solventnosti**.⁸³

U odnosu na činjenicu da li osiguravač nosi rizik plasmana, komunitarne direktive propisiju različite zahteve solventnosti. Tako se ovaj rizik ne uključuje u test insolventnosti neživotnog osiguranja jer su ugovori u oblasti neživotnog osiguranja uglavnom po svojoj prirodi kratkoročni i manje izloženi riziku plasmana. Ali, kod životnog osiguranja ovaj rizik je uvek uključen u obračun zakonske margine solventnosti.⁸⁴

Naš ZOS ne definiše marginu solventnosti već samo predviđa da ona mora da odgovara ukupnoj aktivni umanjenoj za nematerijalna ulaganja, aktivna vremenska ograničenja, gubitak, obaveze i za prenosne pozicije (prenosne premije i rezervisane štete)⁸⁵. Na osnovu čl. 122. ZOS, NBS je donela **Odluku o načinu utvrđivanja visine margine solventnosti**⁸⁶. Ovom odlukom se uređuje način utvrđivanja margine solventnosti koju je društvo za osiguranje dužno da obezbedi u svom poslovanju, odnosno način izračunavanja te margine koji je predviđen komunitarnim direktivama.

Margina solventnosti utvrđuje se posebno za životna i neživotna osiguranja. Društva za osiguranje vrše obračun margine solventnosti kvartalno i na dan izrade godišnjeg obračuna. Obaveza društva za osiguranje je da utvrdi **marginu solventnosti i da shodno visini njegove margine ima slobodna sredstva u minimalnom iznosu koja su garancija** da će ugovorne obaveze biti izvršene i kada se nađe u finansijskim teškoćama. Slobodna sredstva društva su ona koja se ne formiraju iz premije osiguranja (odnosno doprinosa kod društava za uzajamno osiguranje). To su sredstva osnovnog kapitala, rezerve iz dobiti, neraspoređena dobit iz ranijih godina, revalorizacija rezerve i druge rezerve.⁸⁷

ZOS pravi terminološku rezliku između pojmova „rezerve“ i „fond“ – naime, i u teoriji i u praksi osiguranja pod pojam „**rezerve**“ označavaju se sredstva koja su namenjena izvršavanju obaveza iz ugovora o osiguranju, dok se pojmom „**fond**“ označavaju sredstva čiji prioritet nije naknada štete i isplate osiguranih suma već se ta sredstva koriste kada se pojavi opasnost od insolventnosti. Društva za osiguranje u državama članicama EU i onim državama koje su uskladile svoje propise sa komunitarnim pravom su obavezne da u svakom momentu imaju najmanje iznos **garantnog fonda koji iznosi trećinu izračunate margine solventnosti**. Ono što društvo za osiguranje nikako ne sme da dozvoli jeste da trećina margine solventnosti padne ispod propisanog minimalnog iznosa garantnog fonda.

Pored terminološke razlike postoji i razlika u osnovnoj materijalnoj sadržini „rezerve“ iz ZOS i „fonda“ koji poznaje evropsko pravo osiguranja.⁸⁸ **Garantna rezerva iz ZOS-a mora biti veća od margine solventnosti i ne manja od apsolutnog iznosa osnovnog kapitala**. Upravo ova činjenica stvara ogromne poteškoće u poslovanju domaćih društava za osiguranje jer ona u svakom momentu

⁸³ J. Kočović, Internet prezentacija: Koncept solventnosti osiguravajućih kompanija, *op. cit.*

⁸⁴ J. Pak, *op. cit.*, str. 155.

⁸⁵ Čl. 120. ZOS-a.

⁸⁶ „Službeni glasnik RS“, br 31/2005 i 21/2010

⁸⁷ J. Pak, Internet prezentacija: Margina solventnosti, tehničke rezerve i plasman sredstava osiguranja, *op. cit.*

⁸⁸ J. Pak, *op. cit.*, str. 156.

moraju imati sredstva koja su veća od njihove margine solventnosti. Ovo takođe znači i diskriminaciju manjih društava za osiguranje.

Društvo za osiguranje sredstva garantne rezerve deponuje i ulaže u oblike propisane čl. 114. ZOS-a i u druge oblike propisane poslovnom politikom društva.⁸⁹ Narodna banka Srbije je posebnom odlukom propisala najviše iznose pojedinih deponovanja i ulaganja sredstava tehničke rezerve i garantne rezerve.⁹⁰ Više o tome može se pročitati u delu rada koji obrađuje strukturu investicionog portfelja društava za osiguranje.

Iako je u pojedinim segmentima usaglašen sa komunitarnim direktivama u oblasti osiguranja, neke odredbe ZOS-a, koje se odnose na marginu solventnosti i garantnu rezervu, potrebno je dopuniti i precizirati. Naime, sredstva koja predviđa ZOS ne odnose se na marginu solventnosti već na garantnu rezervu (to su sredstva predviđena prvim komunitarnim direktivama). Zakonodavac nije ugradio pravila iz direktiva iz 2002. godine.⁹¹

5. *Rizici plasmana društava za osiguranje*

Zbog ogromnog značaja koju delatnost osiguranja ima za finansijski sistem i privredu jedne zemlje, savremeno zakonodavstvo punu pažnju poklanja upravljanju rizicima. Osiguravači obavljaju poslove sa tuđim novcem, što zahteva visok stepen poverenja da će obaveze završiti u vreme i na način kako je ugovoreno.⁹²

Upravljanje rizikom je važna komponenta konkurentnosti svakog društva za osiguranje. U poslednjoj dekadi osiguravajuća društva su sve više izložena uticaju brojnih rizika iz poslovnog okruženja (prirodne katastrofe, nesreće čiji je uzročnik ljudski faktor, negativni trendovi na finansijskom tržištu koji utiču na smanjenje prinosa od investiranja...). Društva za osiguranje se suočavaju sa vrstama rizika koje su specifične za delatnost osiguranja, kao što su: *rizik nedovoljnosti premija i rezervi za štete, rizik resoiguranja, rizik katastrofalnih šteta, kao i brojnim operativnim rizicima*.⁹³

Još uvek ne postoji jedinstvena klasifikacija rizika kojima su izložena društva za osiguranje.⁹⁴ Društva za osiguranje su u svom poslovanju izložena sledećim rizicima (prema⁹⁵):

- rizik osiguranja,
- tržišni rizik,
- operativni rizik,
- rizik ročne i strukturne neusklađenosti omovine sa obavezama,

⁸⁹ Čl. 118. ZOS-a.

⁹⁰ Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje, Sl. Glasnik br. 87/2012.

⁹¹ A. Pak, Državni nadzor margine solventnosti društava za osiguranje, *Pravo i politika*, Fakultet za evropske pravno-političke studije, Novi Sad, br. 2, godina VI, str. 16.

⁹² A. Pak, *op. cit.*, str. 17.

⁹³ R. Tepavac/A. Nikolić /D. Cvijanović, *op. cit.*, str. 1801-1818.

⁹⁴ R. Vujović, *Upravljanje rizicima i osiguranje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009, str. 158.

⁹⁵ Odluka o sistemu internih kontrola i upravljanju rizicima u poslovanju društava za osiguranje, SL glasnik RS, br. 12/2007.

- rizik deponovanja i ulaganja sredstava,
- pravni rizik,
- reputacioni rizik, i
- drugi rizici koji zavise od prirode, obima i složenosti poslovanja društva.

Rizici osiguranja su rizici koji proističu iz ugovora o osiguranju (povezani su sa opasnostima koje kriju ugovori o osiguranju). Ovaj rizik se posebno odnosi na sledeće rizike: rizik dovoljnosti premije, rizik neadekvatne procene rizika koja se preuzima u osiguranje, rizik neadekvatnog određivanja nivoa samopridržaja društva, rizik neusklađene i ekonomski štetne tarifne politike društva u vezi sa disperzijom rizika koji se preuzimaju u osiguranje, rizik neodgovarajućeg utvrđivanja opštih, posebnih i pojedinačnih uslova osiguranja, rizik neadekvatnog obezbeđivanja svih tehničkih rezervi društva, ostali rizici koji zavise od prirode, obima i složenosti poslovanja društva. **Tržišni rizik** proističe iz nepovoljnih promena na tržištu, i to pre svega na tržištu osiguranja i finansijskom tržištu (rizik konkurencije, rizik promene kamatnih stopa, rizik neadekvatnog prilagođavanja zahtevima korisnika osiguranja, devizni rizik, rizik promene cena hartija o dvrednosti, rizik promene cena nepokretnosti...).⁹⁶

Operativni rizik predstavlja rizik gubitka zbog pogrešnih internih procesa, ljudskih sistemskih grešaka, eksternih događaja... Operativni rizik je mogućnost nastanka negativnih efekata na poslovni rezultat društva za osiguranje, zbog propusta u radu zaposlenih, neodgovarajućih internih procedura, neadekvatnog upravljanja informacionim sistemom, kao i usled dejstva nepredvidivih eksternih faktora.⁹⁷

Pravni rizik postoji u situacijama izmene propisa, izmene sudske prakse, povrede propisa i odgovornosti za činjeni privredni prestup i prekršaj. **Reputacioni rizik** je mogućnost nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital društva za osiguranje usled stvaranja negativnih mišljenja javnosti koje utiče na smanjenje ugleda i stoga na poverenje prema društvu na tržištu.⁹⁸

Za temu plasmana društava za osiguranje na finansijskom tržištu kojom se ovaj rad bavi, važno je obratiti više pažnje na **rizik dovoljnosti premije**. Ovaj rizik se odnosi na mogućnost većih ili manjih odstupanja visine stvarnih od očekivanih obaveza osiguravača na osnovu kojih je utvrđen iznos premije. Premija je osnovni element ugovora u osiguranju jer nema osiguranja bez premije. Premija osiguranja je cena usluge koju osiguravač pruža osiguraniku, i tako je nazivaju akcionarska društva za osiguranje. Kod društva za uzajamno osiguranje članovi (osiguranici) ne plaćaju premiju koja je uvek fiksna već je cena osiguranja doprinos koji se u toku trajanja osiguranja može menjati ako je takva mogućnost predviđena statutom.⁹⁹

Premija mora da odgovara veličini rizika i ne može se određivati mimo pravila aktuarske matematike. Premija se individualizuje tako što se u obzir uzimaju parametri koji su svojstveni osiguraniku. Na visinu premije utiče pored **rizika**, i **veličina osigurane sume, dužina trajanja osiguranja i kamatna stopa** po kojoj se plasiraju sredstva društva¹⁰⁰. Visina premije je direktno

⁹⁶ R. Vujović, *op. cit.*, str. 161-167.

⁹⁷ Isto, str. 169.

⁹⁸ Isto, str. 176.

⁹⁹ J. Pak, *op. cit.*, str. 140.

¹⁰⁰ J. Kočović/ P. Šulejić, *op. cit.*, str.115.

srazmerna veličini rizika, vrednosti osigurane sume i dužini trajanja osiguranja, a obrnuto je srazmerna visini kamatne stope po kojoj se plasiraju sredstva osiguravača.¹⁰¹

Iz sredstava naplaćene premije osiguravač izvršava obaveze koje je preuzeo ugovorom o osiguranju. Za jedno društvo je jako važno da ostvari ravnotežu između sredstava kojima raspolaže i preuzetih obaveza. To se postiže određivanjem ukupnog iznosa novčanih sredstava koja na bazi premija treba godišnje da budu na raspolaganju da bi se pokrio ukupan iznos obaveza u toj godini i obezbedile rezerve. Od sredstava prikupljenih naplatom premije osiguranja formiraju se tehničke rezerve.

Premija kao cena osiguranja mora biti dovoljna ne samo za izvršenje obaveza iz ugovora o osiguranju, već mora da pokrije i troškove poslovanja društava za osiguranje (zarade zaposlenih, troškovi u vezi sa procenom rizika, troškovi zakupa, provizije posrednicima i agentima osiguranja, sudski troškovi, plaćanje doprinosa, plaćanje poreza...), kao i dividende akcionarima.¹⁰² Učešće troškova poslovanja u bruto premiji je bitno za konkurentnost jednog društva za osiguranje na tržištu (što je manje učešće ovih troškova u bruto premiji to je veća konkurentnost društva za osiguranje).

Pored pomenutog rizika koji spada u kategoriju rizika osiguranja (zajedno sa rizikom formiranja adekvatnih tehničkih rezervi¹⁰³), zatim operativnog i tržišnog rizika kojima su takođe izložena društva za osiguranje, za temu kojom se bavi ovaj rad bitno je pomenuti još i **rizik ročne i strukturne neusklađenosti imovine sa obavezama**, kao i **rizik deponovanja i ulaganja sredstava**.

Ročna i strukturalna neusklađenost imovine sa obavezama je direktna pretnja izloženosti osiguravača riziku likvidnosti. Osiguravači koji se bave životnim i zdravstvenim osiguranjem mnogo više ulažu u obveznice privrednih društava i hipoteke (zbog dugoročne prirode ovih osiguranja) nego što to čine osiguravači imovine i odgovornosti koji daleko više ulažu u opštinske obveznice koje su oslobođene poreza. Takođe, veće ulaganje u obične akcije je povezano sa porezima (dividende na ove akcije su izuzete od poreza).¹⁰⁴

Možemo reći da se upravljanje osiguravajućim društvom u osnovi svodi na upravljanje rizikom čime se obezbeđuje veća efikasnost, sigurnost i rasterećenje od nepotrebnih akcija i intervencija.¹⁰⁵

U anketi koju je 2008. godine sproveda konsultantska kuća Deloitte došlo se do zaključka da se u Srbiji radi o formalnom zadovoljavanju principa upravljanja rizicima. Rezultati ankete su bili sledeći:¹⁰⁶

¹⁰¹ To znači da što je veći rizik, vrednost osigurane sume, dužina trajanja osiguranja, veća je i premija, a što je iznos kamatne stope veći, sredstva osiguravajućeg fonda se više uvećavaju, što dugoročno posmatrano daje mogućnost da se smanje premije za pojedine vrste osiguranja. (Isto, str.115.)

¹⁰² J. Pak/ Lj. Jeremić/ L. Barjaktarović, *op. cit.*, str. 21.

¹⁰³ O adekvatnosti formiranja tehničkih rezervi pročitati više u delu rada koji govori o nadzoru solventnosti društava za osiguranje.

¹⁰⁴ R. Vujović, *op. cit.*, str. 174.

¹⁰⁵ L. Barjaktarević/D. Ječmenica, Rad: Upravljanje rizikom u srpskim osiguravajućim kompanijama (<http://www.singipedia.com/content/1773-Upravljanje-rizikom-u-srpskim-osiguravaju%C4%87im-kompanijama>)

¹⁰⁶ B. Urošević/M. Božović, Članak: Stvaranje ambijenta za efikasniji investicioni portofolio u osiguranju u Srbiji - <http://www.aktuar.rs/X/25.pdf>

- 86% osiguravajućih društava prati izloženost rizicima prevashodno zbog formalnog ispunjavanja regulatornih zahteva,
- 71% društava to čini za potrebe internog izveštavanja,
- samo 53% prati izloženosti u cilju kontrole rizika,
- samo 43% te informacije koristi za donošenje investicionih odluka,
- od osiguravajućih društava koja aktivno upravljaju rizicima, 86% koristi Value at Risk kao dominantnu metriku.

Već pomenuti pravni okvir Solventnost II za rad društava za osiguranje, kao i Solventnost I, su nastali kao rezultat želje da se obezbedi sigurnost u poslovanju društava za osiguranje u EU.¹⁰⁷ Potreba da se zahtevi solventnosti prilagode osiguravačima u većoj meri, rezultirao je konceptom Solventnost II čija će primena uslediti u narednom periodu.¹⁰⁸ Kreiranje Solventnosti II ide u pravcu zamene jednostavne solventnosti koja je postojala u osiguranju u Evropi, u stvaranju moderne, rizično konzistentne sisteme finansijskog nadzora. Kao ključni zahtev koji ova direktiva¹⁰⁹ nameće društvima za osiguranje jeste **uvodenje funkcije upravljanja rizikom i alokacija adekvatne količine kapitala za pokriće tih rizika**. Društva treba da sprovedu celokupan proces upravljanja rizikom na novou celog društva, kao i da izvrše alokaciju sredstava za pokriće tih rizika. Takođe, po prvi put se u kapitalne zahteve, pored tržišnog, kreditnog i rizika osiguranja, uključuje i operativni rizik. Upravljanje rizikom je dinamičan proces koji se neprekudno odvija. Svako društvo za osiguranje razvija sopstveno rešenje (interno uputstvo) za upravljanje rizikom.¹¹⁰

¹⁰⁷ J. Pak/LJ. Jeremić/L. Barjaktarović, *op. cit.*, str. 234.

¹⁰⁸ Fokus koncepta Solventnost I je bio na adekvatnosti kapitala osiguravača i nije uključivao zahteve za upravljanje rizikom. (V. Njegomir, Solvency II direktiva i njen uticaj na upravljanje rizikom u osiguravajućim društvima, *op. cit.*, str. 272).

¹⁰⁹ U domaćoj literaturi nalilazi se na različite prevode pojma Solventnost II: direktiva, zakonski okvir, pravni koncept...

¹¹⁰ V. Njegomir, Solvency II direktiva i njen uticaj na upravljanje rizikom u osiguravajućim društvima, *op.cit.*, str. 272.

6. *Značaj društava za osiguranje kao nosilaca aktivnosti na finansijskom tržištu*

Značaj osiguravajućih društava kao nosilaca aktivnosti na finansijskom tržištu je sledeći¹¹¹:

- *Osiguranje obezbeđuje finansijsku stabilnost i smanjuje neizvesnost* – njegova svrha jeste da nadoknadi one koji su pretrpeli gubitak čime se sprečava pojava brojnih bakrotstava koje bi pretrpeli učesnici na finansijskom tržištu. Posredno, osiguranje na taj način sprečava pojavu sekundarnih efekata na polju proizvodnje, zaposlenosti, poreskih prihoda koje ubira država...
- *Preko sistema dobrovoljnog penzijskog osiguranja, obezbeđuje se sigurna budućnost penzionerima.*
- *Osiguranje je krupan mobilizator štednje i tako podstiče ekonomski rast* – specifičnost osiguranja je ročna transformacija sitnih sredstava, koja se prikupljaju od velikog broja osiguranika preko njihovih premija, u krupna novčana sredstva koja mogu biti upotrebljena za finansiranje velikih investicionih projekata.
- *Osiguranje predstavlja jedan od metoda upravljanja rizikom* i posebno je upešno primeniti ga kao metod za upravljanje onim rizicima čija je verovatnoća realizacije mala ali imaju veliku potencijalnu štetu. Prednosti osiguranja kao metode upravljanje rizikom su sledeće: osiguravajuća zaštita obezbeđuje nadoknadu šteta pa se tako obezbeđuje kontinuitet u poslovanju, smanjuje se neizvesnost u budućem razvoju privrednih društava i drugih korisnika osiguranja.
- *Osiguranje podstiče efikasniju alokaciju kapitala* – da bi doneli adekvatnu odluku o prihvatanju osiguranja, osiguravači prikupljaju brojne informacije o privrednim subjektima i projektima u koje ulažu, pa su stoga u prednosti u odnosu na individualne štediše koji teško dolaze do svih potrebnih informacija. Na taj način, osiguravači su efikasniji od individualnih štediša u pogledu alokacije sredstava.
- *Osiguranje podstiče međunarodnu trgovinu* – osiguranje izvoznih kredita olakšava prodaju na strana tržišta.

Savremena finansijska tržišta karakteriše internacionalizacija, globalizacija i deregulacija, kao i pojava novih institucija i instrumenata. Na svetskom tržištu osiguranja javlja se tendencija udruživanja društava za osiguranje u grupe. Pored toga, kao posledica sve češće pojave prirodnih nepogoda i terorističkih napada u svetu, ispoljena je i tendencija formiranja pulova osiguranja i reosiguranja koji raspolažu ogromnim sredstvima koja se mere milijardima evra. Zbog svih navedenih karakteristika finansijskog tržišta u svetu danas, sve više jača uloga društava za osiguranje kao institucionalnih investitora koji imaju i sve veći uticaj na kretanje cena na tržištu kapitala.

Delatnost osiguranja je važan izvor sredstava za kapitalne investicije i akumulaciju, i time predstavlja značajnu mogućnost realnog finansiranja kontinuiteta i uvećanja društvene reprodukcije u zemljama u razvoju.¹¹² Upravo zato, interes svakog društva je da sredstva prikupljena u rezervama osiguravajućih društava budu što veća.

¹¹¹ J. Kočović/P. Šulejić, *op. cit.*, str. 380.

¹¹² V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori*, *op. cit.*, str. 58.

Poseban doprinos osiguravajuća društva kao institucionalni investitori daju unapređenju efikasnosti investicija. Mobilizacijom finansijske štednje ova društva unapređuju efikasnost finansijskog sistema na tri načina:¹¹³

1. doprinose smanjenju transakcionih troškova¹¹⁴ tako što povezuju suficitne i deficitne subjekte finansijske štednje,
2. kreiraju likvidnost – osiguranici imaju trenutni pristup finansijskim sredstvima po osnovu naknade šteta i štednje u slučaju nastanka osiguranog slučaja, a korisnici finansijskih sredstava imaju mogućnost da odloženo vraćaju pozajmljena sredstva čime se eliminiše nelikvidnost karakteristična za direktne odnose finansiranja, i
3. obezbeđuju ekonomiju obima¹¹⁵ u investiranju jer su mobilisana ogromna sredstva po osnovu akumuliranja sitnih iznosa premija pojedinačnih osiguranika, čime se obezbeđuje podrška za velike investicione projekte i podstiče ekonomska efikasnost.

Individualne štediške i investitori nemaju ni dovoljno resursa, ni znanja, ni vremena da bi doneli najbolju odluku kako efikasno da plasiraju sredstva. Ali zato društva za osiguranje prikupljaju ogroman broj informacija bitnih za odlučivanje prilikom donošenja odluke gde plasirati sredstva. Na taj način, svojim plasmanima društva za osiguranje daju istovremeno signal i drugim investitorima čime se bitno unapređuje efikasnost alokacije plasmana. Ulaganjem u najprofitabilnije angažmane osnažuje se ekonomski rast i razvoj jedne zemlje.

¹¹³ V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori, *op. cit.*, str. 58.

¹¹⁴ U ekonomiji, transakcioni troškovi (ili troškovi prelaza) su troškovi vezani za transakcije pod kojima se podrazumavaju aktivnosti ili skup aktivnosti koje je neophodno obaviti da bi određeni proizvod ili usluga prešli granice organizacionog sistema ili nekog njegovog dela. (http://proorg.fon.rs/Files/45500e6f-6935-4c81-90a9-e27c1eee8c3a/IV-14Transakcioni_troškovi.pdf)

¹¹⁵ Ekonomija obima podrazumeva smanjenje prosečnih troškova proizvodnje po jedinici. To je ekonomija ušteda na troškovima do kojih dolazi objedinjenim izvođenjem velikog broja različitih aktivnosti unutar iste firme korišćenjem zajedničkih inputa ili zajedničkim unapređivanjem proizvoda, ili pak njihovom zajedničkom distribucijom. (<http://limun.hr/main.aspx?id=10412&Page=>)

IV. PRAVNI PROPISI U OBLASTI PLASMANA SREDSTAVA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE

1. Pravni propisi u EU

Usaglašavanje propisa iz oblasti prava o društvima za osiguranje u EU se vršilo putem direktiva, koje su imale osnov u odredbama Rimskog ugovora¹¹⁶ koje govore o slobodi osnivanja i slobodi pružanja usluga. Direktive predstavljaju osnovni izvor komunitarnog prava osiguranja, i one nemaju direktnu primenu već su države članice obavezne da ih ugrade u svoje pozitivno pravo donošenjem zakona, podzakonskih i upravnih akata.¹¹⁷ Direktive obavezuju države članice u pogledu rezultata koji se žele postići, ali svaka država sama bira način na koji će ugraditi direktive u nacionalno zakonodavstvo. Od 1973. godine donet je veći broj direktiva koje su doprinele da se uklone najvažnije prepreke i uspostavi jedinstveno tržište osiguranja 1992. godine.

Trećom generacijom direktiva koje su donete u periodu od 1990 (direktiva neživotnog osiguranja) i 1992. godine (direktiva životnog osiguranja) postignut je visok stepen harmonizacije prava osiguranja.¹¹⁸ Predmetnim direktivama je omogućeno slobodno vršenje usluga osiguranja - na osnovu jedinstvene dozvole („single licence“; „**European passport**“), omogućeno je društvima za osiguranje da slobodno prodaju osiguranje, i to putem osnivanja poslovnih jedinica u nekoj zemlji članici, ili kroz direktno pružanje usluga u drugoj zemlji članici i bez ovog prisustva.¹¹⁹ Direktive treće generacije preciziraju koja imovina može da čini tehničke rezerve, kao i plasman tih rezervi.¹²⁰

Na nivou Evropske unije **Direktivom 2002/83/EC**¹²¹ (član 24.) koja se odnosi na životno osiguranje, i **Direktivom 92/49/EEC**¹²² (član 22.) koja se odnosi na neživotna osiguranja, regulisano je da osiguravajuća društva ne smeju plasirati tehničkih rezervi više od¹²³:

- 10% ukupnih tehničkih rezervi u jednu nepokretnost ili više nepokretnosti koje su bliske jedna drugoj kako bi se smatrale jednom investicijom,
- 5% ukupnih tehničkih rezervi u akcije i druge hartije od vrednosti kao što su obveznice, dužničke hartije od vrednosti i druge instrumente tržišta novca ili tržišta kapitala od istog

¹¹⁶ Rimskim ugovorom, potpisanim 1957. godine u Rimu, osnovana su Evropska ekonomska zajednica (EEZ) (J. Pak, *op.cit.*, str. 14.)

¹¹⁷ Isto, str. 16.

¹¹⁸ Od direktiva treće generacije, jedna se odnosi na neživotno osiguranje (**Third Council Directive 92/49/EEC od 18. 06. 1992.**), a druga na životno osiguranje (**Third Council Directive 92/96/EEC od 9.12.1992.**). Kod nas je prihvaćeno da se se prve direktive EEZ prevode kao direktiva životnog i direktiva neživotnog osiguranja. U prvim radovima o ovim direktivama koristio se i naziv direktiva imovinskog i direktiva životnog osiguranja jer je pojam neživotno osiguranje bio potpuno stran, nije korišćen ni u domaćim propisima ni u literaturi. (J. Pak, *op. cit.*, str. 54, fn. 76). Primer za korišćenje naziva direktiva imovinskog osiguranja i direktiva osiguranja lica može se videti kod J. Kočović/P. Šulejić, *op. cit.*, str. 262.

¹²⁰ Više o tome može se pročitati u delu rada koji obrađuje strukturu investicionog portfelja društava za osiguranje.

¹²¹ Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002 –

(<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:06:10:32002L0083:HR:PDF>)

¹²² Council Directive 92/49/EEC of 18 June 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (third non-life insurance Directive) –(<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31992L0049:EN:HTML>)

¹²³ V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori, *op. cit.*, str. 61.

lica ili u zajmove date istom korisniku, s tim što ovaj limit može biti povećan na 10% ukoliko se ne investira više od 40% u zajmove i hartije od vrednosti od ukupne tehničke premije pri čemu u svaki pojedinačni oblik investira više od 5%,

- 5% ukupnih tehničkih rezervi u neobezbeđene zajmove (uz ograničenje na 1% za svaki neobezbeđeni zajam isključujući pri tome obezbeđene zajmove date kreditnim institucijama i društvima za osiguranje). Ovi limiti mogu biti povećani respektivno na 8% odnosno 2% od slučaja do slučaja od strane zakonodavstva države članice,
- 3% ukupnih tehničkih rezervi u gotovini,
- 10% ukupnih tehničkih rezervi u akcijama, drugim hartijama od vrednosti koje se tretiraju kao akcije i dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na regulisanim tržištima.

1.1. Investiciona politika osiguravača u konceptu Solventnost II

Solvency II je novi zakonodavni i regulatorni okvir ukupnog poslovanja društava za osiguranje i društava za reosiguranje u Europskoj uniji.¹²⁴

Zakonski okvir Solvency II će osiguravačima dati mnogo više slobode u alokaciji slobodnih sredstava tako što će biti eliminisane nacionalne barijere, dok ona u isto vreme moraju imati dovoljno kapitala i dobro upravljanje rizikom kako bi bila zaštićena od rizika kojima su izložena.¹²⁵

Kada je u pitanju plasman sredstava društava za osiguranje, novina koju donosi koncept Solventnost II jeste uvođenje **metoda prudencione regulacije** (engl. *prudent person principle*), kojim se ukidaju dosadašnja kvantitativna ograničenja prilikom investiranja. To znači sa zemlje članice ne bi trebalo da zahtevaju od osiguravača i reosiguravača da ulažu sredstva u konkretne imovinske oblike, jer takav zahtev nije u skladu sa slobodom kretanja kapitala (Direktiva Solventnost II, član 72). Celokupna imovina, naročito ona koja služi pokriću minimalnog zahtevanog kapitala (MCR), i zahtevanog kapitala solventnosti (SCR), treba da bude investirana na način kojim se obezbeđuje sigurnost, kvalitet, likvidnost i profitabilnost celokupnog portfolia. Imovina koja služi za pokriće tehničkih rezervi takođe treba da bude investirana na način koji je u skladu sa prirodom i trajanjem obaveza osiguravača (Direktiva Solventnost II, član 132).¹²⁶

Samo izuzetno, Solventnost II dopušta zemljama članicama EU mogućnost uvođenja kvantitativnih limita investiranja isključivo za one rizike investiranja koji već nisu adekvatno obuhvaćeni standardnom formulom obračuna SCR.

¹²⁴ <http://www.huo.hr/hrv/solvency-ii/20/>

¹²⁵ Insurance Europe/Oliver Wyman, Funding the future - Insurers' role as institutional investors, *op. cit.*, str. 17-
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/funding-the-future.pdf>

¹²⁶ J. Kočović, Internet prezentacija: Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori u vremenu krize -
http://www.google.rs/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0CCQQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.fpe.unssa.rs.ba%2Fdownload.php%3Ffajl%3DInstitucionalni%2520investitori.ppt%26nastavnik%3Djelenak&ei=GVPeU-WILsmi4qScmoDqAq&usq=AFQjCNE9OiX7FQX5bNCoAj8A-guB_3QJlq&sig2=tMfbLoXyjm1ckJ3yjcmdlA

2. **Pravni propisi u državama članicama Evropske unije na primeru Nemačke, Francuske i Velike Britanije**

Nemačka je prva zemlja koja je zakonski regulisala oblast nadzora u osiguranju. Prva verzija Zakona o nadzoru osiguranja datira iz maja 1901. godine, a isti je stupio na snagu 1. januara 1902. godine.¹²⁷ Nadzorni organ u oblasti osiguranja danas je Savezni organ za nadzor nad finansijskim uslugama (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - **BaFin**).¹²⁸

U Nemačkoj se nagli razvoj osiguranja i reosiguranja vezuje za drugu polovinu XIX veka. Nemačka je pametno iskoristila iskustvo drugih zemalja u kojima je zbog ogromne konkurencije stečaj društava za osiguranje bio čest slučaj, te su se nemačka društava za osiguranje jako rano počela da udružuju svoje napore – posebno kada su radila van granice svoje zemlje - i time nisu konkurisale jedna drugoj.¹²⁹

Društva za osiguranje su jedan od najvećih institucionalnih investitora u Nemačkoj.¹³⁰ Da bi se društva za osiguranje osigurala da u svakom momentu budu u poziciji da ispune obaveze po potpisanim ugovorima sa osiguranicima, **Zakon o nadzoru osiguranja** (*Versicherungsaufsichtsgesetz - VAG*)¹³¹ i **Uredba o investiranju** (*Anlageverordnung-AnIV*) određuju brojna kvalitativna i kvantitativna pravila za praktičnu primenu investicione politike društava za osiguranje.¹³²

Cilj investicione politike je obezbediti maksimalni prinos uz najveći mogući stepen sigurnosti, a da bi se on ostvario investicione aktivnosti društava za osiguranje diktirane su principima sigurnosti, profitabilnosti, likvidnosti, raznovrsnosti i diversifikacije, kvalitativnim kategorijama u koje se investira i kvantitativnim limitima. Uredba o investiranju navodi da se pridržavanje osnovnih principa investiranja obezbeđuje kroz kvalifikovano upravljanje imovinom, interne procedure nadzora i strategijsku i taktičku investicionu politiku. Društva za osiguranje imaju sistem za upravljanje rizikom koji koriste već dugi niz godina, i svako društvo prilagođava svoju strukturu portofolia riziku koji je spremno da podnese. Ove specifičnosti su dokazale svoju vrednost tokom finansijskih kriza.

BaFin je objavio tzv. **Investicioni cirkular** koji nudi pojašnjenja u vezi sa upravljanjem investicijama društava za osiguranje, opštim principima ulaganja, investicionim biltenom, koeficijentom mešanja i uparivanjem valuta.¹³³

¹²⁷ www.bafin.de/EN/Bafin/functionsHistory/InsuranceSupervision/insurancesupervision

¹²⁸ V. Čolović, *op. cit.*, str. 34-35.

¹²⁹ J. Pak, *op. cit.*, str. 9.

¹³⁰ 2012 Yearbook, The German insurance industry, GDV-Gesamverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., str. 14. (<http://yearbook.gdv.de/GDV-Yearbook2012.pdf>)

¹³¹ Fahr/Kaulbach, VAG-Versicherungsaufsichtsgesetz mit BAG und FinDAG, Verlag C.H. Beck München, 2003.

¹³² Norton Rose LLP, Germany: Insurance, The amendment of the Investment Circular to the German Ordinance on the Investment of Restricted Assets of Insurance Undertakings, May 2011, str. 2.

(<http://www.nortonrosefulbright.com/files/the-amendment-of-the-investment-circular-to-the-german-ordinance-on-the-investment-of-restricted-assets-of-insurance-undertakings-52268.pdf>)

¹³³ Isto, str. 2.

➤ **Upravljanje investicijama**

Investicioni cirkular razmatra Uredbu o investiranju kao mogućnost glatkog prelaska na predstojeći režim Solventnost II. Uredba o investiranju je liberalizovana izuzimanjem tehničkih ograničenja koja su zamenjena sa kvalifikovanim upravljanjem investicijama od strane društva za osiguranje. U kontekstu proširenog investicionionog horizonta, za svaki investicioni poduhvat društvo za osiguranje mora razviti kriterijume i principe kako bi na odgovarajući način upravljalo sredstvima i obavezama. I više od toga, ono mora da uspostavi procedure za upravljanje rizicima i kontrole.

Na investicione odluke mogu uticati računovodstvo i oporezivanje, što znači da BaFin prihvata ovu vrstu uticaja i, u principu, odobrava investicione odluke kod kojih se ovi faktori uzimaju u obzir.

➤ **Opšti principi ulaganja**

Investicioni cirkular se bavi investicionim principima bezbednosti, profitabilnosti, likvidnosti, mešanja i diversifikacije koje društvo za osiguranje mora da se poštuje prilikom investicionih ulaganja. Međutim, ovi ciljevi su očigledno konfliktni i ne mogu svi biti zadovoljeni u isto vreme. Kako Investicioni cirkular ne daje dalje smernice po tom pitanju, društva se moraju držati ekonomskog pristupa, te je glavna odluka na menadžeru koji treba da uspostavi ravnotežu svih zadatih ciljeva. Cilj je svakako razmotriti balansiranje efekata svih investicionionih ciljeva na nivou ukupnog portofolia i njegovo odgovarajuće strukturiranje.

Princip bezbednosti se zasniva se na uverenju da samo sigurne investicije mogu da garantuju ispunjenje ugovora o osiguranju. Bezbednost u osnovi zahteva rangiranje investicija (ulaganja) ili individualnu procenu uporednog kvaliteta investicionih ulaganja.

Princip profitabilnosti – dok BaFin generalno ne određuje minimalni prinos na investiciono ulaganje, ipak tretira svako ulaganje sredstava koje ne donosi prinos kao neodgovarajuće. U praksi se, međutim, retko dešava da investiciono ulaganje ne generiše baš nikakav prihod.

Princip likvidnosti – svako investiciono ulaganje mora da obezbedi da sve obaveze preuzete ugovorima o osiguranju budu ispunjene u roku (bez zakašnjenja) upostavljanjem sveobuhvatnih finansijskih planova i planova likvidnosti.

Za balansiranje tipičnih investicionih rizika unutar strukture rizika, mora se primenjivati **princip mešanja** različitih oblika aktive, tj. sredstava.

Za razliku od pincipa mešanja različite imovine prilikom investicionog ulaganja (koji se odnosi na različite kategorije sredstava), **princip diversifikacije** se odnosi na ulaganje u aktivu iste kategorije izdate od strane različitih emitenata. Slični sektori se smatraju kao jedna kategorija aktive, što znači da se koncentracija investicija u srodne sektore smatra nedovoljno raznovrsnom.

➤ **Investicioni bilten**

Društva za osiguranje u Nemačkoj mogu da plasiraju svoja sredstva u:

- hipoteke i zemljišne naknade (u ovu kategorijau spadaju samo krediti za nekretnine);
- krediti za hartije od vrednosti i krediti obezbeđeni hartijama od vrednosti (društva za osiguranje mogu pozajmiti hartije od vrednosti po istim principima koji se primenjuju kod investicionih fondova. Uredba o investiranju zahteva pružanje kolateralu (obezbeđenja) u vidu gotovine ili određenih hartija od vrednosti);
- krediti privrednim subjektima (krediti javnom sektoru su dozvoljeni u Nemačkoj bez ikakvih daljih uslova, kao i u inostranstvu, ako težina rizika ne prelazi 20%. Krediti međunarodnim organizacijama su takođe dozvoljeni bez ikakvih daljih uslova, jedini potreban uslov je da je Nemačka punopravni član tih organizacija);
- obveznice (kategorija dozvoljenih obveznica obuhvata obveznice pojedinih emitenata, obveznice uključene na organizovanom tržištu, i druge obveznice);
- neobezbeđene instrumente (neobezbeđene obaveze i pravo na učešće u dobiti se smatraju dozvoljenim ulaganjima);
- akcije;
- udele;
- nekretnine i druga stvarna prava na nekretninama;
- investicione fondove;
- depozite u bankama.

➤ **Koeficijent mešanja**

Ulaganja u hartije obezbeđene aktivom su limitirane na 7,5% od garantovane imovine, a koeficijent za hedž fondove je 5%. Visko rizičnim ulaganjima se smatraju ulaganja u akcije, učešća u dobiti i neobezbeđene obaveze.

➤ **Uparivanje valuta**

Drugo važno ograničenje investicione politike društava za osiguranje je odredba da zaštita od rizika osiguranja mora da se obezbedi aktivom u istoj valuti. Valute moraju biti uparene najmanje u iznosu od 80%. U slučaju imovine, uzima se valuta zemlje u kojoj se ona nalazi. U slučaju akcija i udela kompanije, uzima se valuta organizovanog tržišta na kome su trguje ili, alternativno, valuta zemlje u kojoj kompanija ima sedište.

Francuska regulativa dozvoljava društvima za osiguranje da ulažu u sledeće pokretne stvari¹³⁴:

1. obveznice i druge hartije od vrednosti koje izdaju i za koje garantuju zemlje članice OECD-a,
2. obveznice koje izdaje i za koje garantuje neko međunarodno telo javnog karaktera čiji je osnivač ili više njih članovi EU,
3. Municipalne obveznice država koje su članice OECD-a,

¹³⁴ Code Des Assurances, Dalloz, 13th edition, 2007, čl. R. 332-2, str. 521.

4. obveznice zajedničkog fonda potraživanja i pripadajućih hartija od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti,
5. hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica, osim država članica OECD-a, kojima se trguje godinu ili duže (sertifikati o depozitu) i koje su iskazane u fiksnom iznosu ili indeksirane na uobičajeni iznos u interbankarskom sektoru,
6. akcije investicionih fondova sa varijabilnim kapitalom i deo su zajedničkog investicionog fonda čiji je predmet ograničen na upravljanje portfeljom koji sadrži vrednosti iz 1) i 2),
7. akcije i ostale pokretne vrednosti kojima se trguje na priznatom tržištu (osim akcija npr. pod 6 i 10),
8. akcije društava za osiguranje i reosiguranje koje imaju svoje sedište u jednoj od država OECD-a,
9. akcije u društva za osiguranje i reosiguranje osim onih iz prethodne tačke,
10. akcije koje izdaju privredna društva i obveznice, udeli i zavisne hartije koje izdaju društva za uzajamno osiguranje, unije i savezi koji su regulisani zakonom o uzajamnosti i institucije za zbrinjavanje koje su predviđene Zakonom o socijalnom osiguranju i koje imaju sedište na području država članica OECD-a, osim u investiciona društva i društva za osiguranje,
11. ulaganje u zajedničke investicione fondove koji su predviđeni monetarnim zakonom (L. 314-36),
12. akcije investicionih društava sa varijabilnim kapitalom i delovi investicionih fondova pod uslovima predviđenim posebnim propisom.

Takođe, zakonski su regulisana i ulaganja u nepokretne stvari:

1. nekretnine koje se nalaze na području jedne od država članica OECD-,
2. udele ili akcije u privredna društva čiji su predmet delatnosti nekretnine (npr. građevinske firme) i koje imaju sedište na teritoriji OECD-a,
3. hipotekarne zajmove fizičkim i pravnim licima koja imaju domicil ili sedište na teritoriji država članica OECD-a,¹³⁵
4. ostale zajmove koji su dati fizičkim i pravnim licima sa sedištem na teritoriji zemalja država OECD-a, koji moraju da traju najmanje dve godine i da ispunjavaju sledeće uslove: da imaju jemstvo koje je dala banka ili drugo društvo za osiguranje koje ne pripada istoj grupi kao zajmodavac ili zajmoprimac i koja imaju dozvolu za rad države članice evropskog ekonomskog prostora.¹³⁶

Velika Britanija - Anglo-saksonski i kontinentalni evropski finansijski sistem su dve različite vrste finansijskog sistema. Anglo-saksonski finansijski sistem je orjentisan ka tržištu, što podrazumeva finansiranje putem tržišta kroz akcije i korporativne obveznice. Nasuprot njemu, kontinentalni evropski finansijski sistem je orjentisan na banke i podrazumeva finansiranje putem bankarskih

¹³⁵ Kada se radi o hipotekarnim zajmovima oni moraju biti obezbeđeni hipotekom prvog reda na nekretnini na području države članice OECD-a ili na brodu. Ukupnost hipotekarnog prava prvog reda ne može preći 65% tržišne vrednosti nekretnine ili broda u vreme zaključenja ugovora (Code Des Assurances, R. 332-12, R. 332-13, str 528).

¹³⁶ Uređeno ili organizovano tržište predstavlja regulisano tržište država članica evropskog ekonomskog prostora. Evropski ekonomski prostor čine države članice EU i EFTA. Nadležni organi tih zemalja definišu uslove tržišta, pristup tržištu i pregovaranju (uslove koji za kupovinu hartija od vrednosti), obavezu izveštavanja i transparentnosti.

zajmova, čime je limitiran razvoj berze i tržišta korporativnih obveznica.¹³⁷ Ono što predstavlja prednost ove vrste finansijskog sistema jeste blizak odnos između banaka i kompanija kao njenih klijenata, što podstiče stabilnost i omogućava bankama dobru informisanost o akcijama koje preduzimaju njihovi klijenti, ali slabo finansiranje kompanija putem tržišta kapitala može bitno da ugrozi ekonomski razvoj.

Dok je u kontinentalnom delu Evrope ušteđevina uložena u bankarske depozite, a time dalje u zajmove, u Velikoj Britaniji (kao i u SAD-u) ušteđevina je investirana kroz društva za osiguranje i penzione fondove u akcije i korporativne obveznice. Najbolji primer za korelaciju između institucionalnih investitora i veličine berze je upravo Velika Britanija – kako su se institucionalni investitori razvijali i počeli više da ulažu u akcije, tako se produbljivalo tržište kapitala. Od 1990. godine, kada institucionalni investitori počinju da ulažu u akcije u inostranstvu, njihov značaj je u stalnom padu.¹³⁸

Presudnu ulogu za razvoj tržišta kapitala u Velikoj Britaniji (i SAD-u) su odigrali upravo institucionalni investitori – društva za upravljanje penzionim fondovima i društva za osiguranje. Kako je finansijski sistem u Velikoj Britaniji, kao i u SAD-u, postajao sve sofisticiraniji i kako ljudi bogaćenjem sve više brinu o svojoj penziji¹³⁹, penzioni fondovi i društva za osiguranje su se razvijali vrlo brzo. Vremenom su ovi institucionalni investitori počeli sve više da ulažu u akcije, a u SAD u korporativne obveznice umesto u državne obveznice. Kao rezultat toga, veliki iznos stabilnih i dugoročnih sredstava je kanalisano na tržište kapitala. U Velikoj Britaniji, ova sredstva su doprinela razvoju berze koja je postala jedan od najlikvidnijih finansijskih centara u svetu.

Istorijski posmatrano, u većem delu kontinentalnog dela Evrope uloga investicionih investitora je bila mnogo manja. Investicije institucionalnih investitora su bile usmerene na državne obveznice, pre svega zbog činjenice da su pravni propisi bili rigorozniji nego u Velikoj Britaniji, kao i u SAD-u. Kao rezultat toga finansijski sistem je bio usmeren na pozajmljivanje sredstava od banaka. Tek u skorije vreme, institucionalni investitori su ojačali i proširili svoje investicije u akcije i korporativne obveznice.

Pravni propisi koji regulišu investiranje sredstava društava za osiguranje, kao i penzionih fondova, su istorijski posmatrano bili drugačiji u Velikoj Britaniji i SAD-u sa jedne strane, od onih u kontinentalnoj Evropi sa druge strane. U kontinentalnom delu Evrope pravila su kodifikovana i primenjuju se kvantitativne restrikcije na plasmane institucionalnih investitora. Sa druge strane, u anglo saksonskim zemljama, prudenciona regulacija (engl. prudent person) je usvojena dosta ranije.

¹³⁷ Special interest paper: Insurance companies and pension funds as institutional investors: global investment patterns, City of London Economic Development, November 2011, str. 17.

(<http://www.cityoflondon.gov.uk/business/support-promotion-and-advice/promoting-the-city-internationally/china/Documents/Insurance%20companies%20and%20pension%20funds%20report.pdf>)

¹³⁸ Institucionalni investitori su sličnu ulogu umali u SAD-u. Naime, oni su tamo bitno doprineli razvoju tržišta korporativnih obveznica. (Special interest paper: Insurance companies and pension funds as institutional investors: global investment patterns, *op. cit.*, str. 19.)

¹³⁹ Državni penzioni fondovi takođe postoje u Velikoj Britaniji i SAD-u, ali su oni jako mali i kako ljudi postaju bogatiji tako počinju da ulažu ušteđevinu u privatne penzione fondove kako bi osigurali dovoljno velike penzije. U većem delu kontinentalne Evrope privatni penzioni fondovi su imali manju ulogu zbog postojanja tzv. „pay as you go“ sistema (PAYG), koji vrši ogroman udar na budžet države i koji bi mogao da vremenom postane neodrživ. Iz tog razloga, države pokušaju da ga u budućnosti zamene sa privatnim penzionim fondovima. (Isto, str. 8.)

Ova pravila zahtevaju od investitora da se prilikom ulaganja sredstava, na nivou portofolia u celini, pridržavaju principa sigurnosti, kvaliteta, likvidnosti i profitabilnosti.¹⁴⁰

Predenciona regulacija ostavlja daleko veću slobodu investitorima u poređenju sa kvantitativnim ograničenjima. U Velikoj Britaniji pravni propisi, koji se odnose na plasman sredstava društava za osiguranje, su postali fleksibilniji 1961. godine, dok su sva kvantitativna ograničenja ukinuta 1995. godine. Razlog za primenu vrlo striktnih ograničenja prilikom investiranja je bio zaštita interesa individualnih investitora. Fokus je bio na očuvanju kapitala, a ne na dostizanju visokog prinosa na investicije. Vremenom, ipak se došlo do saznanja da u interesu pojedinaca nije tako konzervativna politika ulaganja na račun prinosa, te je institucionalnim investitorima ostavljena veća sloboda prilikom ulaganja sredstava. Na značaju je dobila činjenica da je u upravljanju rizikom potrebno imati pristup portofoliu u celini, gde se uzima u obzir odnos između imovine i obaveza društva. To ukazuje na činjenicu da rizik ulaganja može biti procenjen samo u kontekstu čitavog portofolia, i zato kvantitativna ograničenja za pojedina ulaganja nemaju mnogo smisla.

Moderna portofolio teorija naglašava potrebu za diverzifikacijom i podelom rizika, i obezbeđuje argument da je potrebno dozvoliti ulaganja u različite vrste imovine – akcije, stranu imovinu i nekretnine – kao i u derivate da bi se rizik zaštitio. Zato su vremenom investiciona ograničenja u takvu imovinu bila ukinuta. U većem delu kontinentalne Evrope, kvantitativna ograničenja su ostala na snazi u trenutku kada su liberalizovana pravila ulaganja u Velikoj Britaniji i SAD-u. Vlade država u kontinentalnom delu Evrope su imale averziju prema riziku, dajući prednost finansijskoj stabilnosti pre nego visokom prinosu od ulaganja sredstava. Takođe, institucionalni investitori su bili manje razvijeni nego oni u Velikoj Britaniji (i SAD-u).

Uklanjanje restrikcija u investiranje u inostranstvu i u derivate je uzrokovalo da ulaganje dobrog dela sredstava upravo u imovinu u inostranstvu i u derivate postane glavno sredstvo u kontroli rizika. Upravo hedžiranje nekih elemenata rizika je učinilo neke rizičnije oblike imovine, kao što su korporativne obveznice, daleko atraktivnijim.

Evropska unifikacija je uticala na uvećavanje konkurencije i time uticala na institucionalne investitore da ulažu u rizičnije oblike imovine kako bi ostvarili veći prinos. Ovo ilustruje ulogu koju liberalizacija tržišta može da ima u produbljivanju tržišta kapitala.¹⁴¹

Iako su u kontinentalnom delu Evrope finansijska tržišta su još uvek bankovno orjentisana, tržišno orjentisano finansiranje sve više dobija na značaju. Može se reći da trend u kontinentalnom delu Evrope prati onaj u Velikoj Britaniji i SAD-u. Penzioni fondovi se jako brzo razvijaju zbog odluke da se sa PAYG sistema pređe na privatne penzione fondove.

¹⁴⁰ Special interest paper: Insurance companies and pension funds as institutional investors: global investment patterns, *op. cit.*, str., str. 9.

¹⁴¹ Isto, str. 16.

3. *Pravni propisi pojedinih država u okruženju (Slovenija, Hrvatska)*

Zakon o osiguranje **Republike Slovenije** propisuje oblike imovine u koje društva za osiguranje mogu plasirati sredstva tehničke rezerve:¹⁴²

1. vrednosne papire izdate od strane Republike Slovenije, Banke Slovenije, država članica EU, međunarodnih finansijskih organizacija ili entiteta za koje garant neko od pomenutih;
2. obveznice ili druge dužničke vrednosne papire sa kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici Sloveniji, državi članici EU ili zemljama OECD-a;
3. obveznice ili druge dužničke vrednosne papire sa kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, kada su izdate od strane pravnog entiteta koje ima sedište u Republici Sloveniji, državi članici EU ili zemlji članici OECD-a;
4. akcije i druge vrednosne papire sa varijabilnim prinosom sa kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici Sloveniji, državi članici EU ili zemljama OECD-a;
5. akcije i druge vrednosne papire sa varijabilnim prinosom sa kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija, kada su izdate od strane pravnog entiteta koje ima sedište u Republici Sloveniji, državi članici EU ili zemlji članici OECD-a;
6. investicione kupone zajedničkih fondova ili akcija investicionih fondova koje ulažu sredstva u hartije od vrednosti;
7. potraživanja po osnovu kredita obezbeđenih založnim pravom na nepokretnosti, kada je zaloga upisana u zemljišne knjige ili druge javne registre u Republici Sloveniji ili državi članici EU, i kada potraživanje ne prelazi 60% od vrednosti nepokretnosti, a kako je procenjeno od strane sudskog procenitelja ili na bilo koji drugi odgovarajući način. U slučaju da je na nekretnini već upisano jedno ili više založnih prava, vrednost potraživanja ne sme biti veća od 60% tržišne vrednosti nekretnine umanjene za vrednost već upisanih založnih prava;
8. potraživanja po osnovu kredita datih bankama sa sedištem u Republici Sloveniji, državi članici EU ili državi članici OECD i čiji plaćanje, uključujući kamate, je garantovano od strane banke čije sedište je u Republici Sloveniji, državi članici EU ili OECD-a;
9. potraživanja po osnovu kredita obezbeđenih zalogom na vrednosnim papirima iz tačke 1, 2 i 4;
10. potraživanja po osnovu drugih kredita adekvatno obezbeđenih;
11. avanse u vezi sa otkupnom vrednošću na osnovu polisa osiguranja i kredita obezbeđenih otkupnom vrednošću polise osiguranja;
12. nepokretnu imovinu i druga stvarna prava na nepokretnosti (na primer: pravo na izgradnju zgrade);
13. ulaganja u depozite ili depozitne potvrde koje se drže u banci čiji je sedište u Republici Sloveniji, državi članici EU ili državi članici OECD-a;
14. gotovinu na blagajni ili po viđenju;
15. potraživanja koja se odnose na povraćaj poreza;
16. potraživanja od insolventnosti, solidarnosti i garantnih fondova;

¹⁴² Insurance Act (Official Consolidated Text) (ZZAVAR-UPB7), čl. 121.

(http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Sektor_za_finan%C4%8Dni_sistem/Zavarovalni%C5%A1tv o/Insurance_Act_-UPB7.pdf)

17. materijalna osnovna sredstva, osim lokacija i objekata, vrednovana u odnosu na amortizaciju i po principu opreznosti, kada se nalaze u ili na imovini ili su na bilo koji drugi način povezana sa imovinom koja je dozvoljena za ulaganje sredstava za pokriće tehničke rezerve, proizvode povraćaj i kada nisu pod teretom;
18. dugove reosiguravača, uključujući akcije reosiguravača.

Predmetni član zakona odnosi se i na investiranja sredstava matematičke rezerve.¹⁴³

Takođe, zakonom su propisana i kvantitativna ograničenja ulaganja sredstava tehničke i matematičke rezerve. U tabeli br. 1 dat je prikaz kvantitativnog ograničenja ulaganja sredstava tehničke i matematičke rezerve društava za osiguranje u Sloveniji:

¹⁴³ Insurance Act (Official Consolidated Text) (ZZAVAR-UPB7), čl. 128.

Tabela 1: Kvantitativna ograničenja ulaganja sredstava tehničke i matematičke reserve društava za osiguranje u Sloveniji

Obveznice, akcije i druge hartije od vrednosti kojima se trguje i kojima se ne trguje na berzi, zajmovi osigurani garancijom banke ili založnim pravom na nekretnini	5% pojedinačno
Obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na berzi	1% pojedinačno
Obveznice, akcije i druge hartije od vrednosti kojima se ne trguje na berzi	10% ukupno
Akcije kojima se trguje i akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu, udeli u investicionim kompanijama i fondovima od kojih više od jedne polovine vrednosti investicije nije sa garantovanim prinosom	30% ukupno
Akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu	5% ukupno 1% pojedinačno
Udeli u investicionim kompanijama i fondovima od kojih je više od jedne polovine vrednosti investicije sa garantovanim prinosom	40% ukupno
Nepokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnostima u zemlji	30% ukupno 10% pojedinačno
Ostali zajmovi obezbeđeni kolateralom	5% ukupno
Depoziti kod banaka sa sedištem u zemlji	30% ukupno 10% pojedinačno
Sredstva na poslovnom računu društva za osiguranje	3% ukupno

Izvor: J. Kočović, Internet prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, op.cit.

Tržište osiguranja u **Republici Hrvatskoj**, kao i delokrug i nadležnost Hrvatske agencije za nadzor finansijskih usluga (u daljem tekstu: HANFA) u tom području, uređeno je Zakonom o osiguranju¹⁴⁴, Zakonom o obveznim osiguranjima u prometu¹⁴⁵ kao i pripadajućim podzakonskim aktima.

HANFA sprovodi nadzor tržišta osiguranja, odnosno zakonitosti poslovanja subjekata nadzora radi održavanja sigurnog i stabilnog tržišta osiguranja sa ciljem zaštite interesa osiguranika, odnosno korisnika osiguranja, čime se doprinosi stabilnosti finansijskog sistema. Osim nadzora nad društvima za osiguranje i društvima za reosiguranje, HANFA sprovodi i nadzor nad pravnim i fizičkim licima koje obavljaju poslove zastupanja u osiguranju, odnosno posredovanja u osiguranju i reosiguranju, kao i Hrvatskim uredom za osiguranje. Subjekti nadzora podležu postupku licenciranja kojim HANFA utvrđuje udovoljavaju li isti propisanim zakonskim uslovima, pre izdavanja dozvole za obavljanje poslova. HANFA organizuje i proveru stručnih znanja putem ispita za dobijanje ovlašćenja za obavljanje poslova zastupanja u osiguranju, odnosno posredovanja u osiguranju i reosiguranju, te izdaje ovlašćenja za obavljanje navedenih poslova. Takođe, po zadovoljenim uslovima propisanim zakonskim i podzakonskim aktima, HANFA izdaje i ovlašćenje za obavljanje poslova ovlašćenog aktuara.¹⁴⁶

Ulaganja društava za osiguranje u Republici Hrvatskoj čine ulaganja imovine za pokriće tehničke rezerve i ulaganja imovine za pokriće matematičke rezerve. Imovinu za pokriće tehničke rezerve i matematičke rezerve osiguranja života i ostalih osiguranja za koja se izdvaja matematička rezerva društva za osiguranje dužna su oblikovati i uskladiti sa Zakonom o osiguranju.

Imovinu za pokriće tehničke rezerve, osim matematičke rezerve, društva za osiguranje mogu ulagati u:¹⁴⁷

1. hartije od vrednosti koje izdaje Republika Hrvatska, Hrvatska narodna banka, Hrvatska banka za obnovu i razvoj,
2. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti za koje je Republika Hrvatska izdala garanciju,
3. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac jedinica lokalne i regionalne samouprave u Republici Hrvatskoj,
4. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti za koje je jedinica lokalne i regionalne samouprave u Republici Hrvatskoj izdala garanciju,
5. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na uređenom tržištu vrednosnih papira u Republici Hrvatskoj,
6. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na uređenom tržištu hartija od vrednosti ako je njihov izdavalac pravno lice sa sedištem u Republici Hrvatskoj,
7. deonice kojima se trguje na uređenom tržištu hartija od vrednosti u Republici Hrvatskoj,
8. deonice kojima se ne trguje na uređenom tržištu hartija od vrednosti, ako je njihov izdavalac pravno lice sa sedištem u Republici Hrvatskoj,

¹⁴⁴ Zakon o osiguranju („Narodne Novine” br. 151/05, 87/08, 82/09 i 54/13)

(<http://www.hanfa.hr/getfile/38759/Neslu%C5%BEbeni%20pro%C4%8Di%C5%A1%C4%87eni%20tekst%20Zakona%20o%20osiguranju.pdf>)

¹⁴⁵ „Narodne Novine” br. 151/05, 36/09, 75/09 i 76/13

¹⁴⁶ Hrvatski ured za osiguranje, Ključne informacije o društvima za osiguranje u Republici Hrvatskoj, 2010, str. 11. (<http://www.hanfa.hr/nav/258/naslovni-tekst---osiguranje.html>)

¹⁴⁷ Član 115. Zakona o osiguranju

9. udele trgovačkih društava sa sedištem u Republici Hrvatskoj,
10. udele i deonice investicionih fondova koji su registrovani u Republici Hrvatskoj,
11. zajmove osigurane založnim pravom na nekretnini odnosno prenosom prava vlasništva, ako je založno pravo upisano u zemljišnoj knjizi u Republici Hrvatskoj ili državi članici, te ako vrednost zajma nije veća od 60% tržišne vrednosti nekretnine procenjene od ovlašćenog sudskog procenitelja. U slučaju da je na nekretnini već upisano jedno ili više založnih prava, vrednost zajma ne sme biti veća od 60% tržišne vrednosti nekretnine umanjene za vrijednost već upisanih založnih prava,
12. zajmove bankama sa sedištem u Republici Hrvatskoj,
13. zajmove osigurane garancijom banke sa sedištem u Republici Hrvatskoj,
14. zajmove osigurane hartijama od vrednosti od tačke 1. do 4.,
15. vlasništvo nekretnine i druga stvarna prava na nekretnini (pravo građenja, pravo služnosti):
 - ako je vlasništvo ili drugo stvarno pravo na nekretnini upisano u zemljišnoj knjizi u Republici Hrvatskoj u korist društva za osiguranje,
 - ako se od njih ostvaruje prinos,
 - ako je kupovna cena bila određena procenom ovlašćenog sudskog veštaka, te
 - ako su oslobođene svih tereta,
16. depozite u bankama sa sedištem u Republici Hrvatskoj,
17. sredstva na poslovnom računu društva za osiguranje.

Takođe, imovina za pokriće tehničke rezerve, osim matematičke rezerve, može se ulagati u:

- dugoročne obveznice i dugoročne dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac država članica ili država članica OECD-a,
- dugoročne obveznice ili druge dugoročne hartije od vrednosti čiji je izdavalac inostrani nedržavni subjekt države članice ili države članice OECD-a,
- deonice čiji je izdavalac inostrano deničko društvo kojima se trguje na uređenim tržištima kapitala država članica ili država članica OECD-a,
- udele investicionih fondova koji se prodaju u državi članici ili državi članici OECD,

i ova ulaganja ne smeju prelaziti 15% traženog pokrića tehničke rezerve.¹⁴⁸

Zakonom je propisano da društvo za osiguranje može imovinu za pokriće tehničke rezerve ulagati i u druge oblike imovine uz saglasnost nadzornog organa.¹⁴⁹

Imovina za pokriće matematičke rezerve može se ulagati u:¹⁵⁰

1. hartije od vrednosti čiji je izdavalac Republika Hrvatska, Hrvatska narodna banka, Hrvatska banka za obnovu i razvoj,
2. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti za koje je Republika Hrvatska izdala jemstvo,
3. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac jedinica lokalne i regionalne samouprave u Republici Hrvatskoj,
4. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti za koje je jedinica lokalne i regionalne samouprave u Republici Hrvatskoj izdala garanciju,

¹⁴⁸ Čl. 116. st.3. Zakona o osiguranju

¹⁴⁹ Čl. 115. st.3. Zakona o osiguranju

¹⁵⁰ Čl. 122. Zakona o osiguranju

5. obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na uređenom tržištu hartija od vrednosti u Republici Hrvatskoj,
6. deonice kojima se trguje na uređenom tržištu hartija od vrednosti u Republici Hrvatskoj,
7. udele i dionice investicionih fondova koji su registrovani u Republici Hrvatskoj,
8. predujmove i zajmove u iznosu otkupne vrednosti osiguranja na temelju ugovora o životnom osiguranju,
9. zajmove bankama sa sedištem u Republici Hrvatskoj,
10. zajmove osigurane garancijom banke sa sedištem u Republici Hrvatskoj,
11. zajmove osigurane hartijama od vrednosti iz tačke 1. do 4.,
12. vlasništvo nekretnine i druga stvarna prava na nekretnini (pravo građenja, pravo služnosti):
 - ako je vlasništvo ili drugo stvarno pravo na nekretnini upisano u zemljišnoj knjizi u Republici Hrvatskoj u korist društva za osiguranje,
 - ako se od njih ostvaruje prinos,
 - ako je kupovna cijena bila određena procenom ovlašćenog sudskog vještaka, te
 - ako su oslobođene svih tereta,
13. depozite u banke sa sedištem u Republici Hrvatskoj,
14. sredstva na poslovnom računu društva za osiguranje.

Imovina za pokriće matematičke rezerve može se ulagati u:

- dugoročne obveznice i dugoročne dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac država članica ili država članica OECD-a,
- dugoročne obveznice ili druge dugoročne hartije od vrednosti čiji je izdavalac inostrani nedržavni subjekt države članice ili države članice OECD-a,
- deonice čiji je izdavalac inostrano deoničko društvo kojima se trguje na uređenim tržištima kapitala država članica ili država članica OECD-a,
- udele investicionih fondova koji se prodaju u državi članici ili državi članici OECD-a,

i ova ulaganja zajedno ne smeju prelaziti 15% traženog pokrića matematičke rezerve.

Društvo za osiguranje može imovinu za pokriće matematičke pričrezerve uložiti i u druge oblike imovine uz saglasnost nadzornog organa.

Propisana su i kvantitativna ograničenja ulaganja imovine za pokriće tehničke rezerve¹⁵¹, kao i za pokriće matematičke rezerve¹⁵². Radi se o sledećim ograničenjima:

Imovina za pokriće tehničke rezerve može se ulagati u hartije od vrednosti koje izdaje Republika Hrvatska, Hrvatska narodna banka, Hrvatska banka za obnovu i razvoj, i obveznice i druge dužničke vrednosne papire za koje je Republika Hrvatska izdala garanciju, bez ograničenja.

U tabela br. 2 dat je prikaz kvantitativna ograničenja ulaganja osiguravača Hrvatske:

¹⁵¹ Čl. 116.

¹⁵² Čl. 123.

	ŽIVOTNA OSIGURANJA	NEŽIVOTNA OSIGURANJA
HOV izdate od R. Hrvatske, Hrvatske narodne banke ili Hrvatske banke za obnovu i razvoj	najmanje 50% ukupno	bez ograničenja
Dužničke HOV jedinica lokalne samouprave ili pravnih lica sa sedištem u zemlji kojima se trguje na organizovanom tržištu	35% ukupno 5% pojedinačno	35% ukupno 5% pojedinačno
Obveznice i druge dužničke HOV kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, a čiji su emitenti pravna lica sa sedištem u zemlji	-	5% ukupno 1% pojedinačno
Akcije kojima se trguje na organizovanom tržištu	25% ukupno 5% pojedinačno	25% ukupno 5% pojedinačno
Akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu	-	5% ukupno 1% pojedinačno
Udeli i akcije investicionih fondova u zemlji	40% ukupno 5% pojedinačno	40% ukupno 5% pojedinačno
Zajmovi osigurani založnim pravom na nekretnini	35% ukupno 10% pojedinačno	20% ukupno 2% pojedinačno
Zajmovi osigurani garancijom banke ili hartijama od vrednosti sa garancijom države / lokalne samouprave	20% ukupno 2% pojedinačno	20% ukupno 2% pojedinačno
Nepokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnostima u zemlji	30% ukupno 10% pojedinačno	30% ukupno 10% pojedinačno
Unapred isplaćeni iznos osigurane sume do visine otkupne vrednosti prema ugovoru o osiguranju života	30% ukupno	-
Depoziti kod banaka sa sedištem u zemlji	30% ukupno 5% pojedinačno	30% ukupno 5% pojedinačno
Sredstva na poslovnom računu društva za osiguranje	3% ukupno	3% ukupno
HOV inostranih emitenata	15% ukupno	15% ukupno

Izvor: J. Kočović, prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, op. cit.

4. Pravni propisi u Srbiji

Današnje uslove i način obavljanja delatnosti osiguranja u Republici Srbiji uređuje i bliže propisuje **Zakon o osiguranju**¹⁵³. Usvajanjem predmetnog zakona desile su se velike promene na tržištu osiguranja u Srbiji. Ovim zakonom je vraćeno poverenje građana u delatnost osiguranja koje nije postojalo u prethodnom periodu i on označava novu etapu u razvoju društava za osiguranje kod nas.

Donošenjem ZOS društva za osiguranje dobijaju jednu od uloga koja je inače u razvijenim ekonomijama veoma značajna – ulogu institucionalnog investitora na finansijskom tržištu. Društva za osiguranje su i do donošenja sadašnjeg zakona plasirala sredstva na novčanom tržištu (naročito u vreme hiperinflacije što im je uništilo fondove i viškove sredstava raspoložive za ulaganje). Sa stanovišta novog zakona bitno je da se otvorilo i pitanje ulaganja u dugoročne finansijske instrumente na domaćem, a kasnije i na stranom tržištu kapitala.

Kako ne bi došlo do zloupotrebe sredstava rezervi ZOS sadrži odredbe po kojima se:

“Sredstva tehničkih rezervi mogu se deponovati i ulagati u:

- 1) hartije od vrednosti izdate od strane države, centralne banke, međunarodnih finansijskih organizacija, odnosno u hartije od vrednosti za koje garantuje neki od navedenih subjekata;*
- 2) obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u zemlji;*
- 3) obveznice, odnosno druge dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, čiji je izdavalac pravno lice sa sedištem u zemlji;*
- 4) akcije kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u zemlji;*
- 5) akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, ako je njihov izdavalac domaće pravno lice i ako su izdate kao hartije od vrednosti u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti;*
- 6) deponovanja i ulaganja kod banaka sa sedištem u zemlji;*
- 7) nepokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnostima, ako su upisane u zemljišne, odnosno druge javne knjige, ako donose prinos, odnosno ako je u vezi sa njima moguće očekivati prinos i ako je njihova kupovna cena određena na osnovu procene ovlašćenog procenjivača.*¹⁵⁴

U cilju što veće sigurnosti ulaganja **zakon zabranjuje ulaganje u određenu imovinu i ograničava visinu ulaganja u pojedina inače dozvoljena sredstva**. Razlikuju se kvalitativna i kvantitativna ograničenja ulaganja.

¹⁵³ „Sl. glasnik RS“, br. 55/2004, 70/2004 - ispr., 61/2005, 61/2005 - dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 - odluka US i 107/2009

¹⁵⁴ Član 114. ZOS-a

U najznačajnija kvalitativna ograničenja spadaju:

- mogućnost ulaganja u imovinu samo onih inostranih pravnih subjekata koji se navode u zakonu i posebnom aktu nadležnog organa ili/i drugih subjekata ali samo uz saglasnost organa za nadzor,
- zabrana davanja kredita,
- zabrana ulaganja u akcije i obveznice kojima se ne trguje na organizovanom tržištu ako je njihov izdavalac strano pravno lice.

Posebnom Odlukom Narodne banke Srbije ¹⁵⁵ detaljno su propisana kvantitativna ograničenja ulaganja u neživotnim i životnim osiguranjima. Bitno je naglasiti da se Odluka odnosi i na tehničke rezerve i na garantnu rezervu, ali je ograničenje u pogledu ulaganja predviđeno samo za sredstva tehničkih rezervi, a ne i za garantnu rezervu.

Odlukom Narodne banke Srbije propisano je da se sredstva garantne rezerve ulažu u skladu sa pravilima struke osiguranja i dobrim poslovnim običajima u oblike finansijske aktive koja je propisana i za sredstva tehničkih rezervi, ali tako da se uvek obezbedi očuvanje realne vrednosti tih sredstava i da ona uvek budu veća od margine solventnosti. U svakom slučaju se deponovanje i ulaganje vrši u skladu sa poslovnom politikom društva, kao i u skladu sa postupkom za prepoznavanje, merenje i upravljanje rizikom deponovanja i ulaganja sredstava kojima su utvrđeni ciljevi i metode deponovanja i ulaganja.¹⁵⁶

Odluka ne predviđa ograničenje ulaganja u obveznice koje izdaju država, centralna banka i međunarodne finansijske institucije, dok se za druga ulaganja propisuju ograničenja čija visina zavisi od rizičnosti ulaganja.¹⁵⁷

U narednim tabelama dat je prikaz kvantitativnih ograničenja u pojedine oblike ulaganja životnih i neživotnih osiguranja:

¹⁵⁵ Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja sredstava tehničkih rezervi i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje, Službeni glasnik RS, br. 87/2012.

¹⁵⁶ J. Labudović, Plasmami društava za osiguranje života, *Glasnik prava*, Pravni fakultet Univerziteta u Kragujevcu (<http://www.jura.kg.ac.rs/index.php/sr/11labudovic.htm>)

¹⁵⁷ J. Pak, *op. cit.*, str. 165, fn. 272.

**Tabela 3: Kvantitativna ograničenja ulaganja životnih osiguranja u R. Srbiji
(za ukupna plasiranja)**

Vrsta plasmana	Kvantitativno ograničenje (plasiranja ne mogu biti veća od sledećih procenata iznosa tehničkih rezervi)
Obveznice odnosno druge dužničke HOV i akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu HOV	10%
Akcije kojima se ne trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti	5%
Depoziti kod banaka sa sedištem u zemlji	35%
Nepokretnosti i druga stvarna prava na Nepokretnostima u zemlji	30%
Unapred isplaćeni iznos osigurane sume do visine otkupne vrednosti utvrđene ugovorom o životnom osiguranju – predujam	10%

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

**Tabela 4: Kvantitativna ograničenja ulaganja životnih osiguranja u R. Srbiji
(za pojedinačna plasiranja)**

Vrsta plasmana	Kvantitativno ograničenje (plasiranja ne mogu biti veća od sledećih procenata iznosa tehničkih rezervi)
Obveznice odnosno druge dužničke HOV autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti	10%
Obveznice odnosno druge dužničke HOV i akcije kojima se trguje na organizovanom tržištu HOV	5%
Hartije kojima se ne trguje tj. dužničke HOV i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište	1%
Ukupno u depoziti kod jedne banke	10%
U jednu nepokretnost i druga stvarna prava na nepokretnosti u zemlji	10%

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

**Tabela 5: Kvantitativna ograničenja ulaganja neživotnih osiguranja u R. Srbiji
(za ukupna plasiranja)**

Vrsta plasmana	Kvantitativno ograničenje (plasiranja ne mogu biti veća od sledećih procenata iznosa tehničkih rezervi)
Hartije kojima se ne trguje, tj. dužničke HOV i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište	10%
Akcije kojima se ne trguje tj. koje nisu uključene na regulisano tržište	5%
Depoziti kod banaka sa sedištem u zemlji	40%
Nepokretnosti i druga stvarna prava na Nepokretnostima u zemlji	20%

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

**Tabela 6: Kvantitativna ograničenja ulaganja neživotnih osiguranja u R. Srbiji
(za pojedinačna plasiranja)**

Vrsta plasmana	Kvantitativno ograničenje (plasiranja ne mogu biti veća od sledećih procenata iznosa tehničkih rezervi)
Obveznice odnosno druge dužničke HOV autonomnih pokrajina i jedinica lokalne samouprave kojima se trguje na organizovanom tržištu hartija od vrednosti	10%
Hartije ostalih pravnih lica kojima se trguje tj. dužničke HOV i akcije kojima se trguje na regulisanom tržištu	5%
Hartije kojima se ne trguje tj. dužničke HOV i akcije koje nisu uključene na regulisano tržište	1%
Depoziti kod jedne banke	10%
U jednu nepokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnosti u zemlji	10%

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

Bitno je naglasiti da odluka ne predviđa ograničenje ulaganja u obveznice koje izdaju država, centralna banka i međunarodne finansijske institucije.¹⁵⁸

Prikupljena sredstva društva za osiguranje mogu ulagati na finansijskom tržištu, i to u onu vrstu aktive koja najviše odgovara karakteru prikupljenih sredstava u njihovoj pasivi, a sve to u skladu sa pravnim propisima. Rezerve kojima društva za osiguranje raspolažu nisu jednaka, a njihova veličina je uslovljena pre svega vrstom osiguranja kojom se bavi jedno društvo, kao i njegovom

¹⁵⁸ J. Pak, *op. cit.*, str. 165, fn. 272.

veličinom. Razlikujemo investicioni portfelj osiguravača životnog osiguranja i investicioni portfelj neživotnih osiguravača, te će oni biti i posebno obrađeni.

5. *Analiza razlika pravih propisa u pojedinim zemljama i predlog njenog unapređenja u Srbiji*

U tabeli br. 7 dat je uporedni prikaz ograničenja za ukupne plasmane u Srbiji i zemljama u regionu:

Tabela 7: Uporedni prikaz ograničenja za ukupne plasmane

	SRBIJA	HRVATSKA	SLOVENIJA
HOV kojima se ne trguje na organizovanom tržištu	10%	10% samo za neživotna osiguranja	10%
Depoziti kod banaka	35% životna i 40% neživotna osiguranja	30%	30%
Nepokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnostu i zemlji	30% životna i 20% neživotna osiguranja	30%	30%
Investiranje u inostranstvu	u visini od 20% osnovnog kapitala	15% imovine za pokriće tehničkih rezervi	Bez ograničenja za plasmane u zemlje EU i OECD

Izvor: J. Kočović, Internet prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, op. cit.

Kao što je već napomenuto, društva za osiguranje u Srbiji imaju **zabranu davanja kredita privrednim subjektima, kao i zabranu ulaganja u akcije i obveznice kojima se ne trguje na organizovanom tržištu ako je njihov izdavalac strano pravno lice.**

Iz tog razloga, kao i zbog nedovoljne razvijenosti tržišta kapitala i Beogradske berze, država se zadužuje na međunarodnom bankarskom tržištu, a privredna društva kod banaka pod vrlo nepovoljnim uslovima. Tržište kapitala kod nas ne vrši jednu od svojih osnovnih funkcija, a to je da predstavlja alternativu bankarskim kreditima. Pored toga, **na Beogradskoj berzi nema instrumenata kao što su korporativne obveznice, niti ima kvalitetnih državnih papira, kao ni municipalnih obveznica.** Država ne emituje državne papire kojima bi pomogla razvoj tržišta kapitala.

Ukoliko naša zemlji teži izbalansiranim tržištu dužničkih hartija od vrednosti, municiplanihi korporativnih obveznica, prethodno se mora posvetiti državnim dužničkim hartijama¹⁵⁹. Proces razvoja tržišta dužničkih hartija od vrednosti (obveznice, note zapisi) potrebno je podstaći razvojem državnih dužničkih HoV (država ipka ima najbolju kreditnu sposobnost kojom postavlja standarde drugim kreditnim institucijama).

¹⁵⁹ Državne HoV su vrednovane kao instrument bez rizika, dok se prinos na ostale dužničke instrumente računa pomoću prinosa nabezrizične HoV na koji se dodaje premija rizika. (T. Jovanović/A. Kovačević, op. cit., str. 16)

Zbog svega navedenog neophodna je izmena zakonskih propisa. Sa aspekta organizatora berzanskog tržišta, liberalizacija finansijskog tržišta je poželjna, ali uz primenu mehanizama čvršće kontrole i zaštite, u cilju povećanja poverenja i sigurnosti investitora.¹⁶⁰

Osiguravačima života je ostavljena veća sloboda prilikom donošenja investicionih odluka za investiranje svojih sredstava. Kvantitativna ograničenja određena u Odluci postavljena su tako da društvo za osiguranje života može u svom portfoliju imati više akcija od obveznica i drugih dužničkih hartija od vrednosti.¹⁶¹

Direktiva reguliše pitanje plasmana na nivou EU i donekle se razlikuje u pogledu dozvoljene imovine u koju se može ulagati u odnosu na naše zakonodavstvo. Jedna od razlika je činjenice da ona predviđa mogućnost odobravanja zajmova (kredita), dok to nije slučaj kod nas. Limit za odobravanje ovakvih kredita je 5% za kredite bez pokrića, s tim da se može povećati za još 5% ako je osiguravač uložio više od 40% tehničkih rezervi u zajmove ili obveznice emitenta i pozajmioca. Takođe, našim propisima nije određen limit za držanje gotovine, dok Direktiva predviđa da se može najviše do 3% držati u gotovini.¹⁶²

Naš zakon dozvoljava ulaganje u hartije od vrednosti koje izdaje država, centralna banka, međunarodne finansijske organizacije, obveznice i akcije kojima se trguje na organizovanom i neorganizovanom tržištu hartija od vrednosti, bankarske depozite, nekretnine i druga stvarna prava na nepokretnostima. Takođe, dozvoljeno je ulaganje u inostranstvu¹⁶³, s tim što se ova odredba, iako je zakon donet ranije, može primenjivati od početka 2007. godine.¹⁶⁴

Ovakva odredba je restriktivne prirode i trebalo bi je ukinuti.¹⁶⁵ Dovoljno je što je propisan limit u pogledu ulaganja sredstava u inostranstvu, i što NBS prema Zakonu o deviznom poslovanju može da:

- propisuje rejting hartija od vrednosti i zemalja izdavaoca; propisuje uslove, rokove i način izveštavanja o poslovima sa hartijama od vrednosti;¹⁶⁶
- propisuje rokove i način izveštavanja u vezi sa ulaganjem u nepokretnosti u inostranstvu;¹⁶⁷
- propisuje uslove i način plaćanja radi kupovine finansijskih derivata u inostranstvu;¹⁶⁸

pa bi davanje prethodne saglasnosti na deponovanje i ulaganje u smislu čl. 119., bilo sasvim nepotrebno.

¹⁶⁰ J. Ćirić/V. Njegomir, *op. cit.*, str. 121-137.

¹⁶¹ J. Labudović, *op. cit.*

¹⁶² Isto

¹⁶³ Čl. 119. st. 2. ZOS

¹⁶⁴ Ova odredba nije imala praktičnog značaja sve do donošenja novog Zakona o deviznom poslovanju (*Službeni glasnik RS*, br.62/2006) koji omogućava liberalizaciju kapitalnih ulaganja. Ipak, neke odredbe Zakona su još uvek restriktivnog karaktera jer za obavljanje nekih kapitalnih poslova Narodna banka Srbije propisuje uslove, rokove i način izveštavanja. (J. Labudović, *op. cit.*)

¹⁶⁵ J. Slavnić, Osvrt na izveštaj Međunarodnog monetarnog fonda o stanju u finansijskom sektoru Srbije – osiguranje, *Revija za pravo osiguranja*, Udruženje za pravo osiguranja Srbije, Beograd, br. 1-2/2006, str. 44.

¹⁶⁶ Čl. 13. st. 2. i 4. Zakona o deviznom poslovanju

¹⁶⁷ Čl. 12. st. 2. Zakona o deviznom poslovanju

¹⁶⁸ Čl. 16. st. 3. Zakona o deviznom poslovanju

Ono čemu bi svakako trebalo posvetiti pažnju i dalje razvijati jeste podsticanje ulaganja u one oblike finansijske aktive koja će doprineti bržem privrednom rastu i razvoju, a to su **korporativne obveznice i akcije**. Činjenica da se na hartije od vrednosti koje su emitovale države, centralne banke, međunarodne finansijske organizacije, hartije od vrednosti za koje garantuju ovi emitenti, kao i za gotovinu u blagajni i na računima kod banaka ne odnose ograničenja deponovanja i ulaganja govori da bi se potencijalni portfolio osiguravača života mogao sastojati od visoko likvidne aktive, sa niskim nivoom rizika, ali i nižim prinosom.¹⁶⁹

Potencijalna opasnost je da, usled nedostatka finansijskih instrumenata na našem tržištu, veliki deo sredstava bude uložen u nekretnine (propisima je dozvoljeno da se do 30% sredstava tehničke rezerve može uložiti u nekretnine i druga stvarna prava na nepokretnostima). To bi dovelo do velike koncentracije sredstava u jednu kategoriju aktive za koju se ne može reći da je visoko likvidna. Zakon takođe dozvoljava direktno investiranje i slobodno ulaganje u nekretnine u inostranstvu.¹⁷⁰

Društva za osiguranje mogu da ulažu svoja sredstva u vlasničke i dužničke hartije od vrednosti čiji su izdavaoci zemlje članice OECD i međunarodne finansijske organizacije. Prilikom ulaganja trebalo bi da se rukovode rejtingom hartija od vrednosti i zemalja izdavaoca koje propiše Narodna banka Srbije.¹⁷¹

¹⁶⁹ J. Labudović, *op. cit.*

¹⁷⁰ Isto

¹⁷¹ Isto

V. STRUKTURA INVESTICIONOG PORTFELJA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE

Prilikom plasmana slobodnih sredstava, društva za osiguranje moraju nastojati da ostvare dobit najmanje u visini prosečne kamatne stope ostvarene na tržištu kapitala. Logika njihovog poslovanja je vrlo jednostavna- **sredstva do kojih se dolazi po nižim stopama treba investirati u različite oblike finansijske aktive koje će doneti više stope prinosa**¹⁷². Plasman sredstava društava za osiguranje u EU ide u tri pravca:¹⁷³

1. **kupovina nekretnina ili odobravanje hipotekarnih i drugih zajmova;**
2. **kupovina hartija od vrednosti; i**
3. **deponovanje novčanih sredstava kod banaka i drugih finansijskih institucija.**

Plasmani novčanih sredstava mogu biti kratkoročni (do godinu dana) i dugoročni (preko godinu dana). Ročna struktura plasmana zavisi od funkcije i namene koju imaju pojedina sredstva osiguranja i zahteva za održanjem likvidnosti. Društva za osiguranje posebno vode računa o **uskladenosti strukture svojih plasmana sa strukturom izvora**. Investicije u akcije nisu suviše atraktivne za njih zbog visokog rizika od mogućeg pada cena.

Definisanje politike kreiranja investicionog portofolia društava za osiguranje zavisi od grupe i vrste osiguranja kojom se društvo bavi. Kod vrsta osiguranja koja ulaze u grupu **neživotnih osiguranja** teže je predvideti potencijalne obaveze za isplatu štete, pa je neophodno obezbediti deo likvidnih instrumenata koji se mogu brzo pretvoriti u novčana sredstva u slučaju neplaniranih izdataka. Društva za osiguranje koje se bave osiguranjem imovine, zbog potrebe održavanja višeg nivoa likvidnosti, opredeljuju se za investiranje u visoko likvidne oblike finansijskih instrumenata kao što su: hartije od vrednosti tržišta novca, državne hartije od vrednosti, obveznice lokalnih organa vlasti.

Kod **životnih osiguranja** planiranje je izvesnije jer su rizici lakše predvidivi i nema velikih iznenadnih događaja koji mogu ugroziti likvidnost poslovanja. Iz tog razloga, društva koje se bave ovom vrstom osiguranja mogu ulagati u državne obveznice, akcije ili nekretnine.¹⁷⁴ Na razvijenim finansijskim tržištima koja su likvidna, efikasna, sa širokom lepezom finansijskih instrumenata, investicioni portofolio je lako kreirati. Mnogo je teže to učiniti na nerazvijenom, plitkom i neefikasnom finansijskom tržištu Srbije.

Osnovni uslovi koji moraju biti zadovoljeni prilikom investiranja su:

1. obezbediti visok stepen zaštite od rizika svojih osiguranika, i
2. postići što veći prinos na plasirana sredstva.¹⁷⁵

¹⁷² D. Erić, *op. cit.*, str. 206.

¹⁷³ J. Kočović/P. Šulejić, *op. cit.*, str. 388.

¹⁷⁴ Isto, str.387.

¹⁷⁵ Isto, str. 389.

Društava za osiguranje prilikom donošenja odluke o strukturi investicionog portfelja moraju poštovati pravne propise svoje zemlje. Upravo **pravni propisi** u najvećoj meri i utiču na strukturu plasmana društava za osiguranje.

U narednoj tabeli je dat prikaz ograničenja plasmana društava za osiguranje u izabranim zemljama Evropske unije:

Tabela 8: Prikaz ograničenja plasmana osiguravajućih društava životnog osiguranja u odabranim zemljama Evropske unije

Dražava	Osiguravajuća društva (životno osiguranje)	
	Akcije	Inostrana aktiva
Velika Britanija	-	Max 20%
Nemačka	Max 30%	Max 20%
Francuska	Max 65%	Max 20%
Italija	Max 20%	Max 20%

Izvor: E.P. Davis and B. Steil, *Institutional Investors*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, 2011, str. 54.

Za predmetni prikaz su odabrana tri najveća nacionalna tržišta osiguranja u EU, a to su **tržišta osiguranja Velike Britanije, Francuske i Nemačke**, sa ukupnim učešćem od čak 60% u ukupnim investicijama osiguravača u EU. Njihov individualni rast je tokom 2010. i 2011. godine iznosio oko 4% za Veliku Britaniju i Nemačku, i oko 1% za Francusku. Po učešću u ukupnom portofoliju evropskog tržišta osiguranja na četvrom mestu se nalazi Italija sa učešćem od 7%¹⁷⁶.

Iz tabele proizilazi da nema ograničenja plasmana u akcije za osiguravače života u Velikoj Britaniji¹⁷⁷, što je u suprotnosti sa pravilima direktiva. Od ostalih odabranih zemalja u datom prikazu, izdvaja se Francuska sa maksimalnim ograničenjem od 65%.

1. *Karakteristike investicionog portfelja osiguravača koji sprovode životna osiguranja*

Društva koja imaju dozvolu za obavljanje poslova životnih osiguranja do raspoloživih sredstava dolaze zaključivanjem ugovora o osiguranju života i drugih osiguranja koja ulaze u grupu životnih osiguranja. Ova osiguranja imaju element osiguranja i element štednje. Kada nastane osigurani slučaj, a to je smrt ili doživljenje, društvo za osiguranje je u obavezi da isplati osiguraniku osiguranu sumu koja ima i element štednje.

U razvijenim zemljama pored klasičnih razvijeni su i proizvodi osiguranja života koji povezuju osiguranje života sa ulaganjima. Počev od ranih 80-tih godina prošlog veka, razvijala su se dva investiciona „koloseka“: jedan koji se odvijao preko glavnog računa gde investicioni rizik snosi

¹⁷⁶ Insurance Europe, *European Insurance in figures*, January 2013, Statistics No. 46, str. 34.

(<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/eif-2013-final.pdf>)

¹⁷⁷ Više videti u delu rada koji govori o pravnim propisima zemalja članica EU među kojima je obrađena i Velika Britanija.

osiguravač, i drugi koji se odvijao preko izdvojenih računa gde investicioni rizik preuzima osiguranik.¹⁷⁸

U grupu životnih osiguranja spadaju: *sva osiguranja života* (osiguranje za slučaj smrti, osiguranje u slučaju doživljenja, i mešovito osiguranje i za slučaj smrti i za slučaj doživljenja), *rentno osiguranje* koje obezbeđuje isplatu rente jednokratnom uplatom premije prilikom zaključenja ugovora o osiguranju ili dopunsku penziju na osnovu osiguranja za slučaj doživljenja, dopunsko osiguranje uz osiguranje života, dobrovoljno penzijsko osiguranje i druge vrste životnih osiguranja (npr. isplata osigurane sume u slučaju školovanja, venčanja, rođenja).¹⁷⁹

Karakteristika životnih osiguranja je da su to dugoročna osiguranja. Od premija koje se prikupljaju zaključivanjem ugovora životnih osiguranja, društva za osiguranje formiraju matematičku rezervu. Sredstva matematičke rezerve su izvor dugoročnih sredstava koja se dalje plasiraju na finansijskom tržištu. Prilivi životnih osiguravača su stabilni, i moguće je predvideti korišćenje gotovine, te im daje ogromnu slobodu prilikom kreiranja investicionog portofolia.

Najveći deo svojih sredstava ova društva ulažu u **dugoročne hartije od vrednosti, u kreditne vrednosne papire sa fiksnom kamatom, a manji deo u vlasničke papire poput akcija**.¹⁸⁰ Tako najviše plasiraju u korporativne i državne obveznice i hipoteke, odnosno nekretnine, a manje u obične akcije. Jedini izuzetak za ulaganje u akcije predstavlja primer Velike Britanije koja ima visoko učešće plasmana u akcije nego u hartije od vrednosti sa fiksnom kamatom.¹⁸¹

Istorijski posmatrano, društva koja se bave poslovima životnog osiguranja su bila prilično konzervativna u svojim investicionim ulaganjima. Studija urađena u SAD-u koju su sprovedi K. L. Hanebry i J. M. Diamond¹⁸² pokazala je da procenat u investicionom portfelju američkih životnih osiguravača kada su u pitanju obveznice i nekretnine nije značajno menjao tokom vremena. Međutim, značajne promene su zapažene kod ulaganja u akcije, hipoteke i drugu aktivu. Zaključak ove studije je da pravni propisi koji se odnose na dozvoljeni procenat ulaganja izgleda da nisu nametnuli obavezna ograničenja.¹⁸³

¹⁷⁸ Npr. u SAD osiguravajuća društva dele svoje bilanse na glavni račun i izdvojene račune. Izdvojeni računi postoje kako bi se izdvojile rezerve po osnovu obaveza za proizvode koji uključuju investicioni rizik (varijabilna životna osiguranja i privatne penzije gde investicioni rizik snose osiguranici a ne osiguravajuća društva). Na glavnom računu se vode ugovorne obaveze osiguravajućeg društva po osnovu proizvoda osiguranja sa garantovanim fiksnim isplatama kao što su isplate po osnovu životnog osiguranja za slučaj smrti. Pravni propisi u pogledu ograničenja investicija usmereni su na glavni račun, a manja su ograničenja u pogledu izdvojenih računa. Veće učešće rizičnih hartija od vrednosti (npr. akcije) karakteristično je za investiranje po osnovu izdvojenih računa. (K.L. Hanebry/J.M. Diamond, Life insurance Company Investment Portfolio Composition and Investment Regulation, *Journal of Insurance Issues*, 1988, pp. 183-203.- <http://www.insuranceissues.org/PDFs/212HD.pdf>)

¹⁷⁹ J. Pak/LJ. Jeremić/L. Barjaktarović, *op. cit.*, str. 59-60.

¹⁸⁰ V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori, *op.cit.*, str. 62.

¹⁸¹ Više videti u delu rada koji se bavi plasmanom britanskih osiguravača.

¹⁸² <http://www.insuranceissues.org/PDFs/212HD.pdf>

¹⁸³ K.L.Hanebry/J.M. Diamond, *op.cit.*, str. 183.

2. Karakteristike investicionog portfelja osiguravača koji sprovode neživotna osiguranja

Neživotnim osiguranjima se obezbeđuje zaštita ogromne imovine od opasnosti poput: zemljotresa, poplava, udara groma, oluja, a tokode je pokrivena i opasnost građansko-pravne odgovornosti koja može nastati zbog smrti, povrede tela ili zdravlja, uništenja ili oštećenja imovine drugih osoba. Ove vrste osiguranja predstavljaju kamen temeljac poslovanja savremene privrede.¹⁸⁴

Društva koja obavljaju neživotna osiguranja, na osnovu zaključenih ugovora o osiguranju, prikupljaju sredstva koja su kratkoročna (polise osiguranja se najčešće potpisuju na period od godinu dana). Dok je kod životnih osiguranja moguće predvideti gotovinske tokove na osnovu tablica smrtnosti, kod neživotnih osiguranja to nije tako jednostavan proces jer postoji velika neizvesnost u pogledu nastanka osiguranog slučaja. Ova činjenica utiče na to da se struktura investicionog portfelja neživotnih osiguranja razlikuje od strukture portfelja životnih osiguranja, i to zbog prirode obaveza, faktora rizika i poreskog tretmana.¹⁸⁵ Tako su:

- obaveze neživotnih osiguravača su kratkoročne prirode, a proces prijave štete i njena naplata traju duže nego što je slučaj kod životnog osiguranja,
- neka, ali ne i sva, neživotna osiguranja su podložna riziku od inflacije, ipak obeveze nisu direktno podložne riziku kamatne stope kao što je to slučaj kod životnog osiguranja,
- obaveze životnih osiguravača izvesne u pogledu vrednosti ali ne i vremena, dok su obaveze neživotnih osiguravača neizvesne i po pitanju vrednosti i po pitanju vremena, što rezultira time da je operativni rezultat njihovog poslovanja više izložen kolebanju.¹⁸⁶

Kao što je već ranije navedeno, društva koja se bave neživotnim osiguranjima najčešće ulažu u visoko likvidne hartije od vrednosti, kako bi u slučaju nastanka osiguranog slučaja, bile u mogućnosti da ih brzo unovče i isplate osigurane sume.

Još jedna bitna karakteristika neživotnih osiguranja jeste priroda osiguravajućeg posla u pogledu ispunjenja odštetnih zahteva. Kod osiguranja imovine javlja se potreba isplate odštetnih zahteva u kratkom roku, dok kod osiguranja od građanske odgovornosti isplata odštetnih zahteva može trajati godinama. To znači da od dobijanja zahteva do isplate štete postoji određen vremenski razmak. Upravo ta činjenica u mnogome utiče na investicionu politiku društava koja se bave neživotnim osiguranjem, te ulažu najviše u kratkoročne vrednosne papire. U strukturi plasmana neživotnih osiguranja dominiraju obveznice, a retko ova društva ulažu u hipoteke i nekretnine.¹⁸⁷

¹⁸⁴ V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao isntitucionlani investitori, *op. cit.*, str. 63.

¹⁸⁵ J.L. Marginn/D.L. Tuttle/J.E. Pinto/D.W. McLeavey, *Managing Investment Portofolios – A dynamic process*, 3rd edition, CEA Institute, 2007, str. 112.

¹⁸⁶ Isto, str. 112-113.

¹⁸⁷ V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao isntitucionlani investitori, *op. cit.*, str. 63.

3. Sigurnost ulaganja

Prilikom investiranja društva za osiguranje se pridržavaju sledećih principa:¹⁸⁸

- **Princip sigurnosti** – zbog obaveza prema osiguranicima, društva za osiguranje su specifični investitori jer prilikom donošenja investicionih odluka o tome u koje oblike aktive investirati sredstva, moraju voditi računa o sigurnosti tih ulaganja. Njihovo investiranje u visoko rizične oblike aktive može bitno ugroziti ispunjavanje obaveza preuzetih potpisivanjem ugovora o osiguranju, (a to je isplata naknada i osiguranih suma), što je njihova osnovna funkcija. Zato svoja slobodna novčana sredstva, društva za osiguranje moraju ulagati u niskorizičnu imovinu.
- **Princip profitabilnosti** – podrazumeva maksimizaciju prinosa na uložena sredstva uz minimiziranje rizika. Stopa prinosa na uložena sredstva treba da omogući očuvanje realne vrednosti uložених sredstava, i ona mora biti bar jednaka prosečnoj kamatnoj stopi na tržištu kapitala. Kako bi održala likvidnost, društva za osiguranje moraju ulagati sa minimalnim rizikom, a to se postiže diversifikacijom investicionog portofolia.
- **Princip likvidnosti** – struktura ulaganja društva za osiguranje treba da garantuje dovoljan iznos likvidnih hartija od vrednosti koje se u bilo kom trenutku mogu, lako i bez većih troškova, prodati na finansijskom tržištu pre roka njihovog dospeća. Kod ovog principa bitna je usklađenost izvora sredstava sa ročnom strukturom plasmana (npr. društva za osiguranje koje se bave imovinskim osiguranjem imaju kratkoročne izvore i zato treba da ulažu u likvidne kratkoročne hartije od vrednosti kao što su komercijalni ili blagajnički zapisi).

Svrha osiguranja, koja se ogleda u pružanju odgovarajuće zaštite od rizika, uslovljava da najveći značaj za investicionu politiku osiguravača ima princip sigurnosti, pa tek zatim princip likvidnosti i profitabilnosti.

Kako je cilj investiranja društava za osiguranje na finansijskom tržištu očuvanje vrednosti i njeno uvećanje, ona moraju istovremeno da upravljaju imovinom i obavezama da bi se sprečilo neslaganje u pogledu dospeća, visine kamate, deviznih kurseva između investicionih plasmana i obaveza po osnovu osiguranja.¹⁸⁹

Sredstva društava za osiguranje, imajući u vidu njihovu stabilnost, ročnost i kvalitet, su od posebne važnosti za sve korisnike kapitala. Iz tih razloga, u nekim zemljama, ove institucije se i propisima obavezuju da značajni deo svog kapitala (čak i do 80%) drže u državnim hartijama od vrednosti zajmovnog karaktera na veoma duge rokove, čak i preko 50 godina.¹⁹⁰

Struktura investicionih plasmana je određena osobinama izvora finansiranja i obavezama životnih i neživotnih osiguravača, u smislu njihove ročnosti i predvidivosti (što je prikazano u sledećoj tabeli br. 9):

¹⁸⁸ J. Kočović/P. Šulejić, *op. cit.*, str. 389-391.

¹⁸⁹ V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionlani investitori, op. cit.*, 50-68.

¹⁹⁰ Đ. Đukić/V. Bjelica/Ž. Ristić, *op. cit.*, str. 25.

	Neživotna osiguranja	Životna osiguranja
Premije	Determinisane	Determinisane
Naknade/Osigurane sume	Stohastičke	Predvidive
Ročnost izvora sredstava	Kratkoročni	Dugoročni
Ročnost obaveza	Kratkoročne	Dugoročne

Izvor: J. Kočović. Internet prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, op. cit.

U cilju obezbeđenja sigurnosti ulaganja, vrši se podela aktive društava za osiguranje prema stepenu rizičnosti (Tabela br. 10):¹⁹¹

Uslovno rizična aktiva	✓ Bankarski depoziti ✓ Državne obveznice ✓ Dugoročne obveznice državnih kompanija
Rizična aktiva	✓ Korporativne i municipalne obveznice
Visokorizična aktiva	✓ Akcije, korporativne obveznice bez rejtinga ✓ Finansijski derivati

Izvor: J. Kočović. Internet prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, op. cit.

U portfoliju društava za osiguranje se mogu naći različiti finansijski instrumenti: hartije od vrednosti, depoziti, potraživanja, finansijska prava, žiralni novac, devize i devizni kursevi, zlato i plemeniti metali.¹⁹²

Finansijski instrumenti se razlikuju po riziku, prinosu, otpornosti na inflaciju, kamatnu stopu. Investiranje u pojedine finansijske instrumente (aktivu) nosi prednosti i mane, te se stoga plasmani u različitu finansijsku aktivu odražavaju na novčane tokove osiguravača. Što je finansijsko tržište razvijenije, to postoji mnogo širi spektar finansijskih instrumenata.

Za institucionalne investitore, pa tako i za osiguravače, hartije od vrednosti predstavljaju najznačajniju vrstu finansijske aktive. Finansijska aktiva njenim vlasnicima daje određena prava koja su povezana sa mogućnošću naplate očekivanih finansijskih sredstava u budućnosti. Drugim rečima, finansijska aktiva predstavlja prava na neke buduće prihode ili koristi.¹⁹³

¹⁹¹ J. Kočović, Internet prezentacija: Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori u vremenu krize, op. cit.

¹⁹² D. Erić, op.cit., str. 16-21.

¹⁹³ D. Erić, op.cit., str. 260.

Ono što najviše zanima investitore prilikom donošenja odluke u koji oblik aktive investirati sredstva je sledeće: **prinos, rizik i likvidnost**. Istovremeno, to su i **osnovne karakteristike finansijske aktive**.¹⁹⁴

Pod **prinosom od ulaganja** podrazumevaju se novčani iznosi od plasmana u finansijsku aktivu po osnovu vlasništva nad istom, kao i prinosi koji potiču od promene tržišne cene finansijske imovine (kao procenat od početne tržišne cene finansijske imovine). Znači, prinos od posedovanja hartije od vrednosti se sastoji od dva elementa: prihoda koji donosi hartija i kapitalnog dobitka (gubitka).

Rizik predstavlja verovatnoću odstupanja stvarnog od očekivanog prinosa. Najveći rizik odnosi se na gubitak celokupnog novca uloženog u investiciju. Rizici sa kojima se susreću društva za osiguranje života, kao institucionalni investitori, mogu biti veoma različiti: inflacija, bankrotstvo emitenata hartija od vrednosti, promene deviznog kursa, rast kamatnih stopa, promene mera kreditno-monetarne i fiskalne politike.

Likvidnost podrazumeva mogućnost brzog povraćaja sredstava investiranih u finansijsku aktivu, tj. pretvaranje finansijske aktive u kratkom roku u gotovinu, bez većih transakcionih troškova.¹⁹⁵

Međutim, pored ovih karakteristika, u savremenoj literaturi o finansijama navode se još neke karakteristike finansijske aktive: period dospelosti hartije od vrednosti koji ukazuje kada će se isplatiti prinos koji nosi hartija, mogućnost dogovaranja ostalih karakteristika, deljivost i denominacija, konvertibilnost i poreski tretman.¹⁹⁶

Sada će malo više biti reči o obveznicama i akcijama, kao hartijama od vrednosti koje se najčešće nalaze u finansijskoj aktivu društava za osiguranje. Obveznice su manje rizični finansijski instrumenti u odnosu na akcije. Iz tog razloga najveći deo portfolia osiguravača života je sastavljen od ove finansijske aktive, bez obzira što nosi niži prinos u odnosu na akcije.

Obveznice predstavljaju **dužničke hartije od vrednosti**. Reč je o instrumentima duga koji su osetljivi na inflaciju. Sve državne obveznice karakteriše: visok kreditni rejting, visoka likvidnost, mali raspon između kupovnih i prodajnih cena, relativno povoljan poreski tretman, neopozivost. Državne hartije od vrednosti su najlikvidnije, zatim slede municipalne obveznice i hipotekarne hartije od vrednosti.¹⁹⁷ Likvidne hartije od vrednosti obično imaju niži profit, što govori o konfliktnosti između principa likvidnosti i profitabilnosti.

Značajan indikator koji ukazuje u koje obveznice investirati je njihov rang određen na osnovu određenih parametara, a uz pomoć kojih osiguravači života mogu identifikovati nivo rizika i neizvesnosti prilikom donošenja odluke o ulaganju. Za osiguravače života od interesa su obveznice koje su investiciono rangirane, a ne špekulativne obveznice.¹⁹⁸

¹⁹⁴ D. Marković, *Monetarne finansije*, drugo dopunjeno izdanje, Grafos, Kragujevac, 2003, str. 325.

¹⁹⁵ J. Labudović, *op.cit.*

¹⁹⁶ F. Fabozzi/F. Modigliani, *CapitalMarkets-Instituions and Instruments*, third edition, PrenticeHall, Upper Saddle River, 2003, str. 6.

¹⁹⁷ D. Erić, *op. cit.*, str. 279-281.

¹⁹⁸ J. Labudović, *op.cit.*

Osiguravačima života, kao institucionalnim investitorima, ide u prilog to što se konstantno razvijaju nove forme hartija od vrednosti, koje izviru iz potreba privredne prakse i koje doprinose da institucionalni investitori dobiju novu šansu da se zaštite od različitih rizika.

Municipalne obveznice izdaju gradovi i one predstavljaju vrlo siguran instrument ulaganja koji nosi nižu kamatu, ali ne odbacuje mogućnost visokog prinosa. Prednost ovih finansijskih instrumenata leži u tome što se ne oporezuje kamata kao prihod od municipalne obveznice. U SAD-u ovo poresko oslobođenje postoji pod uslovom da su namenjene finansiranju javnih, a ne privatnih projekata. Iako ovi finansijski instrumenti imaju visok kreditni rejting, nemaju dovoljno visok stepen likvidnosti.¹⁹⁹

Upravo zbog činjenice da su, po pravilu, oslobođene plaćanja državnih poreza, municipalne obveznice su vrlo interesantne investitorima. Srbija, poput ostalih zemalja u razvoju, ima veliku potrebu za finansijskim sredstvima kojima bi se finansirali infrastrukturni projekti. Zakonske mogućnosti za emisiju municipalnih obveznica u našoj zemlji postoje. Međutim, nekoliko bitnih pravnih pretpostavki bitnih za investitore nisu zadovoljene.²⁰⁰

Između obveznica i akcija postoje razlike ekonomske i pravne prirode koje doprinose tome da obveznice, kao sredstvo investiranja kapitala, budu privlačnije od akcija. Iz pravnog ugla posmatrano, investitori u obveznice su ujedno i poverioci izdavaoca obveznica, dok su akcionari njegovi članovi. Iz toga proizilazi da je potraživanje investitora u obveznice dug izdavaoca koji se investitoru vraća po isteku roka dospeća. S obzirom da su imaooci obveznica poverioci izdavaoca obveznica, oni imaju prednost u naplati potraživanja u odnosu na imaoce akcija.

Ukoliko je obveznica obezbeđena garancijom, imalac obveznice ne snosi rizik za poslovanje izdavaoca, a ako nije, snosi rizik insolventnosti i stečaja. S druge strane, akcionar nosi rizik za poslovanje izdavaoca samo do visine uloženog kapitala. Po pravilu, potraživanje imaooca obveznice je fiksno, a imaooca akcije zavisi od uspešnosti poslovanja izdavaoca. Ipak, postoje izuzeci (tzv. garantovane akcije garantuju isplatu dividende u određenom iznosu). Za razliku od akcija, obveznice po pravilu ne daju upravljačka prava. Međutim, postoje i akcije koje ne daju upravljačka prava, kao što postoje i obveznice koje vlasniku obezbeđuju pored kamate i dividendu (tzv. participativne obveznice).²⁰¹

Razlike između obveznica i akcija ekonomske prirode se tiču poreskog tretmana. Za društva za osiguranje života, kao investitore u obveznice i akcije važno je to što postoji različit poreski tretman kamata u odnosu na dividende. Poreski tretman dividendi je nepovoljniji u odnosu na kamate. Ekonomsko dvostruko oporezivanje pogađa samo dividende, ali ne i kamate.²⁰²

¹⁹⁹ Isto

²⁰⁰ Najveći problem pravne prirode je činjenica da lokalna samouprava nema mogućnost da samostalno raspolaže sa svojom imovinom, već to čini država. Takođe, postoje prepreke u distribuciji municipalnih obveznica, jer Zakon o javnom dugu ne dozvoljava individualnim investitorima da ulažu u hartije koje emituje lokalna samouprava. To znači da pojedinačni investitori mogu da kupe municipalne obveznice samo preko investicionih fondova. (T. Jovanović/A. Kovačević, *op. cit.*, str. 18)

²⁰¹ I. Jankovec/M. Mićović, *Privredno pravo*, Pravni fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Kragujevac, 2006, str. 598.

²⁰² Drugim rečima, raspodeljeni deo dobiti korporacije se oporezuje dva puta: na nivou korporacije plaća se porez na dobit, a zatim se dividende akcionara oporezuju porezom na dohodak građana (D. Popović, *Poresko pravo*, opšti deo, Cekos In, Beograd, 2006, str. 323-324)

Ono što je bitno imati u vidu to je činjenica da su obveznice osjetljive na visoku inflaciju koja smanjuje njihovu realnu vrednost i dovodi do negativnih realnih stopa prinosa. **Tržišna vrednost obveznica je obrnuto proporcionalna visini kamatne stope** (to znači da tržišna vrednost obveznica pada kada kamatne stope rastu i obrnuto). Ukoliko imovina i obveznice nisu u potpunosti usklađeni, ulaganje sredstava u obveznice nosi rizik reinvestiranja (npr. rok dospeća obveznica je kraći od roka dospeća obaveza iz ugovora) i pada vrednosti investicionog portfolia. Zaštita od inflacije može se obezbediti ulaganjem u indeksirane obveznice (engl. index linked bonds) i obveznice koje glase na stranu valutu (engl. foreign currency bonds). Rizik ulaganja u obveznice može se odnositi na neispunjenje obaveza od strane izdavaoca (kreditni rizik), promenu kamatnih stopa i opoziv od strane njihovih emitenata.²⁰³

Akcije predstavljaju vlasničke hartije od vrednosti. Akcije su dugoročne, stvarno-pravne²⁰⁴, odnosno vlasničke hartije od vrednosti. Imalac akcije poseduje *idealni* deo imovine izdavaoca akcije i po toj osnovi koristi prava i odgovara obavezama, u skladu sa zakonom. Tako posmatrane, akcije su korporativne hartije od vrednosti. Materijalni osnov akcija je u imovini izdavalaca koju čini akcijski kapital (korporacijski kapital).

Vlasnici akcija, akcionari, poseduju trojako pravo²⁰⁵:

1. pravo da upravljaju preduzećem,
2. pravo na deo imovine preduzeća u slučaju raspodele dobiti (dividenda), i
3. pravo na delu imovine preduzeća u slučaju stečaja i likvidacije.²⁰⁶

Priliv novčanih sredstava po osnovu ulaganja u akcije podleže većim fluktuacijama, nego priliv sredstava po osnovu obveznica. Iz tog razloga može se reći da je ulaganje u akcije rizičnije nego ulaganje u obveznice. Priliv novca od akcija određen je negarantovanim periodičnim isplatama dividendi i tržišnom vrednošću akcija. Uprkos tome što sada, posle dužeg perioda, prinos od običnih akcija pokazuje povoljne rezultate u prilagođavanju na rizik, neredovna priroda priliva novca ne ide u prilog investicijama društava za osiguranje života.

Na kraju, može se pomenuti i investiranje u **nekretnine** koje može biti vrlo atraktivno za osiguravače života jer mogu ostvariti, trenutno, viši prinos u odnosu na prinos od akcija. U uslovima inflacije, ulaganje u nekretnine pruža dobru zaštitu jer se zakupnina od nekretnine može podizati u skladu sa rastom cena.²⁰⁷

²⁰³ J. Labudović, *op. cit.*

²⁰⁴ Kao stvarno-pravne, akcije su dokaz o pravu svojine. (N. Božić, *Tržište kapitala – Dugoročne hartije od vrednosti*, Prometej, 1994, str. 27.)

²⁰⁵ Isto, str. 27.

²⁰⁶ Pravo na deo imovine i na delu imovine proizilaze iz svojevrsnog prava vlasništva odnosno ličnog imovinskog prava vezanih za akciju kao hartiju od vrednosti. (Isto, str. 37.)

²⁰⁷ J. Labudović, *op. cit.*

VI. STRUKTURA INVESTICIONOG PORTFELJA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE ZEMALJA ČLANICA EU I POJEDINIH ZEMALJA U OKRUŽENJU

1. Struktura investicionog portfelja društava za osiguranje u periodu 2008-2011 u zemljama članicama EU

Već je napomenuto da premija predstavlja glavni izvor iz koga društva za osiguranje izdvajaju sredstva koja se ulažu na finansijskom tržištu. U tom smislu, da bi se stekla šira slika o veličini sredstava koju društva za osiguranje investiraju na finansijskom tržištu, slede podaci o veličini i razdeobi premije osiguranja na svetskom nivou.

Kada je pitanju razdeoba premija osiguranja na svetskom nivou u periodu od 2008-2011. godine, prema zvaničnim statističkim podacima, slika je bila prilično ujednačena. Udeli različitih regiona su prikazani u narednoj tabeli:

Tabela 11: Razdeoba ukupno ostvarene premije osiguranja u svetu u periodu od 2008-2011. godine (%)

Godina/region	EU	Severna Amerika	Azija	Latinska Amerika i Karibi	Okeanija i Afrika
	% udela				
2008	41	32	22	2	3
2009	40	30	24	3	3
2010	37	30	27	3	3
2011	36	29	28	3	4

Izvor: CEA Insurers of Europe, European Insurance-Key Facts, September 2009, str. 4;

CEA Insurers of Europe, European Insurance-Key Facts, September 2010, str. 4;

CEA Insurers of Europe, European Insurance-Key Facts, September 2011, str.4;

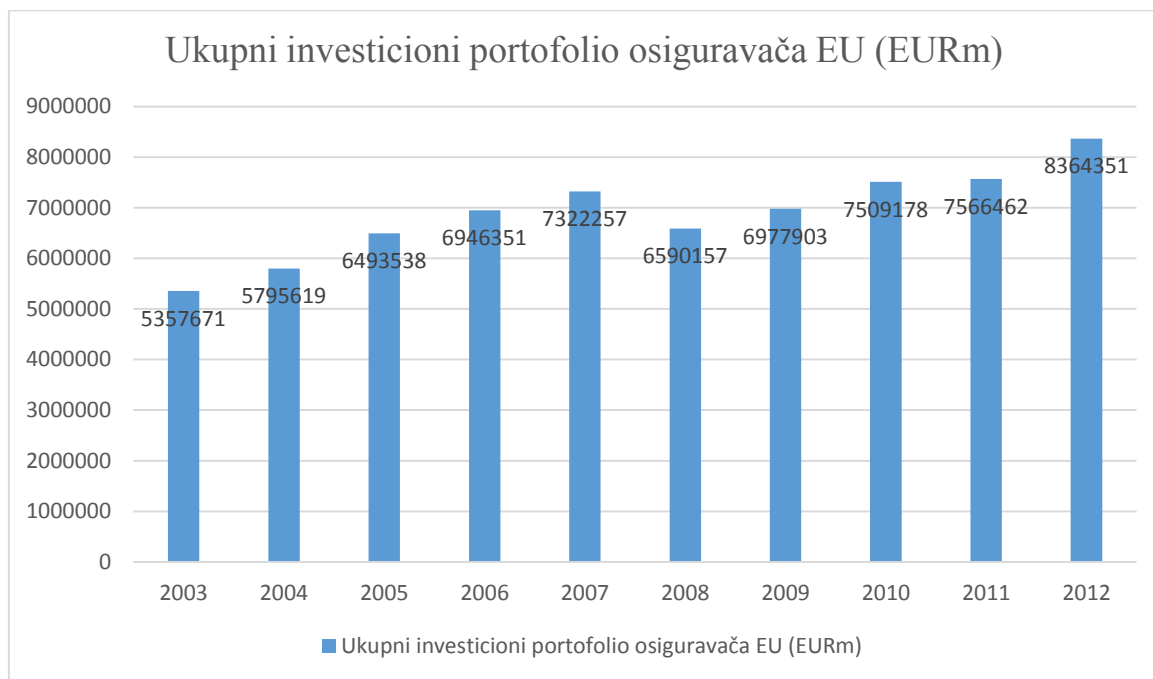
CEA Insurers of Europe, European Insurance-Key Facts, August 2012, str. 4.

(<http://www.insuranceeurope.eu/publications/statistics>)

Iz tabele se može zaključiti da su zemlje članice EU lideri na svetskom tržištu osiguranja, da se na drugom mestu nalazi region severne Amerike a na trećem mestu region Azije. Naime:

- u **2008. godini** lider na svetskom tržištu osiguranja su zemlje članice EU sa učešćem od 41%, na drugom mestu je bila severna Amerika sa učešćem od 32%, a treća Azija sa učešćem od 22%;
- u **2009. godini**, zemlje članice EU imaju ukupno učešće od 40% na svetskom tržištu osiguranja što ih i dalje čini liderima, na drugom mestu je severna Amerika sa učešćem od 30%, a na trećem Azija sa učešćem od 24%;
- situacija se generalno nije promenila ni tokom naredne **2010. godine**, i dalje su lideri bile zemlje članice EU sa nešto umanjanim učešćem u odnosu na predhodnu godinu – 37%, učešće severne Amerike se nije menjalo, dok je blagi rast učešća zabeležen kod zemalja Azije- 27%;
- vrlo slična slika je ostala i u narednoj **2011. godini**: lider su i dalje zemlje članice EU sa učešćem od 36% u ukupnom svetskom tržištu osiguranja, zatim sledi severna Amerika sa 29%, i Azija sa 28%.

U grafikonu br. 1 je prikazan ukupan investicioni portofolio osiguravača EU u periodu 2003-2012 godine (u EURm):



Izvor: Insurance Europe, *European Insurance in Figures*, Statistics No.48, February 2014, str. 54.
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/european-insurance-in-figures-2.pdf>

Iz grafikona se vidi da je po prvi put u prošloj dekadi u **2008. godini** zabeleženo smanjenje rasta investicionog portofolia društava za osiguranje EU od oko 1% u odnosu na rast zabeležen u 2007. godini²⁰⁸.

Evropski plan za ekonomski oporavak je pomogao da se, počev od sredine marta **2009. godine**, povрати poverenje u bankarski sektor i da se podrži tražnja, kao i da se oporavi tržište kapitala. Kao rezultat toga ukupan evropski investicioni portofolio društava za osiguranje je porastao za oko 8% u odnosu na predhodnu godinu.²⁰⁹

Vrednost investicionog portofolia evropskih osiguravajućih društava raste i u narednoj **2010. godini**.²¹⁰

²⁰⁸ Insurance of Europe, CEA Statistics No. 37, *European Insurance in Figures*, October 2009, str. 20.
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/eif-2009.pdf>

²⁰⁹ Insurance of Europe, CEA Statistics No. 42, *European Insurance in Figures*, November 2010, str. 25.
<http://www.insuranceeurope.eu/index.php?mact=Publications,cntnt01,default,0&cntnt01limit=20&cntnt01year=2010%25&cntnt01type=Statistical%20Publication&cntnt01hidePublicationsCategoriesFilter=1&cntnt01hidePublicationsStatisticsFilter=1&cntnt01returnid=70>

²¹⁰ Insurers of Europe, *European Insurance – Key Facts*, Septembar 2011, str. 6.
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/key-facts-2011.pdf>

Uprkos izazovima u okruženju, ukupna vrednost investicionog portofolia evropskih osiguravajućih društava u **2011. godini** je porasla za 2.6% u odnosu na predhodnu godinu. U poređenju sa pred-kriznom 2007. godinom, kada je krenula kriza finansijskog sektora u SAD-u, ukupna vrednost portofolia osiguravajućih društava je porasla za 10.5%, odnosno 18% u odnosu na vrednosti zabeležene tokom krizne 2008. godine. Kada su u pitanju nacionalne ekonomije, i dalje su lideri na evropskom tržištu osiguranja Francuska, Nemačka i Velika Britanija čije zajedničko učešće čini čak 60% ukupnog evropskog tržišta osiguranja. Njihov individualni portofolio je između 2010-2011. godine porastao za 4% u velikoj Britaniji i Nemačkoj, i za oko 1% u Francuskoj. Četvrto mesto po doprinosu u ukupnom evropskom osiguranju zauzima Italija sa udelom od 7%.²¹¹

Tokom **2012.** godine ukupan investicioni portofolio osiguravača u EU je porastao za 8,6% tj. sa EUR 7.600mlrd koliko je iznosio u 2011. godini na EUR 8.400mlrd. Glavni razlog njegovog rasta su bili pozitivni rezultati ostvareni na finansijskim tržištima.²¹²

Svetska ekonomska kriza na tržištu kapitala izazvala je pad cena hartija od vrednosti među kojima su bile i one koje su se nalazile u portofelju društava za osiguranje. Međutim, kolaps finansijskog sistema nije ugrozio opstanak društava za osiguranje na evropskom finansijskom tržištu (u poređenju sa bankarskim sektorom) jer su osiguravači slobodna novčana sredstva ulagali konzervativno, tj. sigurno. Prilikom ulaganja, društva za osiguranje su vršila diversifikaciju i birale najkvalitetnije i najmanje rizične hartije od vrednosti, pa su najviše ulagali u obveznice.

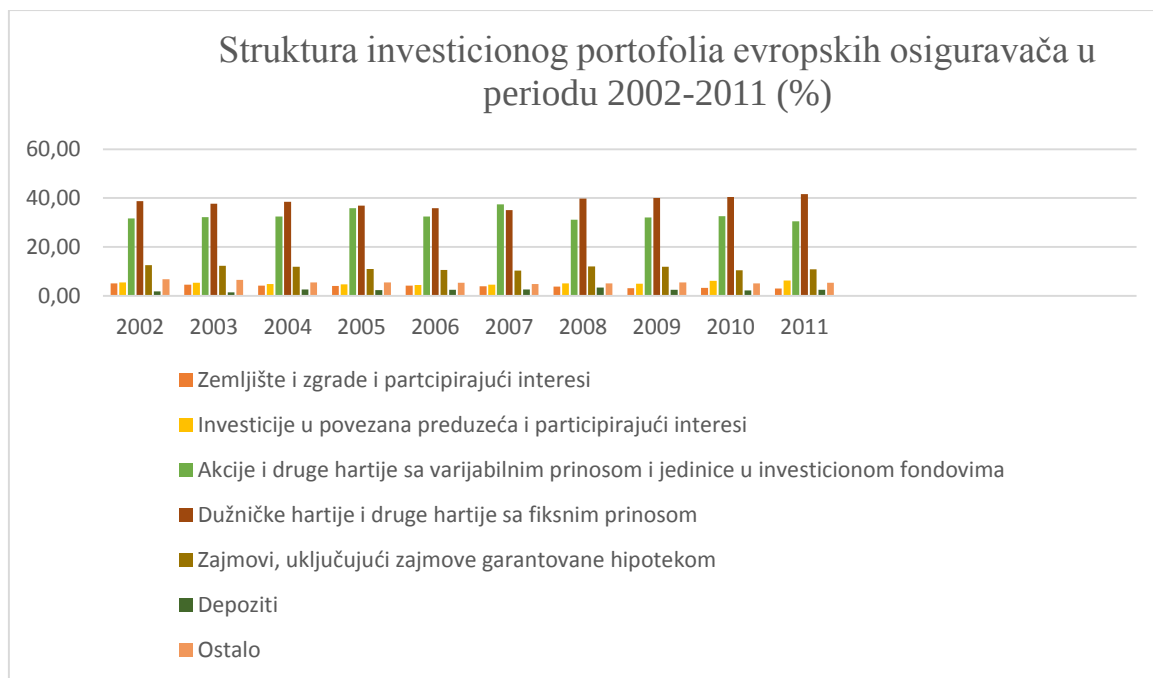
U grafikonu br. 2 prikazana je struktura investicionog portfelja osiguravajućih društava zemalja članica EU u periodu 2002-2011. godine:

²¹¹ Insurance Europe, *European Insurance in Figures, Statistics No.46*, January 2013, str. 34.

(<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/eif-2013-final.pdf>)

²¹² Insurance Europe, *European Insurance in Figures, Statistics No.48*, February 2014, str. 32.

(<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/european-insurance-in-figures-2.pdf>)



Izvor: Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, op. cit. str. 57.

Za period 2008-2011. godine koji je obuhvaćen ovim radom, iz priloženog grafikona se može se videti da su najznačajniju komponentu investicionog portofelja osiguravajućih društava u EU u **2008.** godini činile **dužničke hartije od vrednosti i ostala sredstva sa fiksnim prihodom** sa ukupnim učešćem od 39.9% u ukupnom investicionom portofoliu osiguravajućih društava. Ulaganja u akcije i sredstva sa promenljivim prihodom nakon višegodišnjeg trenda rasta su osetno opala (sa 38.9% zabeleženo tokom 2007. godine na 31.2%), što je i razumljivo jer posledice krize koja je zahvatila finansijski sistem SAD tokom 2007. godine počinju da se osećaju i u Evropi. Na trećem mestu po učešću u investicionom portofoliu osiguravajućih društava nalazili su se zajmovi sa učešćem od 12.1%. ²¹³

Najznačajniju komponentu investicionog portfelja osiguravajućih društava u EU u **2009.** godini su činile dužničke hartije od vrednosti i ostala sredstva sa fiksnim prihodom sa ukupnim učešćem od 40.2% u ukupnom investicionom portfelja osiguravajućih društava. Ulaganja u akcije i sredstva sa promenljivim prihodom su činila 32.1% ukupnog investicionog portofolia osiguravajućih društava. Na trećem mestu po učešću u investicionom portofoliu osiguravajućih društava nalazili su se zajmovi sa učešćem od 11.9%. ²¹⁴

Najznačajniju komponentu investicionog portfelja osiguravajućih društava u **2010.** godini su činile **dužničke hartije od vrednosti i ostala sredstva sa fiksnim prihodom**, sa ukupnim učešćem od 40.8% u ukupnom investicionom portfelja osiguravajućih društava. Ulaganja u akcije i sredstva sa promenljivim prihodom su činila 32.6% ukupnog investicionog portfelja osiguravajućih društava.

²¹³ Insurance of Europe, CEA Statistics No. 37, European Insurance in Figures, October 2009, op. cit., str. 20.

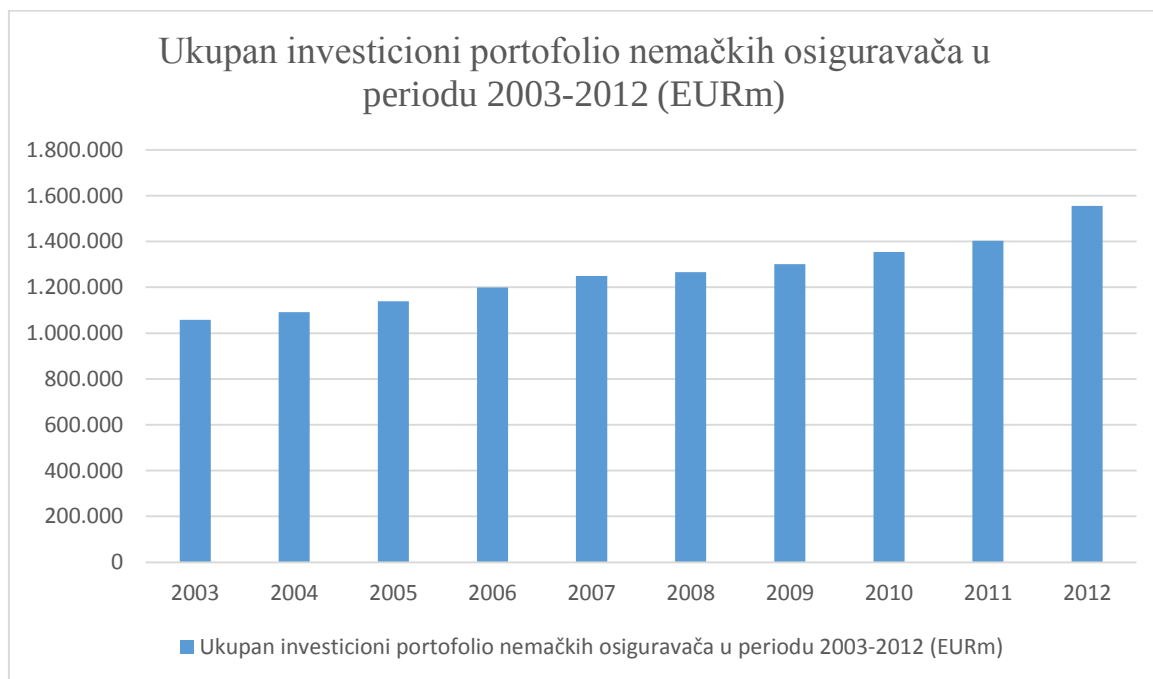
²¹⁴ Insurance of Europe, CEA Statistics No. 42, op. cit., str. 25.

Na trećem mestu po učešću u investicionom portofoliu osiguravajućih društava nalazili su se zajmovi sa učešćem od 11%.²¹⁵

Tokom **2011.** godine **dužničke hartije od vrednosti i ostala sredstva sa fiksnim prihodom** beleže rast učešća u ukupnom portofoliu osiguravača u EU, te sa učešćem od 41.6% te su i dalje predstavljaju najzastupljeniju vrstu ulaganja osiguravača u EU. Na drugom mestu po veličini ulaganja su se nalazile akcije i sredstva sa promenljivim prihodom sa učešćem od 30.5% u ukupnom investicionom portfelju osiguravajućih društava (njihovo učešće se smanjilo u poređenju sa prethodnom godinom). Na trećem mestu po učešću u investicionom portfelju osiguravajućih društava u EU nalazili su se zajmovi sa učešćem od 10.8%.²¹⁶

1.1. Nemačka

U grafikonu br. 3 prikazano je kretanje ukupnog investicionog portfelja nemačkih osiguravača tokom perioda 2003-2012. godine izražen u EURm:



Izvor: Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, February 2014, str. 54.
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/european-insurance-in-figures-2.pdf>

Tokom čitavog posmatranog perioda zabeležen je rast investicionog portfelja nemačkih osiguravača, i to od EUR 1.058mlrd u 2003. godini do EUR 1.554mlrd u 2012. godini. Nominalni

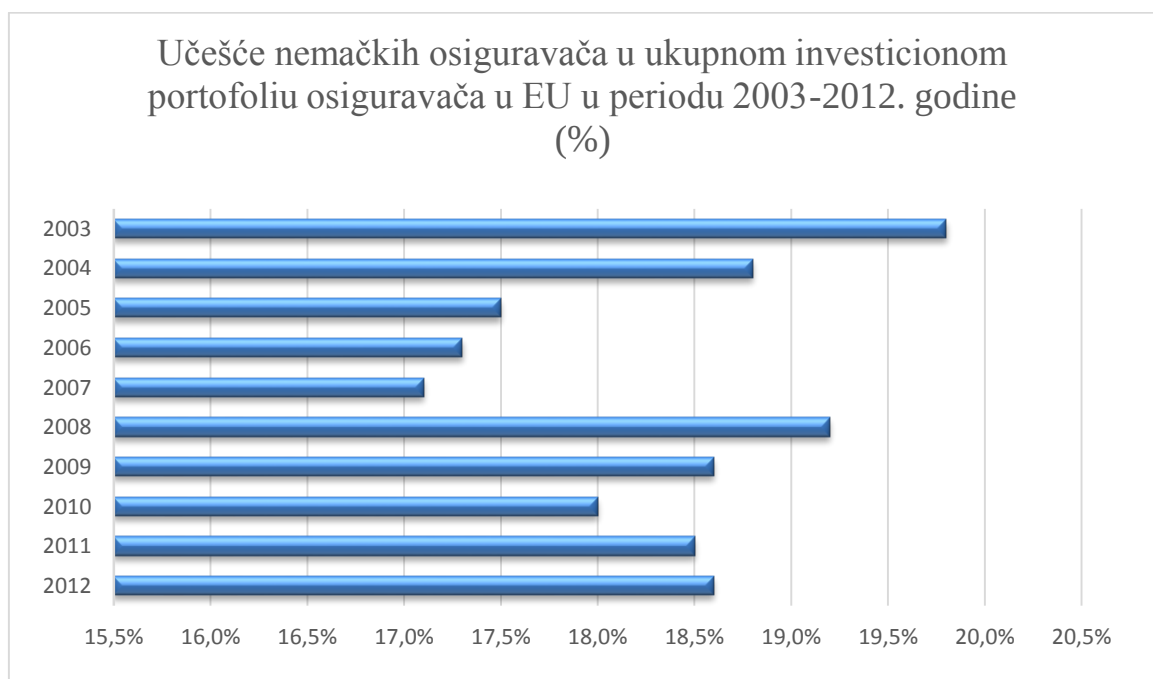
²¹⁵ CEA, Insurers of Europe, European Insurance – Key Facts, Septembar 2011, str. 6.
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/key-facts-2011.pdf>

²¹⁶ Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, op. cit., str. 57.

rast ukupnog investicionog portofolia u 2012. godini je iznosio 10,8% u odnosu na 2011. godinu.²¹⁷

Krajem 2011. godine investicioni portofelj društava za osiguranje u Nemačkoj iznosio EUR 1.285 mlrd, i njegov obim je u toj godini porastao za 2% u odnosu na predhodnu godinu. Ovakav obim investicionog fonda je skoro četvoroduplo veći u poređenju sa onim iz 1990. godine.²¹⁸

Osiguravajuća delatnost Nemačke igra jednu od najznačajnijih uloga u osiguranje Evrope. Koliki je doprinos nemačkog osiguranja u u ukupnoj evropskoj delatnosti osiguranja, može se videti i kroz podatke o učešću nemačkih osiguravača u ukupnom investicionom portfelju osiguravača u EU u periodu 2003-2012. godine koji su prikazani u narednom grafikonu br. 4 :



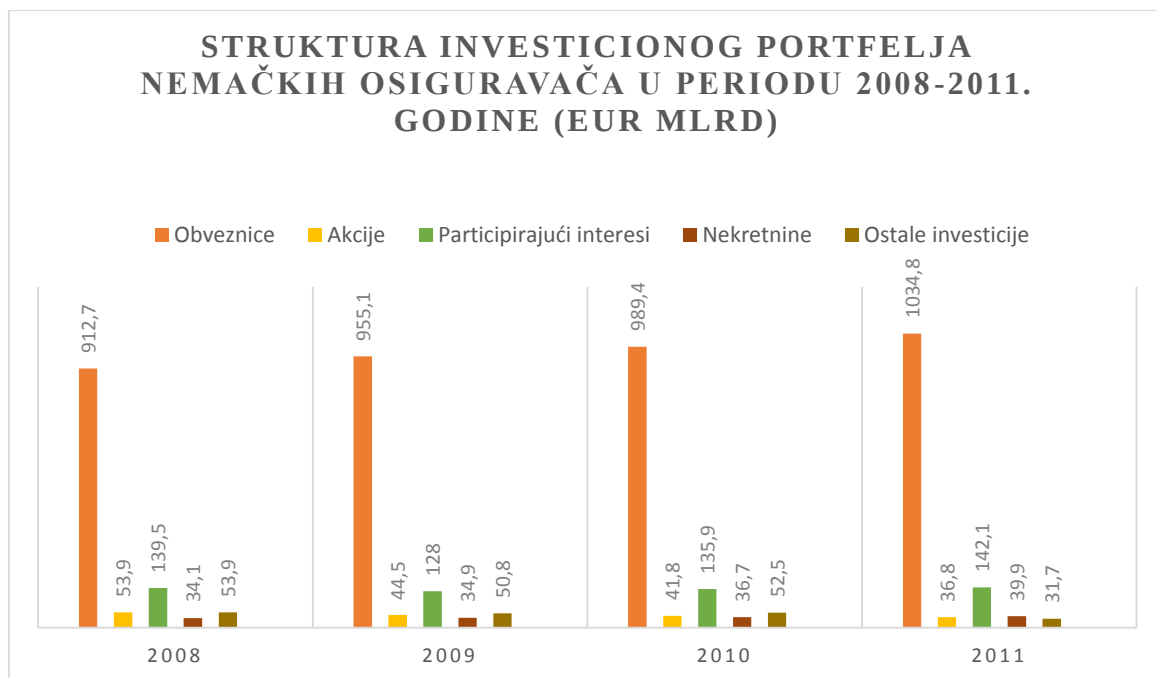
Izvor: Kalkulacija autora, Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, op. cit., str. 54.

Tokom posmatranog perioda zapaža se da je u 2003. godini učešće nemačkih osiguravača u ukupnom investicionom portfoliju osiguravača u EU bilo najveće i iznosilo je 19,8%. U narednim godinama se beleži pad učešća, sve do 2007. godine kada ono najmanje u posmatranom periodu i iznosi 17,1%. Već naredne 2008. godine zabaležen je nagli skok za 2,1%, te učešće nemačkih osiguravača iznosi 19,2%. Zatim je usledio blagi pad učešća, koje u 2012. godini iznosi 18,6%.

U grafikonu br. 5 dat je prikaz strukture investicionog portfelja društava za osiguranje u Nemačkoj u periodu 2008-2011. godine izražen u EUR mlrd:

²¹⁷ Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, op. cit., str. 54.

²¹⁸ 2012 Yearbook, The German insurance industry, GDV-Gesamverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., str. 15 (<http://yearbook.gdv.de>)



Izvor: 2012 Yearbook – The German insurance industry, str.15.-

<http://yearbook.gdv.de/GDV-Yearbook2012.pdf>

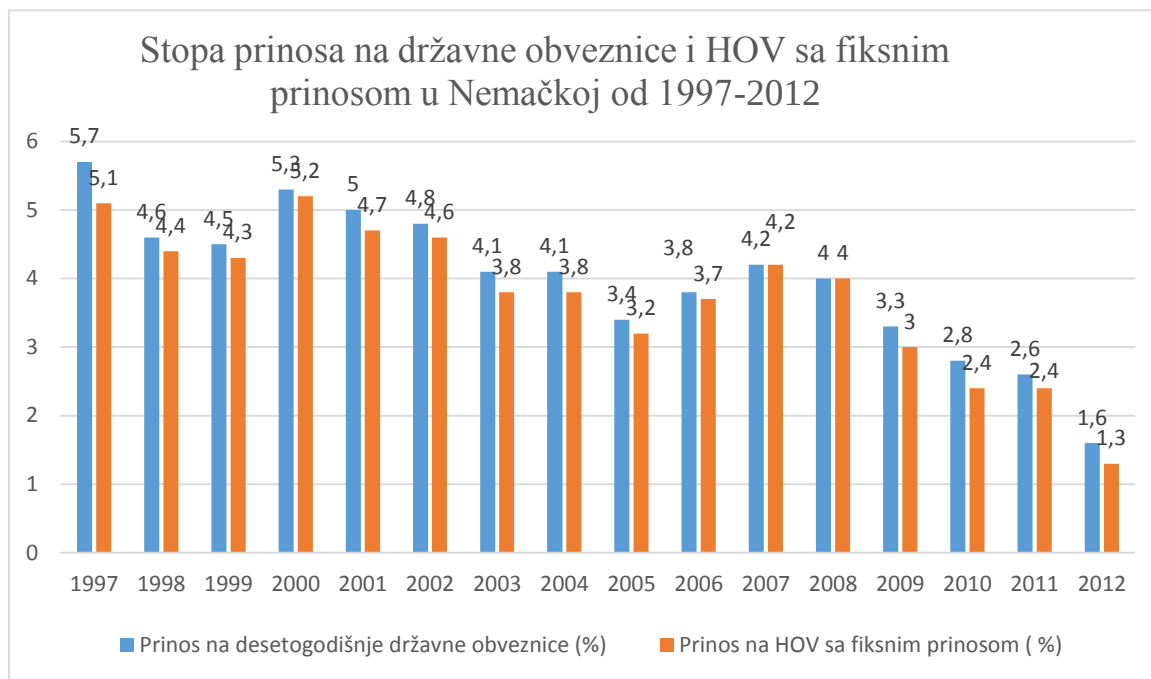
Tokom posmatranog perioda u strukturi investicionog portfelja nemačkih osiguravača dominiraju obveznice sa učešćem od 76,4% u 2008. godini (EUR 912,7mlrd) do 80,5% (EUR 1.034,8mlrd) u 2011. godini. Participirajući interesi učestvuju sa 11,7% (EUR 139,5mlrd) u 2008. godini do 11,1% (EUR 142,1mlrd) u 2011. godini u ukupnom investicionom portfelju nemačkih osiguravača, te je ova vrsta investicija prilično stabilna tokom posmatranog perioda. Interesovanje za ulaganje u akcije sa druge strane, bitno je smanjeno imajući u vidu finansijsku krizu. Investiranje u nekretnine je neznatno poraslo (udeo nekretnina u investicionom portofoliu je sa 2,9% u 2010. godini porastao na 3,1% u 2011. godini)²¹⁹.

Tržište obveznica karakteriše velika kolebljivost. Iz grafikona br. 6 se može videti da je prinos na desetogodišnje državne obveznice primetno opao tokom posmatranog perioda (sa 5,7% u 1997. na 1,6% u 2012. godini). Ovakav trend na tržištu obveznica je veliki izazov za sve učesnike na finansijskom tržištu, uključujući i portofolio menadžere u osiguravajućim društvima.²²⁰

²¹⁹ 2012 Yearbook, The German insurance industry, op. cit., str. 15.

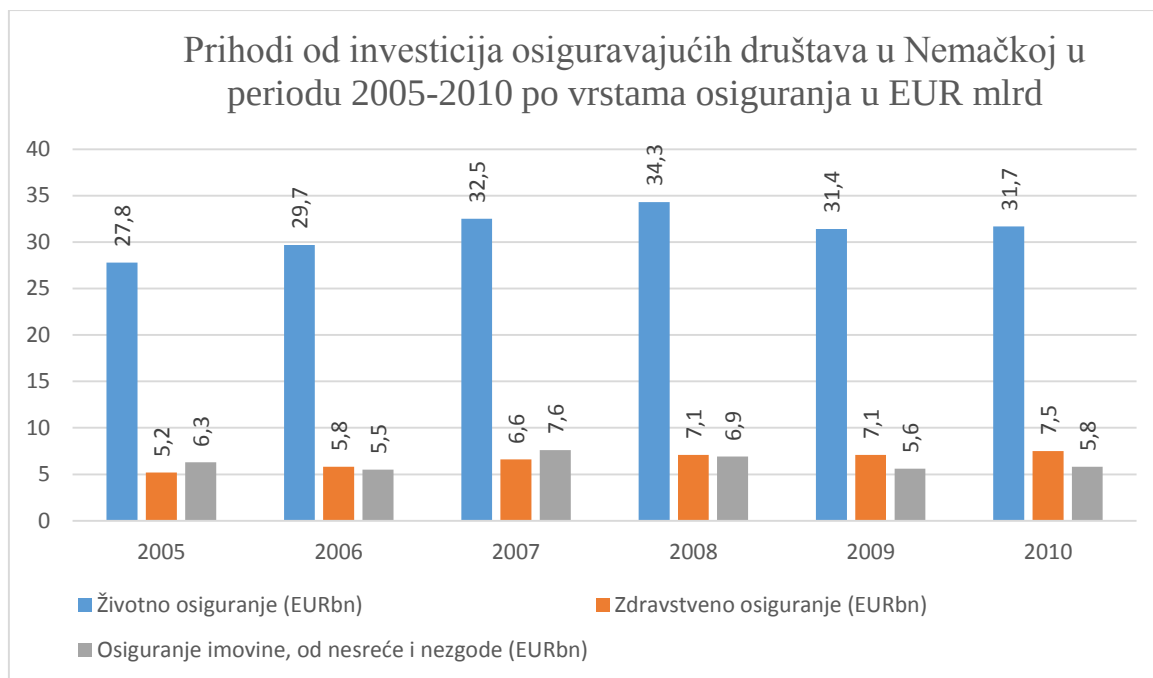
²²⁰ Isto, str. 16.

Grafikon br. 6: Stopa prinosa na državne obveznice i HOV sa fiksnim prinosom u Nemačkoj u periodu 1997-2012.



Izvor: 2012 Yearbook – *The German insurance industry*, str.14.-
<http://yearbook.gdv.de/GDV-Yearbook2012.pdf>

U narednom grafikonu br. 7 predstavljeni su prihodi od investicija osiguravajućih društava u Nemačkoj po vrstama osiguranja:



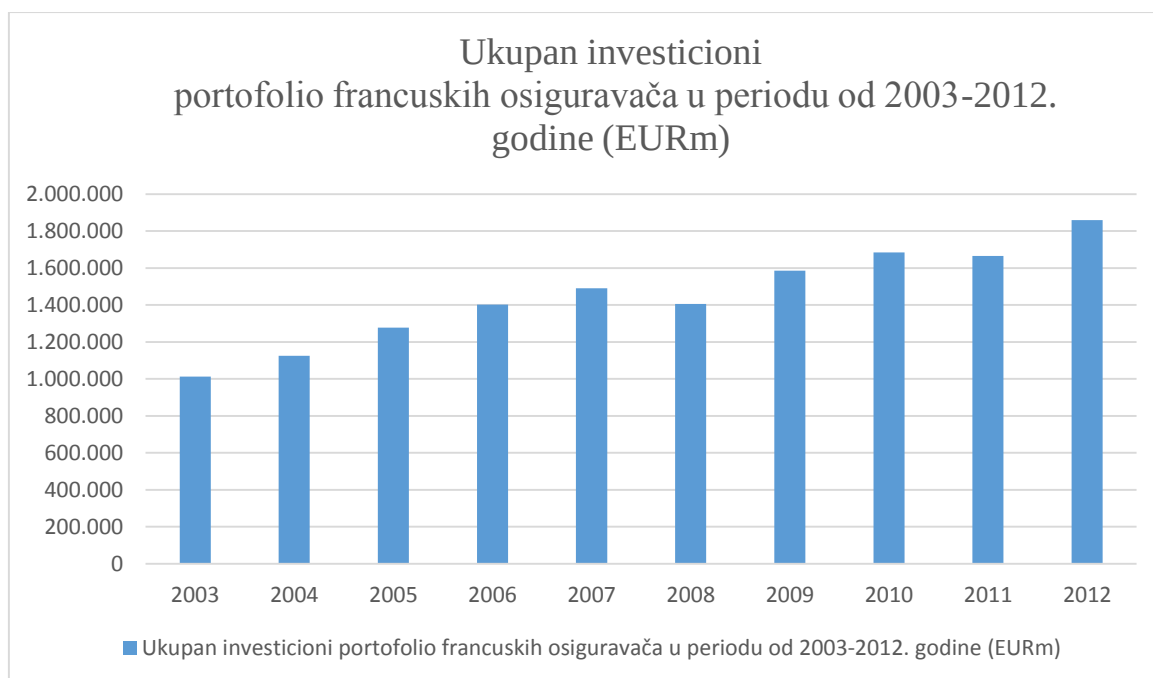
Izvor: 2012 Yearbook – The German insurance industry, str.15.-

<http://yearbook.gdv.de/GDV-Yearbook2012.pdf>

Iz grafikona se vidi da je u periodu 2005-2010. godine ukupan prihod od investicija osiguravajućih društava u Nemačkoj beležio trend rasta (sa EUR 39,3mlrd u 2005. godini na EUR 45,1mlrd u 2010. godini). U okviru ukupnog prihoda, kod životnog i zdravstvenog osiguranja beleži se porast prihoda od investicija osiguravajućih društava, dok prihod od investicija kod osiguranja imovine, nesreće i nezgode beleži primetne oscilacije – od najnižeg prihoda u 2006. godini (EUR 5,5mlrd) do najvišeg već u sledećoj 2007. godini (EUR 7,6mlrd) nakon čega sledi njegov pad.

1.2. Francuska

U grafikonu br. 8 prikazano je kretanje ukupnog investicionog portfelja francuskih osiguravača tokom perioda 2003-2012. godine izražen u EURm:

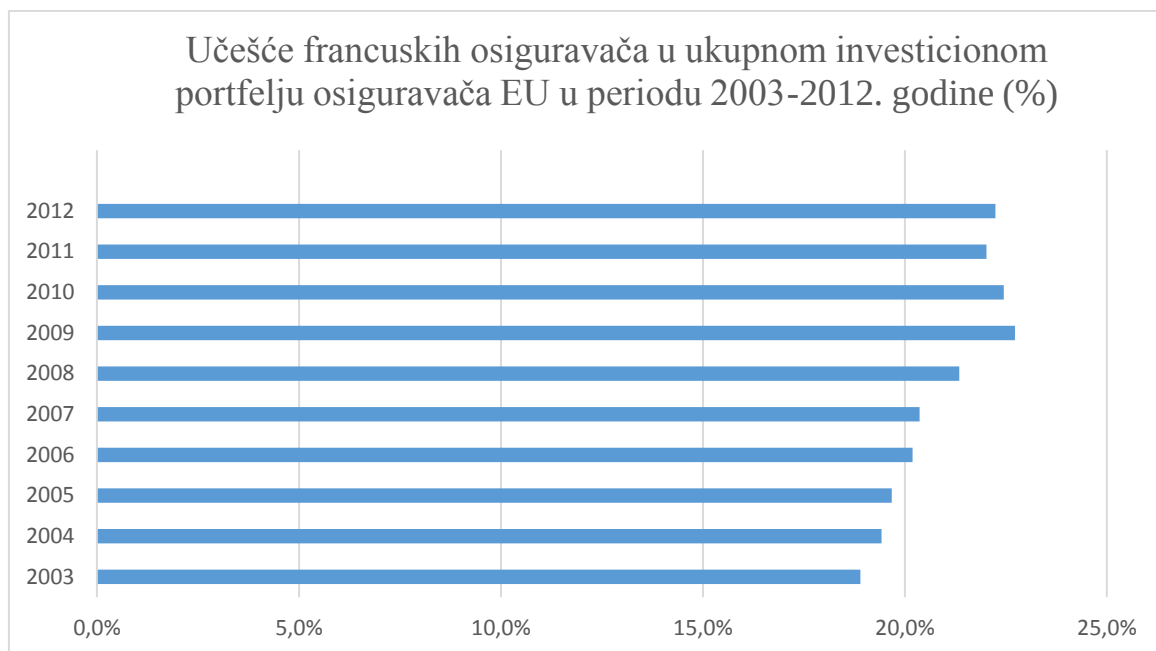


Izvor: Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, op. Cit., str. 54.

Tokom čitavog posmatranog perioda zabeležen je rast investicionog portfelja francuskih osiguravača i to od EUR 1.012mlrd u 2003. godini do EUR 1.860mlrd u 2012. godini. Jedini pad investicionog portfelja se dogodio u 2008. godni, ali već naredne 2009. godine ponovo je zabeležen rast investicionog portfelja, sve do 2011. godine kada je došlo da blagog pada. Međutim, trend rasta se nastavlja te je nominalni rast ukupnog investicionog portofolia u 2012. godini iznosio 11,6% u odnosu na 2011. godinu. U 2013. godini investicioni portofolio je dosegao iznos od EUR 1.984,9 mlrd, što predstavlja rast od 5.5% tokom posmatrane godine.²²¹

Osiguravajuća delatnost Francuske igra jednu od najznačajnijih uloga u osiguranju Evrope. Koliki je doprinos francuskog osiguranja u ukupnoj evropskoj delatnosti osiguranja, može se videti i kroz podatke o učešću francuskih osiguravača u ukupnom investicionom portfelju osiguravača u EU u periodu 2003-2012. godine koji su prikazani u grafikonu br. 9 koji sledi :

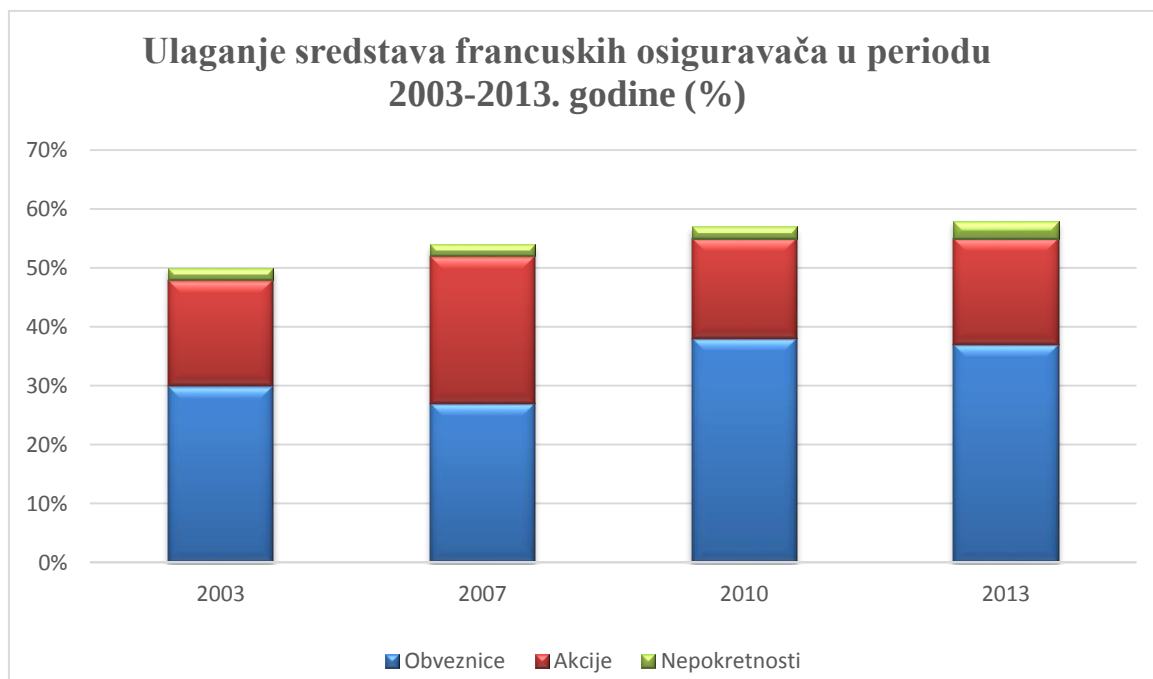
²²¹ http://www.ffsa.fr/sites/jcms/p1_1292377/en/lassurance-francaise-en-2013?cc=fn_7345



Izvor: Kalkulacija autora, *Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, op. cit. str. 54.*

Tokom posmatranog perioda zapaža se da je u 2009. godini učešće francuskih osiguravača u ukupnom investicionom portfoliju osiguravača u EU bilo najveće i iznosilo je 22,7%. U narednim godinama se beleži blagi pad učešća, sve do 2011. godine kada ono najmanje u posmatranom periodu i iznosi 22%. U 2012. godini došlo je do blagog porasta učešća francuskih osiguravača koje je iznosilo 22,2%.

U periodu 2003-2013. godine investicioni plasmani društava za osiguranje u Francuskoj su se kretali na sledeći način (grafikon br. 10):



Izvor: *Le bilan de l'annee* - http://www.ffsa.fr/sites/upload/docs/application/pdf/2014-02/cp_2014_versionweb.pdf

U ukupnim ulaganjima francuskih osiguravača tokom posmatranog perioda dominiraju obveznice sa učešćem od 30% u 2003. godini do maksimalnih 38% u 2010. godini. Maksimalno učešće akcija je zabeleženo u periodu pre finansijske krize, u 2007. godini, kada je iznosilo 25%, nakon čega njihov udeo opada na 17% u 2010. godini. Učešće nekretnina nije bitnije variralo i iznosilo je 2% u 2003. godini, i 3% u 2013. godini.

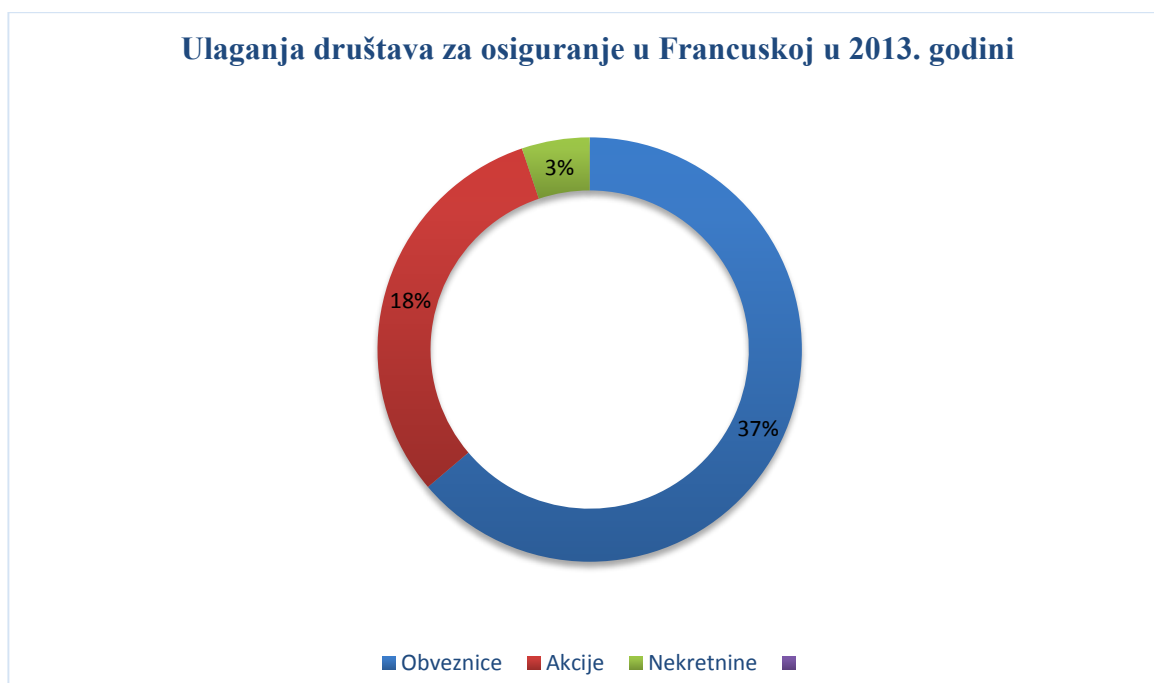
Investicioni portofolio društava za osiguranje je u 2010. godini iznosio EUR 1.683,9mlrd. Kada je u pitanju ulaganje sredstava tokom 2010. godine, može se reći da su uprkos padu na tržištu kapitala, ona bila u korist poslovne aktive. Krajem 2010. godine, u aktivi društava za osiguranje hartije preduzeća su činile više od njene polovine, tačnije 56%. Direktno ili indirektno, u akcije je te godine uloženo 17% aktive. U mala i srednja preduzeća je uloženo EUR 22,2mlrd. Društva za osiguranje su u Francuskoj uključena u finansiranje javnog duga države, i u tome imaju učešće od 16% (u 2010. godini). Ako se posmatra samo dug stanovništva, učešće sektora osiguranja u njemu iznosi 50%.²²²

Od kolikog značaja su društva za osiguranje za francusku privredu, govori podatak da je krajem 2013. godine od ukupnih investicija u preduzeća (EUR 1.151mlrd), čak 58 %, su činila ulaganja društava za osiguranje. Od toga 18% (EUR 347mlrd) direktno ili indirektno uloženo je u akcije. Učešće korporativnih obveznica je te godine palo na 37% (videti grafikon br. 11). Društva za osiguranje su 2013. godine uložila EUR 46,6mlrd u mala i srednja preduzeća.²²³

²²² http://www.ffsa.fr/sites/jcms/p1_461794/en/assurance-poumon-de-leconomie-francaise?cc=fn_7345

²²³ http://www.ffsa.fr/sites/jcms/p1_1292377/en/assurance-francaise-en-2013?cc=fn_7345

Grafikon 11:



Izvor: http://www.ffsa.fr/sites/jcms/p1_1292377/en/assurance-francaise-en-2013?cc=fn_7345

Francuski osiguravači u velikoj meri podržavaju francusku privredu, i to na sledeća tri načina²²⁴: 1) delatnost osiguranja koja je godinama imala privatni investicioni fond, tokom 2012. godine je kreirala **NOVA** fond namenjen malim i srednjim preduzećima, 2) zatim, delatnost osiguranja vrši finansiranje duga putem obveznica, i 3) važna stvar je finansiranje malih i srednjih preduzeća kroz obveznice **BPI**²²⁵ i **ETI**²²⁶ Francuske.

Tokom 2013. godine u mala i srednja preduzeća i ETI je uloženo EUR 46,6mlrd, što je za EUR 5mlrd više nego u 2012. godini. Iz toga se da zaključiti da doprinos delatnosti osiguranja privredi sa godinama postaje sve značajnija. Tendencija je da se narednih godina povećaju zajmovi koje društva za osiguranje daju privrednim društvima.

Na grafikonu br. 12 prikazana je struktura finansiranja malih i srednjih preduzeća i ETI od strane francuskih osiguravača tokom 2013. godine:

²²⁴ http://www.ffsa.fr/sites/jcms/p1_1378161/en/le-role-de-lassurance-dans-le-financement-des-pme-et-des-eti-un-enjeu-central-pour-la-croissance-de-notre-pays?cc=fn_7345

²²⁵ *Bpifrance* je finansijska institucija koja obezbeđuje pomoć i finansijsku podršku malim i srednjim preduzećima, omogućavajući pristup bankama i kapitalnim investitorima, posebno u periodima osnivanja kompanija, uvođenja inovacija, razvoja... - <http://www.taftie.org/content/bpifrance-france>

²²⁶ ETI je posebna kategorija preduzeća u Francuskoj, koja se nalazi između srednjih i malih preduzeća, i velikih preduzeća - http://fr.wikipedia.org/wiki/Entreprises_de_taille_interm%C3%A9diaire

Finansiranje malih i srednjih preduzeća i ETI od strane osiguravača (EURmlrd)



Izvor: http://www.ffsa.fr/sites/jcms/p1_1378161/en/le-role-de-lassurance-dans-le-financement-des-pme-et-des-eti-un-enjeu-central-pour-la-croissance-de-notre-pays?cc=fn_7345

Osiguravači u Francuskoj su vrlo aktivni na tržištu privatnog kapitala (od ukupnih investicija u privatni kapital njihovo učešće iznosi 15%). Struktura investicionog portofolia osiguravača pokazuju da se vremenom povećava učešće akcija, privatnog kapitala i korporativnih obveznica. Učešće osiguravača u finansiranju ekonomije doprinosi rastu i kreiranju radnih mesta, i biće povećano u budućnosti sa razvojem penzionih proizvoda.²²⁷

1.3. Velika Britanija

Delatnost osiguranja Velike Britanije zauzima treće mesto u svetu i prvo u Evropi (generiše 7% ukupne svetske premije i upošljava oko 290.000 ljudi). Delatnost osiguranja predstavlja suštinski deo britanskog ekonomskog rasta, sa vrednošću investicija u iznosu od 26% ukupne neto vrednosti investicija Velike Britanije. Osiguranje Velike Britanije kroz poreze daje doprinos državi u iznosu od £10.4mlrd. Takođe, osiguranje u Velikoj Britaniji je njen najveći izvoznik – oko 30% neto premije dolazi od poslovanja u inostranstvu.²²⁸

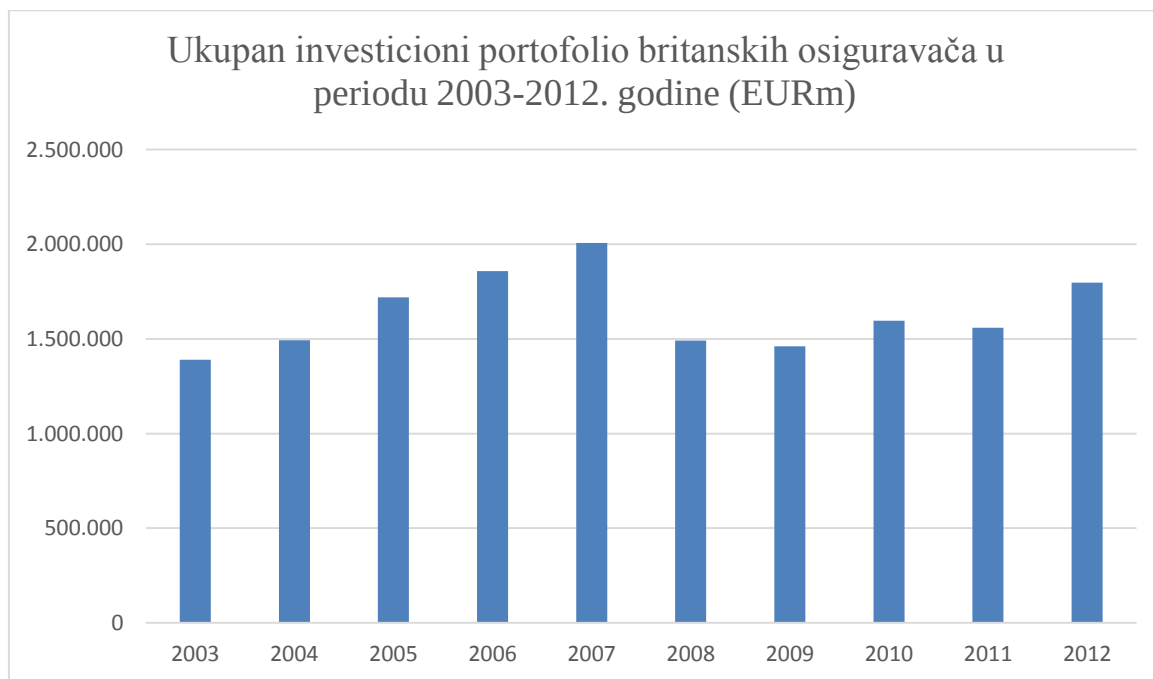
Osiguravajuća društva u Velikoj Britaniji za vreme Drugog svetskog rata investirale su sva raspoloživa sredstva u državne obveznice, što je bio njihov doprinos finansiranju trškova rata.²²⁹

²²⁷ CEA, The Contribution of the Insurance Sector to Economic Growth and Employment in the EU, str. 15. - <http://www.insuranceurope.eu/uploads/Modules/Publications/Web%20Contribution%20of%20the%20Insurance%20Sector%20to%20Economic%20Growth%20and%20Employment%20in%20the%20EU.pdf>

²²⁸ Association of British Insurers, UK insurance Key Facts, September 2012, str. 1.

²²⁹ R. Trifunović, *Osiguranje kao faktor privredne stabilnosti*, op. cit., str. 233.

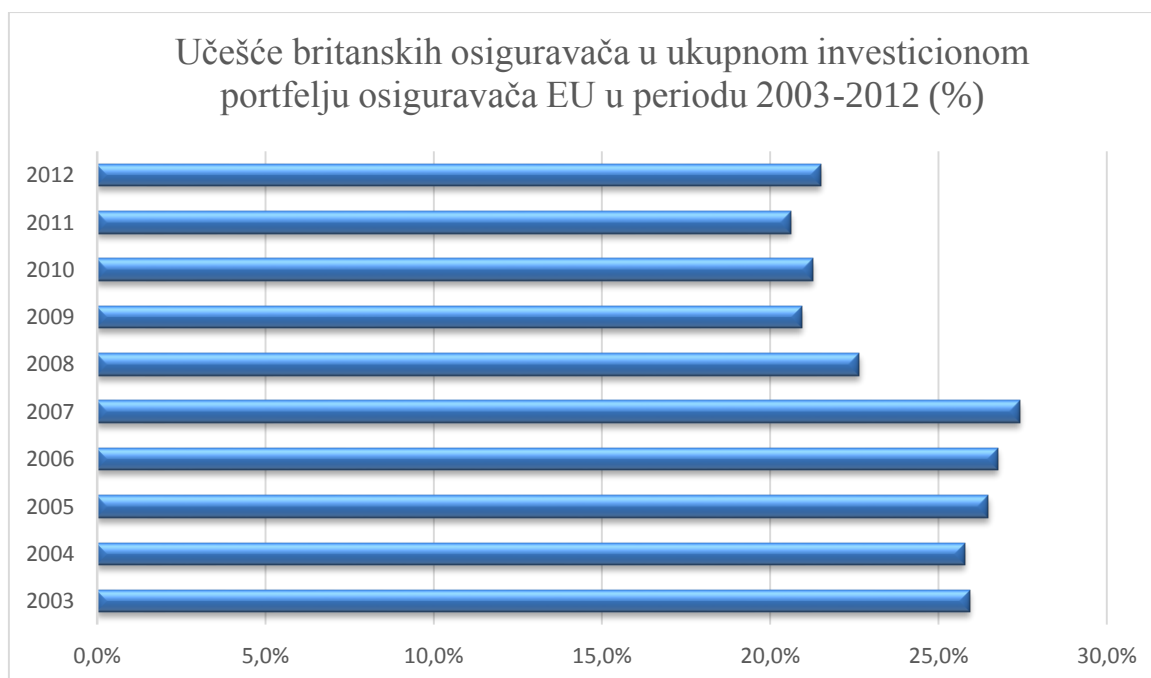
U grafikonu br. 13 prikazano je kretanje ukupnog investicionog portfelja britanskih osiguravača tokom perioda 2003-2012. godine izražen u EURm:



Izvor: Insurance Europe, *European Insurance in Figures, Statistics No.48, op. cit., str. 57*

Iz grafikona se može videti da je tokom posmatranog perioda ukupan investicioni portfolio britanskih osiguravača dostigao maksimum u 2007. godini kada je iznosio EUR 2.007mlrd. Zatim je usledio pad (osetni već naredne 2008. godine kada ukupan investicioni portfolio iznosi EUR 1.491mlrd) koji je potrajao sve do 2010. godine kada je zabeležen njegov rast u odnosu na prethodnu godinu. Do blagih oscilacija u kretanju ukupnog investicionog portfolia dolazi i naredne 2011. godine (EUR 1.558mlrd). Nominalni rast ukupnog investicionog portfolia u 2012. godini je iznosio 7,7% u odnosu na 2011. godinu.

Kao što je već pomenuto, osiguravajuća delatnost Velike Britanije igra najznačajnu ulogu u delatnosti osiguranja Evrope. Koliki je doprinos britanskog osiguranja u ukupnoj evropskoj delatnosti osiguranja, može se videti i kroz podatke o učešću britanskih osiguravača u ukupnom investicionom portfelju osiguravača u EU u periodu 2003-2012. godine koji su prikazani u grafikonu br. 14 :



Izvor: Kalkulacija autora, *Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, op.cit., str. 54.*

Tokom posmatranog perioda najveće učešće britanskih osiguravača u ukupnom investicionom portfelju britanskih osiguravača je zabeleženo 2007. godine i iznosilo je čak 27.4%. Zatim dolazi do osetnog pada učešća tokom naredne 2008. godine (22,6%), i taj pad je nastavljen i tokom narednih godina posmatranog perioda, sa izuzetkom 2010. godine. U 2012. godini učešće britanskih osiguravača beleži porast u odnosu na prethodnu godinu, iznosi 21,5% i još uvek je manje u poredjenju sa 2008 godinom kada je i došlo do naglog pada učešća britanskih osiguravača.

Društva za osiguranje Velike Britanije su aktivna kako u životnom tako i u neživotnom osiguranju, ali vode i penzijsko poslovanje za račun kompanija ili individualaca. Dugoročno poslovanje (uglavnom životno osiguranje i penzije) stavlja akcenat na rizik koji traje neko vreme, dok osiguranje stana, motorno i putno osiguranje je najvećim delom usmereno na raspodelu rizika u zajednici rizika.²³⁰

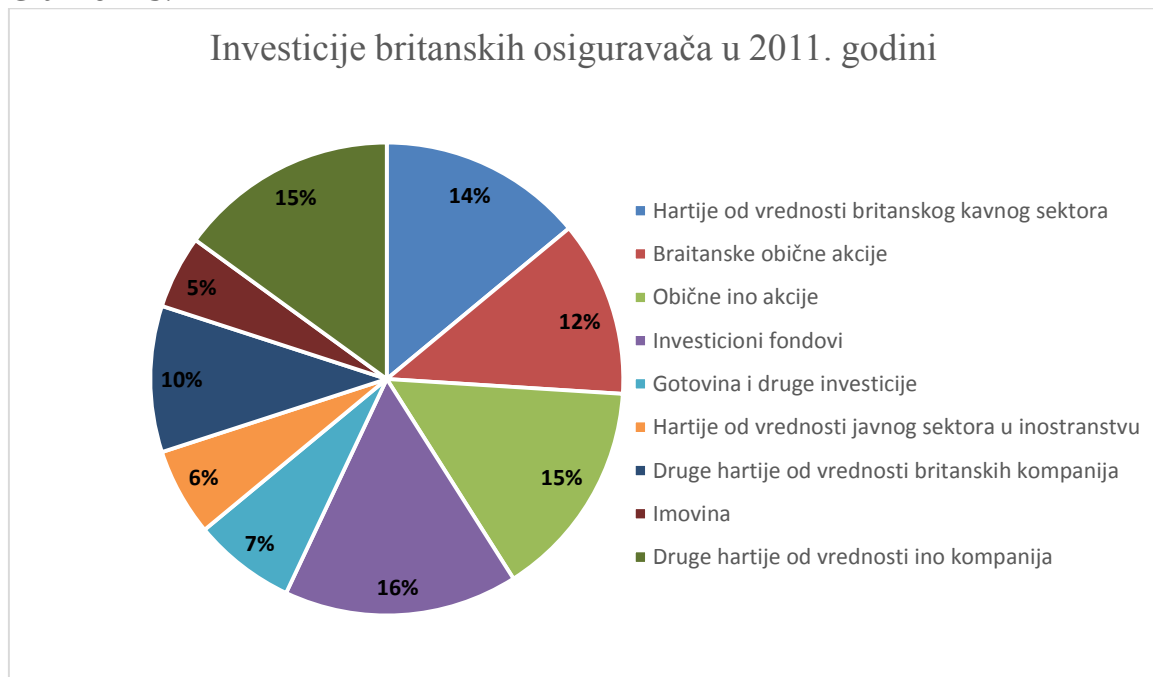
Osiguranje u Velikoj Britaniji, posebno dugoročno osiguranje, je podeljeno na različite kategorije. Kategorizacija je uređena čl. 333B i od čl. 431B do 431F Zakona o dohotku i korporativnom porezu (Income and Corporation Taxes Act) gde je svaka kategorija poslovanja drugačije oporezovana.

Pored dominantnog životnog osiguranja, dugoročno poslovanje takođe uključuje profesionalno i individualno penzijsko osiguranje. Tokom protekle dekade britanski osiguravači su svoje

²³⁰ Office for National Statistics, Statistical Bulletin, MQ5: Investment by Insurance Companies, Pension Funds and Trusts, Q1 2013. - <http://www.ons.gov.uk/ons/rel/fi/mq5--investment-by-insurance-companies--pension-funds-and-trusts/q1-2013/stb-mq5-q1-2013.html>

investicije u britanske akcije preusmerili na akcije u inostranstvu i dužničke hartije od vrednosti trustova i privatnog sektora.²³¹

Grafikon 15:



Izvor: Assosiation of British Insurers, UK insurance Key Facts, September 2012, str. 19.

Prema izveštaju od 16.09.2013. godine koji je objavilo Udruženje britanskih osiguravača -ABI (Assosiation of British Insurers)- plasman osiguravača u britanske hartije od vrednosti su činile 24% od ukupnih ulaganja u 2002. godini, dok u 2011. godini taj plasman je pao na 11%.²³² Ovaj izveštaj navodi činjenicu da britanska društva za osiguranje upravljaju fondom u vrednosti od £1.800mlrd, i da se u poslednjih desetak godina javlja trend diversifikacije ulaganja, kao i ulaganje sredstava u hartije od vrednosti u inostranstvu radi ostvarivanja većeg prihoda, što je dovelo do toga da se u navedenom periodu prepolovi fond koji se investira u britanske hartije od vrednosti.

Izveštaj takođe navodi podatak da je tokom prošle godine britansko osiguranje prikupilo prihode od premije u iznosu od USD 311mlrd, što ga svrstava na treće mesto u svetu, posle SAD-a sa USD 1.270mlrd i Japana sa USD 654mlrd prikupljenih prihoda od premije tokom prošle godine.

²³¹ Assosiation of British Insurers, UK insurance Key Facts, September 2012.

²³² <http://www.reuters.com/article/2013/09/16/uk-insurance-idUSL5N0HC34720130916>

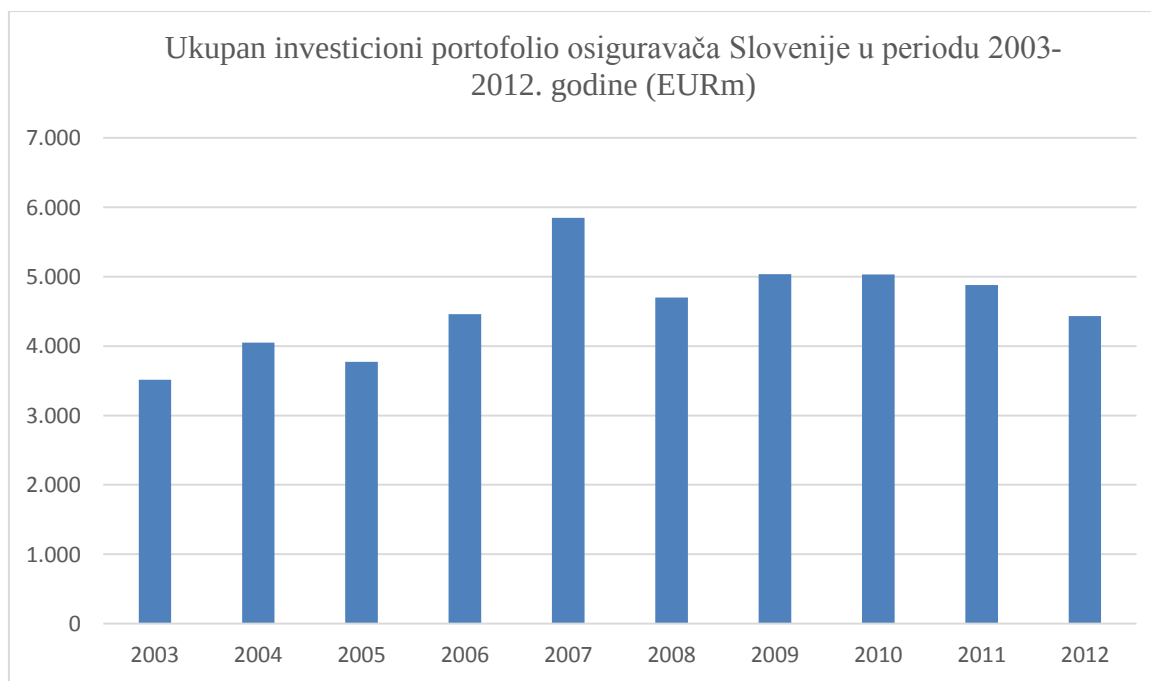
2. *Struktura investicionog portfelja društava za osiguranje u Srbiji i zemljama u okruženju u periodu 2004-2011*

U ovom delu rada biće više reči o načinu na koji investiraju osiguravači u zemljama u regionu (Sloveniji i Hrvatskoj), a kako to čine društva za osiguranje Srbije. U svrhu utvrđivanja pozicije i nivoa razvijenosti delatnosti osiguranja u Srbiji, poslužiće uporedna analiza delatnosti osiguranja u Srbiji i odabranim zemljama u okruženju sa posebnim osvrtom na investicione plasmane društava za osiguranje.

2.1. *Slovenija*

Slovenačko tržište osiguranja je srednje razvijeno. Prema podacima za 2011. godinu, po premiji po glavi stanovnika, slovenačka delatnost osiguranja zauzima 18. mesto u Evropi i 29. na svetu (USD 1.353). Po učešću premije u BDP zauzima 13. mesto u Evropi i 25. na svetu.²³³

U grafikonu br. 16 prikazano je kretanje ukupnog investicionog portfelja slovenačkih osiguravača tokom perioda 2003-2012. godine izražen u EURm:



Izvor: Insurance Europe, *European Insurance in Figures, Statistics No.48*, op. cit., str. 54.

Iz grafikona se može videti da je tokom posmatranog perioda ukupan investicioni portofolio osiguravača Slovenije dostigao maksimum u 2007. godini kada je iznosio EUR 5.847m. Zatim je

²³³ J. Komelj, prezentacija: Razvoj tržišta osiguranja u Sloveniji u poslednjoj dekadi - <http://www.aktuar.rs/X/8.pdf>

usledio osetni pad već naredne 2008. godine, kada je ukupan investicioni portofolio iznosio EUR 4.698m, da bi naredne dve godine opet došlo do njegovog rasta. U 2012. godini ponovo je zabeležen pad investicionog portfelja osiguravača Slovenije, koji tada iznosi EUR 1.797m. Nominalni pad ukupnog investicionog portofolia u 2012. godini je iznosio -9,2% u odnosu na 2011. godinu.

U tabeli br. 12 prikazana je investiciona struktura sredstava za pokriće matematičkih i tehničkih rezervi društava za osiguranje u Sloveniji na dan 31. decembar u periodu 2009-2012:

**Tabela 12: Investiciona struktura sredstava za pokriće matematičkih i tehničkih rezervi
društava za osiguranje u Sloveniji na dan 31. decembar u periodu 2009-2012
(u EURm, u %)**

	<i>Sredstva za pokriće matematičkih rezervi</i>								<i>Sredstva za pokriće tehničkih rezervi</i>							
	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
Državne hartije od vrednosti	943,1	37,1	962,3	33,9	917	30,8	1057	32,9	435,3	27,6	441,7	26,8	414,2	25,2	522,8	30,4
Nekretnine	8,4	0,3	17,0	0,6	21,9	0,7	23,5	0,7	42,1	2,7	41,7	2,5	33,9	2,1	39,7	2,3
Zajmovi	44,1	1,7	44,9	1,6	46,2	1,6	44,8	1,4	33,1	2,1	35,3	2,1	50,3	3,1	33,5	2,0
Dužničke hartije od vrednosti	678,1	26,7	748,1	26,3	759	26,8	828,4	25,8	280,7	17,8	344,3	20,9	397,9	24,2	464,7	27,1
Hartije od vrednosti sa pravom učešća u dobiti	675,3	26,7	833,2	29,4	865	29,1	1012	31,5	214,4	13,6	210,3	12,8	173,1	10,6	159,0	9,3
Depoziti kod banaka	15333	6,0	202,3	7,1	283	9,5	201,6	6,3	177,9	11,3	218,2	13,3	265,7	16,2	176,5	10,3
Ostalo	367,7	1,5	31,3	1,1	44,4	1,5	43,6	1,4	393,0	24,9	355,1	21,3	306,8	18,6	319,4	18,6
UKUPNO	2539	100	2839.1	100	2972.7	100	3210.3	100	1576.5	100	1646.6	100	1641.9	100	1715.6	100

Izvor: Insurance Supervision Agency, Report on business performance of the insurance industry in 2012, Slovenia, 2013, str. 43. –
http://www.a-zn.si/Documents/Porocila/annual_report-2012.pdf

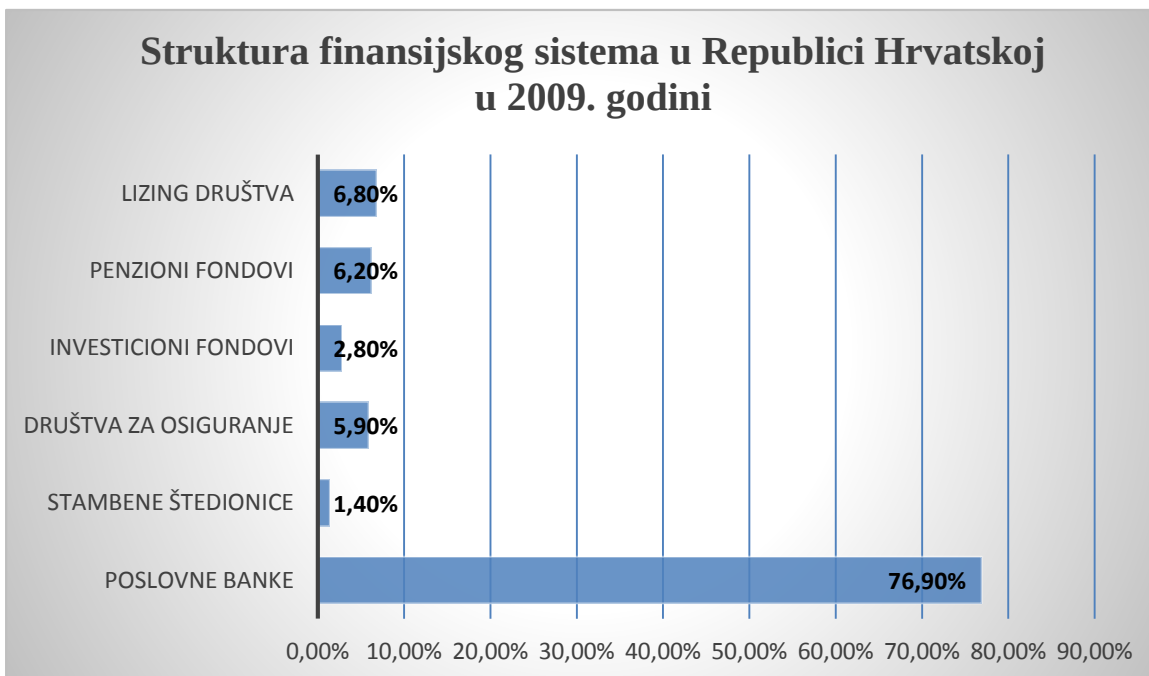
Iz tabele br. 12 se vidi da su tokom posmatranog perioda sredstva za pokriće tehničkih rezervi slovenačkih društava za osiguranje najviše bila investirana u **državne hartije od vrednosti** i hartije od vrednosti za koje je garant država (uprkos zabeleženom padu sa 37,1% u 2009. godini na 32,9% u 2012. godini). Na drugom mestu po visini ulaganja nalaze se druge **dužničke hartije od vrednosti** (sa vrlo uravnoteženim učešćem tokom tokom posmatranog perioda – od 26,7% u 2009. godini do 25,8% u 2012. godini). Zatim slede **hartije od vrednosti sa pravom učešća u dobiti** koje beleže rast sa 26,7% u 2009. godini na 31,5% u 2012. godini. **Depoziti** kod banaka maksimalno učešće beleže tokom 2011. godine od 9,5%, a onda kreće njihov pad na 6,3%. Učešće zajmova i nekretnina je zanemarljivo.

Sredstva za pokriće matematičkih rezervi slovenačkih društava za osiguranje su najviše bila investirana u **državne hartije od vrednosti** i hartije od vrednosti za koje je garant država, i njihovo učešće raste tokom posmatranog perioda od 27,6% u 2009. godini do 30,4% u 2012. godini. Zatim slede **ostale investicije** sa učešćem od 24,9% u 2009. godini do 18,6% u 2012. godini. **Dužničke hartije od vrednosti** beleže rast učešća tokom posmatranog perioda – od 17,8% u 2009. godini do 27,1% u 2012. godini. Zatim slede **hartije od vrednosti sa pravom učešća u dobiti** koje beleže pad sa 13,6% u 2009. godini na 9,3% u 2012. godini. **Depoziti** kod banaka imaju vrlo uravnoteženo učešće tokom tokom posmatranog perioda – od 11,3% u 2009. godini do 10,3% u 2012. godin. Učešće zajmova (oko 2%) i nekretnina (između 2-3%) je zanemarljivo.

2.2. Hrvatska

Društva za osiguranje u Republici Hrvatskoj su deo finansijskog sistema i predstavljaju važne finansijske institucije i institucionalne investitore. U delu životnog osiguranja ona su ugovorne štedne finansijske institucije koje pružaju stanovništu i privredi dugoročnu namensku štednju.

Važnost društava za osiguranje u finansijskom sastavu se prikazuje njihovim učešćem u aktivni svih finansijskih institucija, i udelom osiguranja u štednji sektora stanovništva kao sektora koji raspolaže viškovima finansijskih sredstava.



Izvor: Hrvatski ured za osiguranje, Ključne informacije o društvima za osiguranje u Republici Hrvatskoj, 2010, str. 10.

Iz priloženog grafikona br. 17 se vidi da je finansijski sistem Hrvatske bankocentričan jer ga karakteriše dominantna pozicija banaka sa 76,9% udela u ukupnoj aktivni svih finansijskih institucija. Društva za osiguranje imaju udeo od 5,9%, i uz obavezne penzione fondove predstavljaju najznačajnije institucionalne investitore u Hrvatskoj.

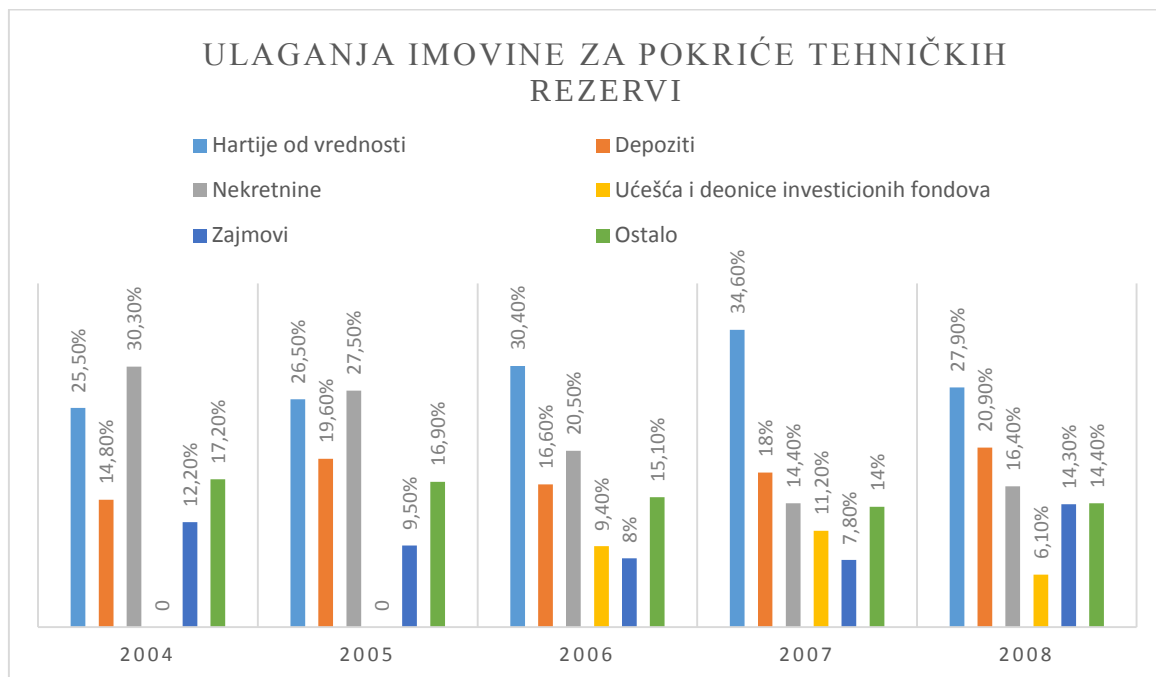
U strukturi štednje sektora stanovništva, kao drugom pokazatelju razvijenosti i zastupljenosti društava za osiguranje u finansijskom sastavu, društva za osiguranje koja sprovode životno osiguranje imaju učešće od 4%. Ta činjenica ukazuje na potrebu podsticanja i razvoja dugoročne dobrovoljne namenske štednje, jer osim osiguranja i dobrovoljnih penzionih fondova, ovakav oblik štednje gotovo i ne postoji. Ključnu ulogu bi u tom smislu mogla imati upravo društva za osiguranje.

Poslednjih deset godina, delatnost osiguranja u Hrvatskoj karakterišu dramatične promene koje idu u rasponu od perioda dinamičnog rasta, do stagnacije i pada koji je osetan poslednjih godina. Takođe, makro ekonomsko okruženje je turbulentno.²³⁴

Ulaganja su ključna stavka imovine društava za osiguranje u Hrvatskoj. Ulaganja ovih društava su konzervativna, i strogo su zakonski regulisana (posebno u delu životnog osiguranja). Na grafikonima koji slede prikazana je struktura investicionog portfelja delatnosti osiguranja u Hrvatskoj u periodu 2004-2008. godine

²³⁴ D. Jakovčević/M. Anđelinović, Prezentacija: Hrvatsko tržište osiguranja u poslednjm desetljeću - <http://www.aktuar.rs/X/9.pdf>

Grafikon br. 18: Ulaganja imovine za pokriće tehničkih rezervi društava za osiguranje u Hrvatskoj u periodu od 2004-2008. godine:



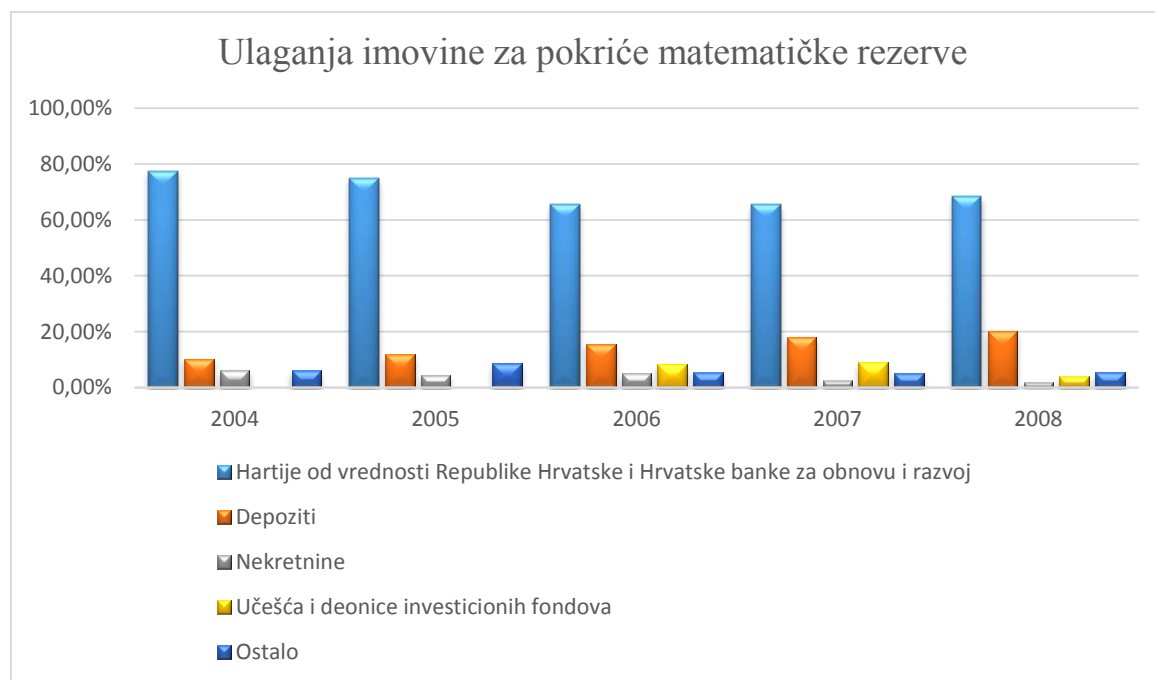
Izvor: V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori*, Računovodstvo, 5-6, Beograd, 2010, str. 65.

Početkom posmatranog perioda društva za osiguranje koja sprovode neživotna osiguranja u Hrvatskoj su u posmatranom periodu najviše ulagala u **nekretnine** (30,3% u 2004. godini i 27,5% u narednoj 2005. godini), a onda primat preuzimaju **hartije od vrednosti** (državne obveznice, municipalne i korporativne obveznice, akcije i ostale hartije od vrednosti). Udeo ovih ulaganja je u posmatranom periodu bio najviši u 2007. godini, kada je iznosio 34,6%, a onda je zabeležen njegov pad, te ista ulaganja u 2008. godini beleže učešće od 27,9%. **Depoziti** kod banaka u posmatranom periodu beleže rast, od 14,8% u 2004. godini do 20,9% u 2008. godini. Učešće **zajmova** u investicionom portfelju tokom posmatranog perioda varira, i beleži najmanji udeo od 7,8% u 2007. godini, da bi već naredne 2008. godine njihov udeo zabeležio maksimalni iznos od 14,3%. Isti trend variranja imaju i **ulaganja u učešća i deonice investicionih fondova**, koja beleže najveće učešće od 11,2% u 2007. godini, a već naredne 2008. godine to učešće opada na najniži nivo od 6,1%.

Iz grafikona br. 19 može se videti da društva za osiguranje koja sprovode životna osiguranja u Hrvatskoj su u posmatranom periodu najviše ulagala u **hartije od vrednosti Republike Hrvatske i Hrvatske banke za obnovu i razvoj** (državne obveznice, municipalne i korporativne obveznice, akcije i ostale hartije od vrednosti). Udeo ovih ulaganja je u posmatranom periodu bio najviši u 2004. godini, kada je iznosio 77,6%, a onda je zabeležen njegov pad, te ista ulaganja u 2008. godini beleže učešće od 68,4%. Na drugom mestu po visini učešća nalaze se **depoziti** kod banaka, koji u posmatranom periodu beleže stoprocentni rast, od 10,2% u 2004. godini do 20,2% u 2008. godini. Učešće **nekretnina** u investicionom portfelju tokom posmatranog perioda beleži pad od 6,2% u

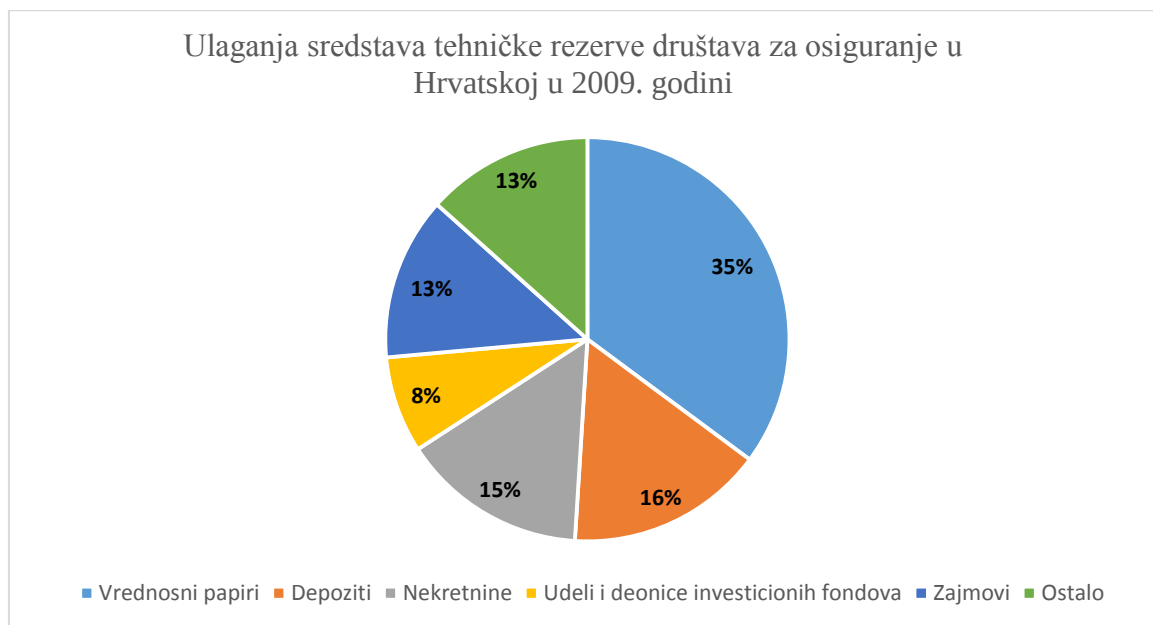
2004. godini do 2% u 2008. godini. Isti trend zabeležila su i **ulaganja u učešća i deonice investicionih fondova**, čije učešće sa 8,3% u 2006. godini opada na 3,9% u 2008. godini.

Grafikon br. 19: Ulaganja imovine za pokriće matematičkih rezervi društava za osiguranje u Hrvatskoj u periodu od 2004-2008. godine



Izvor: V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori*, op. cit., str. 65.

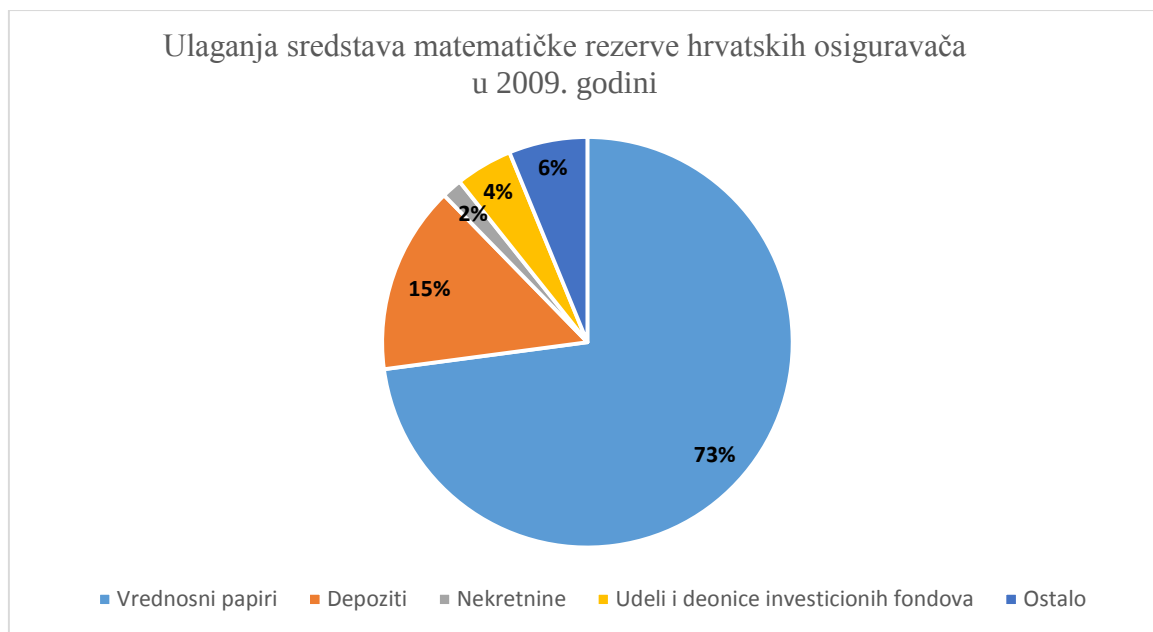
Na sledećom grafikonu br. 20 su prikazana ulaganja sredstava tehničke rezerve osiguravača Hrvatske u 2009. godini:



Izvor: Hrvatski ured za osiguranje, Ključne informacije o društvima za osiguranje u Republici Hrvatskoj, 2010, str. 13.

Vidi se da su društva za osiguranje najveći procenat – 35% - uložila u vrednosne papire (državne obveznice, municipalne i korporativne obveznice, akcije i ostale hartije od vrednosti). Zatim slede depoziti sa učešćem od 16%, nekretnine sa 15% učešća u ukupnom portfelju ulaganja hrvatskih osiguravača posmatrane godine, i zajmovi sa 13%.

Na sledećom grafikonu br. 21 slici su prikazana su ulaganja sredstava matematičke rezerve osiguravača Hrvatske u 2009. godini:



Izvor: Hrvatski ured za osiguranje, Ključne informacije o društvima za osiguranje u Republici Hrvatskoj, 2010, str. 13.

Društva za osiguranje veliki deo imovine ulažu u državne obveznice – čak 68% sredstava matematičke rezerve ulaže se u hartije od vrednosti koje izdaje Republika Hrvatska, zatim u municipalne i korporativne obveznice, deonice i ostale hartije od vrednosti.²³⁵ Značajan deo ulaganja čine i ulaganja u depozite kod banaka, a deo sredstava uložen je u nekretnine i zajmove. Ovakvom politikom ulaganja društva za osiguranje predstavljaju ključnog igrača na finansijskom tržištu Hrvatske koji snažno doprinosi razvoju čitave privrede, a zbog dugoročnosti finansijskih sredstava, društva za osiguranje značajno doprinose stabilnosti finansijskog sistema i tržišta.

U tabeli br. 13 dati su podaci o prinosima od investicija hrvatskih osiguravača u periodu 2007-2010. godine:

	2007	2008	2009	2010
Prinos od ulaganja tehničke rezerve	5,79%	2,73%	4,53%	6,05%
Prinos od ulaganja matematičke rezerve	6,43%	1,95%	5,79%	3,45%

Izvor: D. Jakovčević/M. Anđelinović, prezentacija: Hrvatsko tržište osiguranja u poslednjm desetljeću - <http://www.aktuar.rs/X/9.pdf>

Iz tabele se vidi da je prinos od investicija od ulaganja, kako tehničke tako i matematičke rezerve, приметно oscilirao tokom posmatranog perioda.

²³⁵ Hrvatski ured za osiguranje, Ključne informacije o društvima za osiguranje u Republici Hrvatskoj, op. cit., str. 13.

2.3. Srbija

U ukupnom finansijskom sektoru Srbije (koga čine banke, osiguranje, društva koja prodaju na lizing i društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima), osiguranje po bilansnoj sumi, kapitalu i broju zaposlenih zauzima drugo mesto. Finasijski sistem Srbije je bankocentričan (učešće banaka iznosi čak 92,6% a osiguranja samo 4,5%).²³⁶

Za blagovremenu isplatu štete, nije dovoljno samo formiranje adekvatnog nivoa tehničkih rezervi, već i njihovo ulaganje na način koji obezbeđuje izmirenje preuzetih obaveza u celini i u roku, kako u sadašnjosti tako i u budućnosti. Društvo je obavezno da sredstva plasira tako da vodi računa o prirodi rizika i granicama tolerancije rizika (kvalitativnim i kvantitativnim) primenom svojih strategija i politika za upravljanje rizicima plasmana.²³⁷

Transakcije finansijskog tržišta u Srbiji se ostvaruju putem Beogradske berze, gde u najčešće trgovane hartije od vrednosti spadaju akcije i obveznice. Iako je indeks BELEXline, opšti indeks Beogradske berze, zabeležio snažan pad tokom 2008. godine, osiguravajuća društva su ostvarila pozitivne investicione rezultate. Tokom 2008. godine investicioni rezultati osiguravajućih društava bili su čak bolji nego u 2007. godini. Razlog neuobičajenih investicionih rezultata za uslove finansijske krize jeste konzervativan pristup investiranju.²³⁸

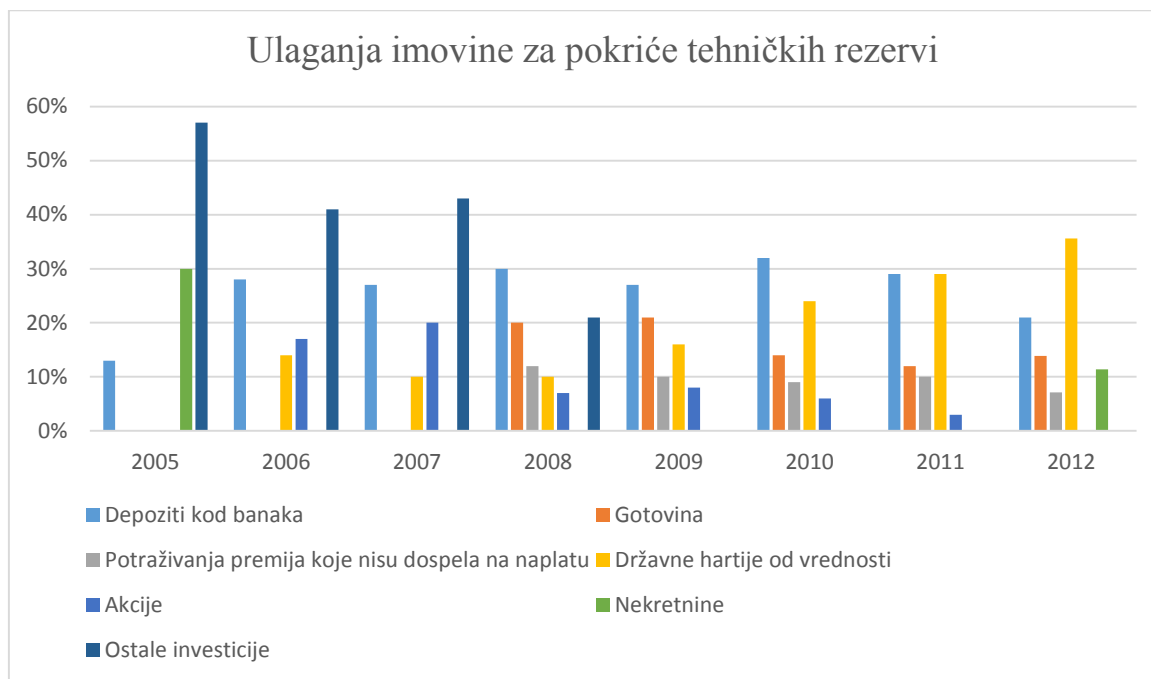
Na grafikonima koji slede prikazana je struktura investicionog portfelja osiguravača u Srbiji u periodu 2005-2012. godine.

²³⁶ Narodna banka Srbije, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2012. godinu, april 2013. godine, str.7. - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2012.pdf

²³⁷ Isto, str.15.

²³⁸ J. Ćirić/V. Njegomir, Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije, op. cit., str 121-137.

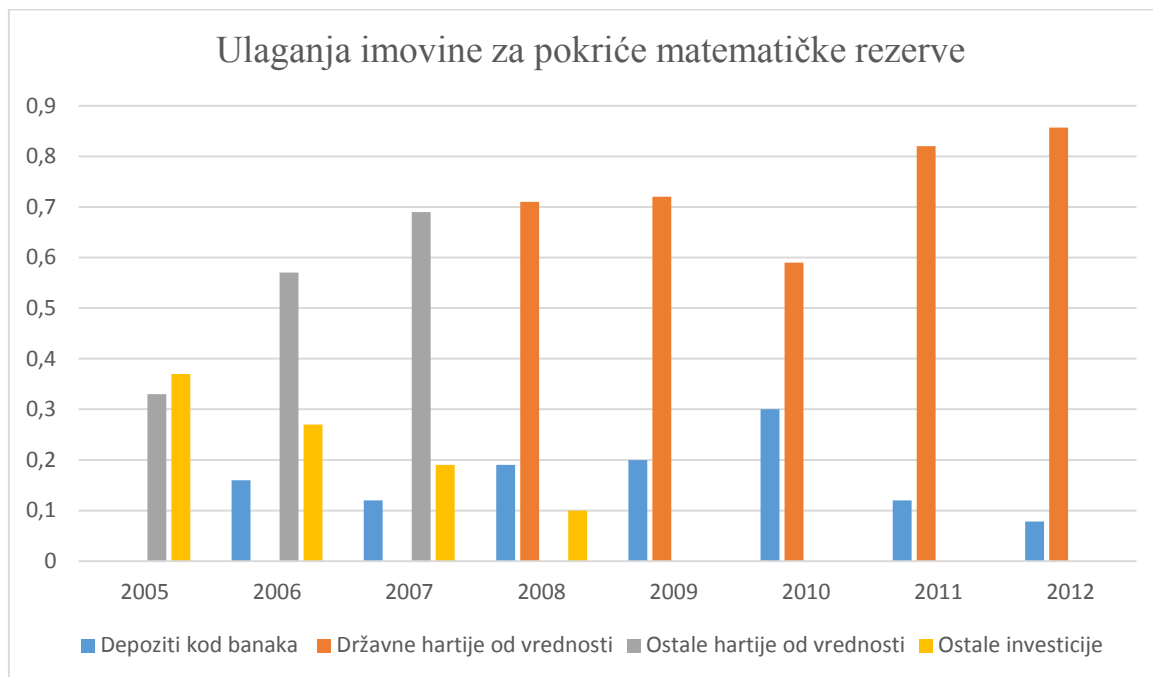
Grafikon br. 22 – Ulaganja imovine za pokriće tehničkih rezervi društava za osiguranje u Srbiji u periodu od 2005-2012. godine:



Izvor: V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori*, op. cit. str. 64, *Izveštaj za 2009. godinu, Narodna banka Srbije* - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2009.pdf, *Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2011. godinu, Narodna banka Srbije* - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2011.pdf, *Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2010. godinu, Narodna banka Srbije* - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2010.pdf, *Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2012. godinu, Narodna banka Srbije* - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2012.pdf

Od dostupnih podataka za posmatrani period, vidi se da najveći udeo u ulaganjima imovine za pokriće tehničkih rezervi imaju **depoziti kod banaka** (od 13% u 2005. godini do maksimalnih 30% u 2008. godini, nakon čega beleže pad i u 2012. godini se nalaze na nivou od 21%), i **državne hartije od vrednosti**, koje beleže veći rast počev od 2009. godine i maksimalni iznos beleže u 2012. godini od 35,6%. Udeo **nekretnina** je bio najveći u 2005. godini, i na njih je otpalo 30% svih ulaganja. Sledeći podatak u vezi sa nekretninama je dostupan tek za 2012. godinu (11,4%). Ulaganja u **akcije** beleže maksimalni udeo od 20% u 2007. godini, da bi nakon toga (a kao posledica finansijske krize koja je zahvatila ceo svet), to učešće beležilo pad sve do 3% u 2011. godini (nema dostupnih podataka za 2012. godinu). **Ostale investicije** su bile najviše zastupljene u portfelju osiguravača u 2005. godini (čak 57%), da bi tokom 2008. godine njihovo učešće bilo i više nego prepolovljeno i iznosilo je 21%. Od 2008. godine zabeleženi su podaci u vezi sa ulaganjima u **potraživanja premija koje nisu dospela na naplatu** – maksimalno učešće u 2008. godini od 12%. Učešće **gotovine** u posmatranom periodu opada sa 20% u 2008. godini do 13,9% u 2012. godini.

Grafikon br. 23 – Ulaganja imovine za pokriće matematičke rezerve društava za osiguranje u Srbiji u periodu od 2005-2012. godine:



Izvor: V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori*, op. cit., str. 64, Izveštaj za 2009. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2009.pdf, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2011. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2011.pdf, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2010. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2010.pdf, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2012. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2012.pdf

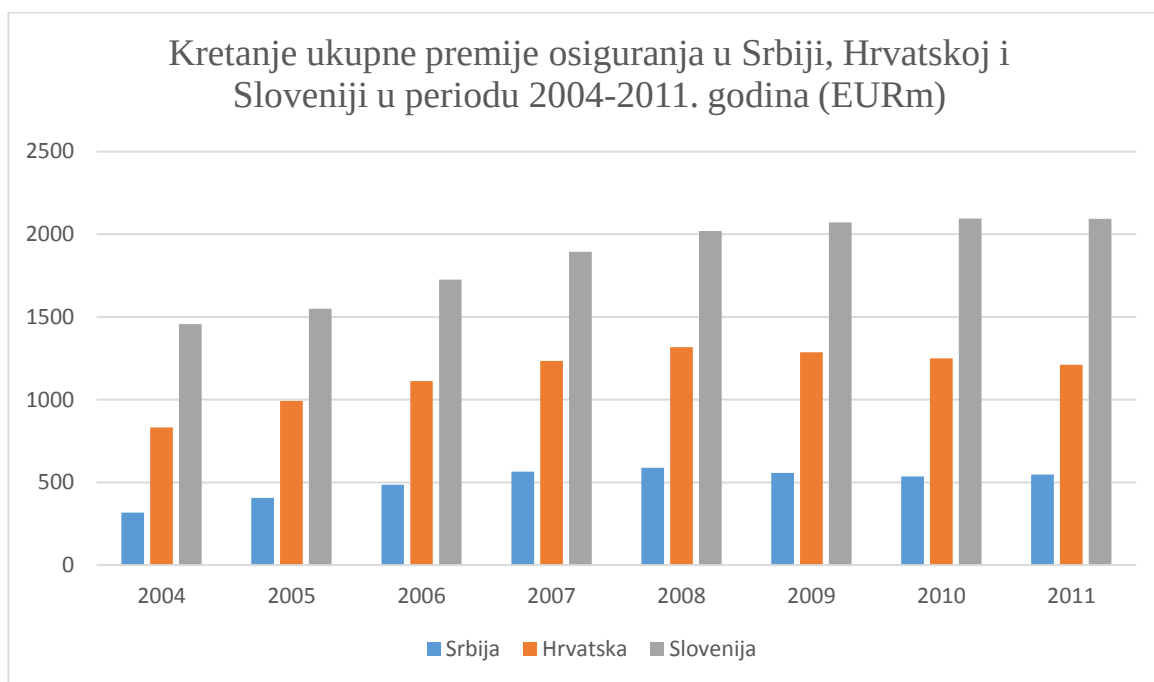
Iz grafikona se vidi da, početkom posmatranog perioda, primat u investicionom portfelju društava za osiguranje koja sprovode životna osiguranja su imale **ostale hartije od vrednosti**, sa maksimalnim učešćem od 69% u 2007. godini. Takođe, učešće **ostalih investicija** je bilo zapaženo, naročito tokom 2005. godine (37%), a onda kreće njihov pad i u 2008. godini beleže učešće od 10%. Nema dostupnih podataka za kasniji period. Može se primetiti da počev od 2009. godine, struktura portfelja životnih osiguravača u našoj zemlji poprima drugačiju sliku: **državne hartije od vrednosti** dominiraju sa učešćem koje vremenom raste i 2012. godine iznosi 85,7%. Jedini pad kod ove vrste ulaganja je zabeležen 2010. godine i to kao posledica dospeća naplate serije stare devizne štednje. **Depoziti** kod banaka, kao vrsta ulaganja, sa maksimalnim učešćem od 19% u 2008. godini, su počela da beleže pad i minimalni iznos je zabeležen u 2012. godini (7,8%).

Iako je raspoloživost podataka ograničena, jasno je da je struktura portfelja osiguravajućih društava u Srbiji neadekvantna u pogledu mogućnosti generisanja prinosa. Ova konstatacija važi posebno ako se ima u vidu da najveći deo dužničkih hartija od vrednosti predstavljaju obveznice po osnovu stare devizne štednje. Daljim razvojem finansijskog sistema, posebno finansijskih instrumenata, moguće je očekivati da će struktura investicionih portfelja domaćih osiguravajućih

društava biti više nalik onima u razvijenim zemljama, čime će i domaća osiguravajuća društva biti u mogućnosti da daju pun doprinos ekonomskom razvoju.²³⁹

2.4. Uporedna analiza tržišta osiguranja Srbije i zemalja u regionu (Slovenija i Hrvatska) sa osvrtom na investicione plasmane društava za osiguranje

Kako bi stekla kompletnija slika o tome gde se nalazi delatnost osiguranja Srbije u odnosu na zemlje u regionu (Sloveniju i Hrvatsku), potrebno je uporediti podatke vezane za osnovne pokazatelje razvijenosti tržišta osiguranja u pomenutim zemljama. U tu svrhu, poslužiće najpre podaci o visini premije u pomenutim zemljama. Njihov uporedni prikaz dat je u grafikonu br. 24:



Izvor: Kalkulacije autora na osnovu podataka Narodne banke Srbije, Hrvatske agencije za nadzor finansijskih usluga, Slovenskog zavarovalnog združenja i <http://www.oanda.com/currency/converter>

Tokom posmatranog perioda može se videti da samo Slovenija sve vreme beleži rast ukupne premije osiguranja (od EUR 1.456,8miliona u 2004. godini do EUR 2.092,3miliona u 2011. godini). To nije slučaj sa Srbijom i Hrvatskom čije su maksimalne ukupne premije tokom posmatranog perioda zabeležene u 2008. godini, nakon čeka sledi njen pad. U delatnosti osiguranja, po prognozama, **Slovenija** će u narednom periodu biti lider u regionu.²⁴⁰

²³⁹ J. Ćirić/ V. Njegomir, Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije, *op. cit.*, str 121-137.

²⁴⁰ Lj. Jeremić/M. Paunović, Komparativna analiza tržišta osiguranja u Evropskoj uniji, Srbiji i državama u regionu, *Singidunum revija*, Vol.8/No.1, Univerzitet Singidunum -<http://www.singipedia.com/content/2390-Komparativna-analiza-tr%C5%BEi%C5%A1ta-osiguranja-u-Evropskoj-uniji-Srbiji-i-dr%C5%BEavama-u-regionu>

Delatnost osiguranja u Srbiji je počela da beleži konstantan rast ukupne premije ostvaren tokom perioda od 2004. do 2008. godine. Razlozi tome leže u činjenici da su se opšti ekonomski uslovi poboljšali, i da se poverenje javnosti u instituciju osiguranja delimično povratilo. Međutim, relativni rast premija je opao tokom 2008. godine prvenstveno zbog značajnog usporavanja rasta premija neživotnih osiguranja. Iako je trend rasta premija životnih osiguranja gotovo prepolovljen, rast premija neživotnih osiguranja je gotovo petostruko smanjen tokom finansijske krize. Navedeni trend, praćen porastom troškova i šteta, rezultirao je negativnim rezultatom iz poslovnih aktivnosti društava za osiguranje. Međutim, značajniji uticaj finansijske krize na ovaj rezultat je izbegnut zahvaljujući strukturi rizika koji su prihvatani u osiguravajuće pokriće. Naime, najveće učešće u bruto pripisanoj premiji imalo je osiguranje od autoodgovornosti, dok je učešće “krizno osetljivih” vrsta osiguranja, kao što su osiguranje kredita, opšte odgovornosti i profesionalne odgovornosti, u bruto pripisanoj premiji bilo manje od 2%.²⁴¹

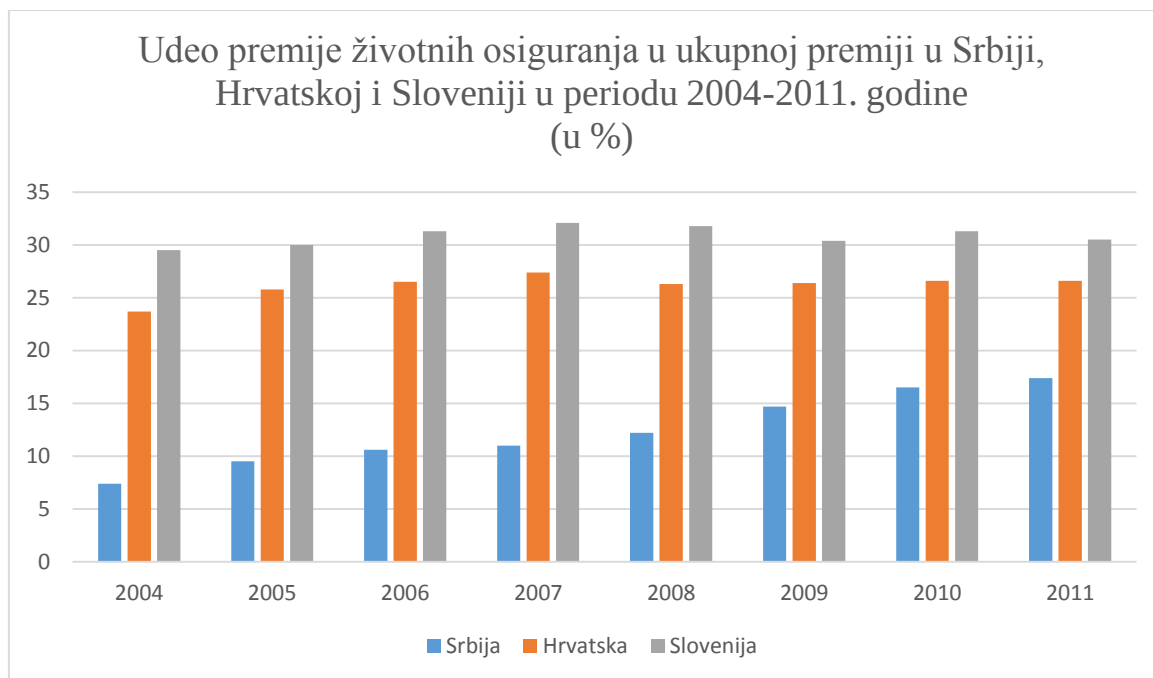
U odnosu na odabrane zemlje u regionu primećuje se da Srbija, iako sa najvećim brojem stanovnika u poređenju sa navedenim zemljama, ima najmanji iznos premije tokom posmatranog perioda. U 2010. godini Srbija je imala ubedljivo najmanji iznos ostvarene premije osiguranja odnosu na bivše jugoslovenske republike, i to pokazuju podaci Centra za unapređenje osiguranja u Beogradu.²⁴² Srbija je u posmatranom periodu po ostvarenoj premiji, daleko iza Hrvatske koja je sa dosta manje stanovnika (4,4 miliona stanovnika) beleži i dvostruko veću premiju (npr. u 2010. godini EUR 1.250miliona a Srbija EUR 536miliona iste godine), dok je Slovenija lider u regionu sa ostvarenom premijom od EUR 2.094,3miliona tokom 2010. godine.

Na sledećem grafikonu br. 25 se može pratiti učešće premije životnih osiguranja u ukupno ostvarenoj premiji tokom perioda 2004-2011. godine u Srbiji i zemljama u regionu (Hrvatskoj i Sloveniji).

Učešće premije životnih osiguranja u ukupno ostvarenoj premiji u Srbijim od maksimalnih 17,4% u 2011. godini tokom posmatranog perioda, je pokazatelj nerazvijenosti domicilnog tržišta osiguranja u poređenju sa slovenačkih 30,5% i hrvatskih 26,6 % (podaci za 2011. godinu).

²⁴¹ J. Ćirić/V. Njegomir, *op. cit.*, str. 124-125.

²⁴² <http://www.glas-javnosti.rs/node/129250/print>



Izvor: J. Kočović, prezentacija: Trendovi razvoja tržišta osiguranja u Srbiji i zemljama u okruženju, op. cit.

To daleko nepovoljnije stanje, ukazuje na loš standard stanovništva, kao i da se zaključuju, u najvećem procentu, ona osiguranja koja su zakonom propisana kao obavezna, proizlazi iz podataka Centra za unapređenje osiguranja u Beogradu.²⁴³ Slovenija ima obim premije osiguranja života od preko EUR 480miliona, u poređenju sa nešto više od EUR 90miliona premije osiguranja života u Srbiji, navedeno je u analizi.

Kao najznačajniji pokazatelji stepena razvijenosti tržišta osiguranja jedne zemlje navode se:

- učešće bruto premije u BDP-u, i
- bruto premija po stanovniku.

Prvi pokazatelj (učešće bruto premije u BDP-u) se naziva **penetracija osiguranja**, dok se drugi pokazatelj (bruto premija po stanovniku) naziva **gustina osiguranja** i ujedno je pokazatelj platežno sposobne tražnje. Da bi se još bliže sagledala pozicija Srbije u odnosu na odabrane zemlje u regionu, u tabeli 14 dat je pregled penetracije i gustine osiguranja u periodu 2008-2011. godina:

²⁴³ <http://www.glas-javnosti.rs/node/129250/print>

Tabela 14: Penetracija i gustina osiguranja u Srbiji i odabranim zemljama u regionu u periodu 2004-2011. godine

	<i>Učešće premije osiguranja u BDP-u (%)</i>			<i>Ukupna premija osiguranja per capita (EUR)</i>		
	Srbija	Hrvatska	Slovenija	Srbija	Hrvatska	Slovenija
2004	1,4	3,2	5,6	38	178	677
2005	2,1	3,2	5,7	55	229	825
2006	1,8	3,3	5,8	65	234	822
2007	1,8	3,3	5,7	77	252	879
2008	1,9	2,8	5,4	80	311	1031
2009	1,8	2,8	5,9	76	279	986
2010	1,8	2,7	5,9	73	288	1030
2011	1,8	2,5	5,8	74	272	1018

Izvor: Kalkulacija autora, Narodna banka Srbije-www.nbs.rs, Hrvatski ured za osiguranje- www.huo.hr, Agencija za zavarovalni nadzor -www.a-zn.si

Prema učešću premije osiguranja u bruto domaćem proizvodu u visini od 1,8%, Srbija zauzima 64. mesto u svetu, kako na početku, tako i na kraju posmatranog perioda, dok je prosečno učešće za zemlje EU 8,40%. S obzirom na isti pokazatelj, Slovenija je u 2010. godini bila rangirana na 25.mestu²⁴⁴, beležeći poboljšanje u odnosu na 2004. godinu (kada je bila na 29. mestu), dok je pozicija Hrvatske pogoršana sa 43. mesta (u 2004. godini) na 51. mesto (u 2010. godini).

U Sloveniji je ukupna premija osiguranja po stanovniku u posmatranom periodu porasla sa EUR 667 na EUR 1.018. Navedeni pokazatelj u Hrvatskoj je iznosio EUR 178 u 2004 godini, dok u 2011. godni on iznosi EUR 227. Ukupna premija osiguranja po stanovniku u Srbiji je gotovo udvostručena u posmatranom periodu (sa EUR 38 na EUR 74 evra). Ostvaren je pomak naše zemlje u svetskim razmerama (gde Srbija zauzima 70. mesto prema ukupnoj premiji po stanovniku), ali je u poredenju sa Hrvatskom i Slovenijom, i dalje relativno mali.

U narednoj tabeli su prikazane stope prinosa na investicije osiguravajućih društava u Srbiji i odabranim zemljama u regionu u periodu 2004-2008. godine:

Tabela 15: Kretanje prinosa na investicije osiguravajućih društava u Srbiji i odabranim zemljama u regionu u periodu 2004-2008.

	2004	2005	2006	2007	2008
Srbija	n/a	5,06%	2.84%	3.20%	10.65%
Slovenija	6.52%	4.72%	3.93%	5.81%	0.63%
Hrvatska	4.90%	3.90%	4.50%	5.70%	1.88%

Izvor: V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori*, op. cit. str. 59.

²⁴⁴ J. Kočović, *Intrenet prezentacija: Trendovi razvoja tržišta osiguranja u Srbiji i zemljama u okruženju*, op. cit.

Iz tabele se vidi da su osiguravajuća društva u posmatranom periodu ostvarila pozitivne prinose na investicije. Bez obzira na rastući značaj osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora, u Srbiji i zemljama u regionu taj značaj je još uvek zanemarljiv.

Iz gorenavedenog može se zaključiti da se, za razliku od zemalja Evropske unije, u Srbiji i zemljama u regionu situacija u delatnosti osiguranja bitno razlikuje. Zemlje u regionu nalaze se znatno ispod proseka premija EU beležeći i po nekoliko puta manje ukupne godišnje premije. Uprkos ostvarenom napretku, u odnosu na zemlje u regionu (posmatrane Hrvatsku i Sloveniju), delatnost osiguranja u Srbiji je još uvek nedovoljno razvijena budući da se po svim bitnim pokazateljima nalazi znatno ispod proseka razvijenosti ostvarenih u zemljama u regionu.

VII. EKONOMSKI EFEKTI ULAGANJA SREDSTAVA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE ZA PRIVREDU ZEMLJE

Delatnost osiguranja promoviše ekonomski rast i strukturni razvoj privrede na sledeći način²⁴⁵:

- pružajući usluge osiguranja direktno privrednim društvima, poboljšava njihovu finansijsku situaciju;
- jača preduzetnički duh tako što podstiče investicije, inovacije, tržišnu dinamiku i konkurenciju;
- nudi socijalnu zaštitu građanima (pored one koju nudi država), smanjujući time pritisak na javne finansije;
- unapređujući finansijsko posredovanje, delatnost osiguranja kreira likvidnost i mobiliše štednju. Kao glavni institucionalni investitori, osiguravači sakupljaju razučene finansijske resurse, kanališu ih kroz investicione aktivnosti, i tako olakšavaju privrednim društvima pristup kapitalu;
- delatnost osiguranja promoviše upravljanje rizikom, doprinosi održivom i odgovornom razvoju;
- neguje stabilnu potrošnju tokom čovekovog života.

Odsustvo adekvatnog osiguranja može bitno da oteža poslovanje malih privrednih društava. Limitiran pristup kapitalu i otežan pristup tržištu kapitala čine ovakve firme „ranjivim“ na štetne događaje iz okruženja. U odsustvu osiguranja, velika količina novca bi bila potrebna privrednim društvima da bi se zaštitila od rizika.

Društva za osiguranje su dugoročni investitori koji doprinose stabilizaciji finansijskih tržišta obezbeđujući likvidnost u kritičnim vremenima kada drugi izvori presuše. Kao takva, ona deluju kao snažna kontra-ciklična snaga i pružaju socijalne beneficije koje generišu njihove investicije, pored dugoročnih investicionih dobitaka.²⁴⁶

Zemlje sa bolje razvijenim finansijskim sistemom uživaju brži i stabilniji dugoročni razvoj. Dobro razvijena finansijska tržišta imaju značajan pozitivan uticaj na produktivnost što se po prirodi prenosi i na viši stepen dugoročnog razvoja. Finansiranje i investiranje preko finansijskog tržišta utiče na povećanje stope privrednog rasta (rast društvenog proizvoda i nacionalnog dohotka), podiže nivo produktivnosti privrede, povećava proizvodnu efikasnost i nivo životnog standarda, podstiče tehničko-tehnološki razvoj, kao i uključivanje nacionalne ekonomije u međunarodnu podelu rada.²⁴⁷

²⁴⁵ CEA, The Contribution of the Insurance Sector to Economic Growth and Employment in the EU, op. cit. str. 8.

²⁴⁶ The Geneva Association, Risk and Insurance Economics -The Social and Economic Value of Insurance, Septembar 2012, str. 22. - <https://www.genevaassociation.org/media/99535/ga2012-the-social-and-economic-value-of-insurance.pdf>

²⁴⁷ J. Labudović, Uloga i značaj kompanija za osiguranje života kao institucionalnih investitora na finansijskom tržištu, *Evropska revija za pravo osiguranja*, br. 4/2007, Udruženje za pravo osiguranja Srbije, str. 30. - <http://www.erevija.org/articl.php?id=69>

Delatnost osiguranja ima sve veći udeo u agregatnom finansijskom sektoru. U skoro svim razvijenim zemljama i zemljama u razvoju delatnost osiguranja ima sve veći uticaj i značaj.²⁴⁸

Baš kao što osiguranje obezbeđuje pojedincima veći mir (zbog podele rizika sa osiguravačima), ono takođe olakšava poslovanje privrednih društava, čineći ga predvidljivijim, i time olakšava korporativno planiranje. I slično uticaju koje ima na socijalno ponašanje, osiguranje promoviše mere za upravljanje rizicima kroz korporativno udruživanje i transparentnost cena.²⁴⁹

Osiguranje daje najveći doprinos i podstrek ekonomskom rastu i razvoju. Doprinos delatnosti osiguranja se ogleda kroz olakšavanje ekonomskih transakcija omogućavajući distribuciju rizika i obeštećenja. Ono podstiče upravljanje rizikom i promociju bezbednih praksi, promoviše finansijsku stabilnost pružajući dugoročne investicije privredi. Takođe, podstiče stabilnu i održivu štednju i obezbeđivanje penzije.²⁵⁰

Između veličine tržišta osiguranja jedne zemlje i njenog ekonomskog rasta postoji dugoročna i kružna veza, naročito u delu životnog osiguranja u razvijenim zemljama. Ova činjenica sugerise ne samo da se **rast delatnosti osiguranja u zemljama u razvoju može očekivati kako se razvijaju i njihove ekonomije, već i da bi trebalo aktivno podržavati uvećanje tržišta osiguranja i dostupnost osiguranja u cilju podsticanja ekonomskog rasta.** Postoje empirijske studije koje su potvrdile pozitivnu korelaciju između razvoja osiguranja i ekonomskog rasta. Društva za osiguranje koja sprovode neživotno osiguranje daju doprinos ekonomskom rastu zemlje, bez obzira na stepen njene razvijenosti. Društva za osiguranje koja sprovode životno osiguranje daju suštinski doprinos ekonomskom rastu u bogatijim zemljama, dok u slabije razvijenim zemljama životno osiguranje predstavlja manji deo ukupnog tržišta osiguranja.²⁵¹

Odnos investicionog portfolia i BDP predstavlja indikator važnosti osiguranja u ekonomiji države o kojoj je reč, i pruža način za upoređivanje stepena razvoja ekonomije različitih država i kroz različite godine.²⁵²

Koliko je delatnost osiguranja značajna kao institucionalni investitor govori podatak da u Evropskoj uniji ona predstavlja najveću investicionu grupu koja je u 2012. godini investirala skoro EUR 8.400mlrd u ekonomiju, što predstavlja 58% ukupnog bruto društvenog proizvoda EU. To je ujedno blagi porast u odnosu na nivo od 55% u 2011. godini. To znači da je u 2012. godini portfelj osiguravača imao superiorne performanse u odnosu na rast BDP-a u većini evropskih zemalja..²⁵³

²⁴⁸ V. Jovanović, Teorijski i empirijski aspekti uticaja osiguranja na ekonomski razvoj-

http://www.pepogledi.org/Arhiva/2011_02/05%20Vladimir%20Jovanovic%20-%20Teorijski%20i%20empirijski%20aspekti%20uticaja%20osiguranja%20na%20ekonomski%20razvoj%20_%20c%20lanak.pdf

²⁴⁹ The Geneva Association, Risk and Insurance Economics -*The Social and Economic Value of Insurance*, op. cit. str. 15.

²⁵⁰ Insurance Europe, European Insurance – Key Facts, August 2013-

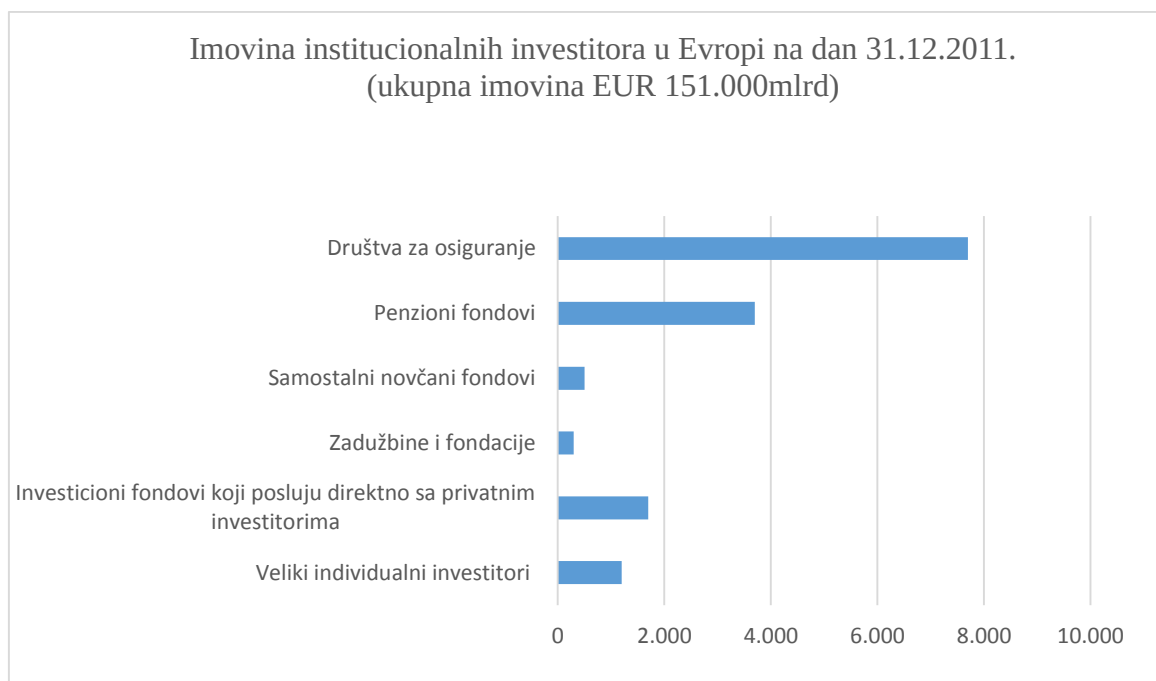
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/final-key-facts-2013.pdf>

²⁵¹ The Geneva Association, Risk and Insurance Economics -*The Social and Economic Value of Insurance*, op. cit. str. 15.

²⁵² Lj. Jeremić, Analiza tržišta osiguranja Evropske unije, *Singidunum revija*, Vol.7/No.1, Univerzitet Singidunum, str. 29. - <http://www.singipedia.com/content/609-Analiza-trita-osiguranja-Evropske-Unije>

²⁵³ European Insurance-Key facts, August 2013, op. cit.

Iz podataka datih u grafikonu br. 26 na dan 31.12.2011. godine može se videti da su **društva za osiguranje** najveći institucionalni investitori sa EUR 7.700mlrd, odnosno 51% ukupne imovine institucionalnih investitora u Evropi. Zatim slede **penzioni fondovi** sa EUR 3.700mlrd i učešćem od 24% u u kupnoj imovini institucionalnih investitora, a na trećem mestu se nalaze **samostalni novčani fondovi** (EUR 500mlrd ili 4%). **Zadužbine i fondacije** imaju učešće od 2% (EUR 300mlrd), a **investicioni fondovi** koji posluju direktno sa privatnim investitorima učestvuju u ukupnoj imovini institucionalnih investitora sa 11% (EUR 1.700mlrd). Veliki **individualni investitori** poseduju imovinu vrednu EUR 1.200mlrd sa učešćem od 8% u ukupnoj imovini institucionalnih investitora Evrope.²⁵⁴



Izvor: Insurance Europe, European Insurance – Key Facts, August 2013, str. 18-
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/final-key-facts-2013.pdf>

Da se zaključiti da društva za osiguranje, zajedno sa penzionim fondovima, predstavljaju najveće institucionalne investitore u akcije, obveznice i hipotekarna tržišta, čime je njihov uticaj na ekonomski razvoj postao integralan. Imajući u vidu pomeranja u starosnoj strukturi stanovništva, produblјivanje razlike u prihodima i opšti globalizacioni trend, za očekivati je i nastavak uticaja u budućnosti.

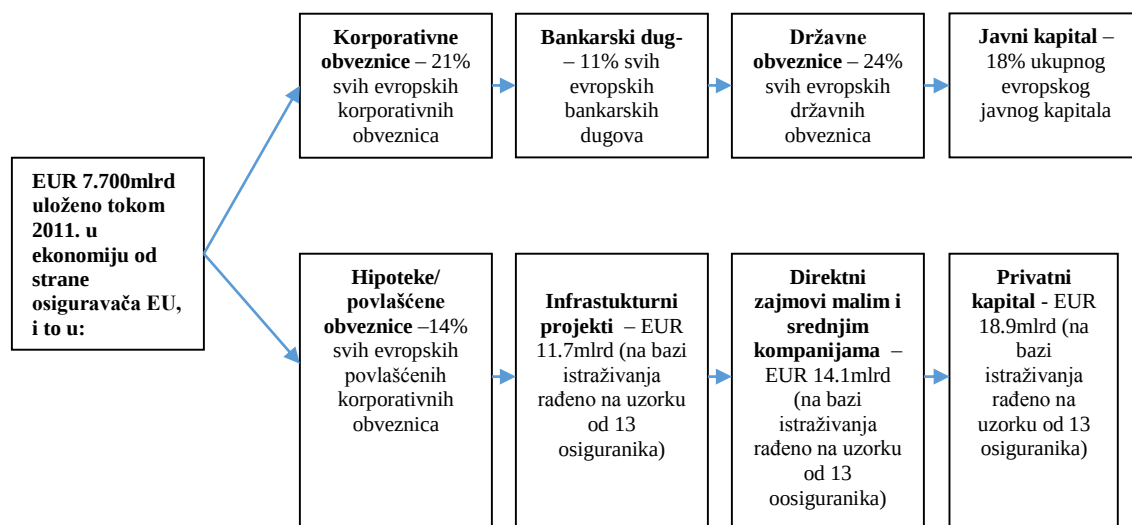
Društva za osiguranje najčešće obezbeđuju dugoročno finansiranje preko tržišta kapitala, što podrazumeva **značajna ulaganja u državne i korporativne obveznice** (čak oko 60% ukupnih ulaganja), **povlašćene obveznice i akcije**. Zahvaljujući ovakvim investicijama osiguravači imaju značajnu ulogu u obezbeđivanju dugoročnih sredstava za potrebe države i privrede. Značajna je

²⁵⁴ Prema godišnjem statističkom izveštaju OECD-a banke se ne svrstavaju u institucionalne investitore. U grupu institucionalnih investitora ubrajaju se društva za osiguranje, penzioni fondovi i investicioni fondovi poput samostalnih novčanih fondova (Insurance Europe, European Insurance – Key Facts, August 2013, op. cit., str. 18).

činjenica da osiguravači ulažu 18% svojih ulaganja u javni sektor, koji predstavlja suštinski izvor korporativnog finansiranja putem tržišta kapitala i koji imaju važnu ulogu u društvu koju nije lako zameniti.²⁵⁵

Takođe, osiguravači finansiraju privredu putem sekjuritizacije²⁵⁶, zatim putem direktnih pozajmica malim i srednjim kompanijama, investiranjem u infrastrukturu, kroz davanje hipotekarnih kredita i ulaganja u nekretnine, privatni kapital²⁵⁷ i rizičan (špekulativni) kapital (npr. investicija u potuno novu kompaniju sa odličnim izgledima na rast, ali bez pristupa tržištu kapitala).²⁵⁸

Slika 1: Investicije evropskih osiguravača u ekonomiju



Izvor: Insurance Europe, *European Insurance – Key Facts*, August 2013, str. 24-
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/final-key-facts-2013.pdf>

Privredni subjekti i pojedinci koji koriste sredstva društava za osiguranje su u prednosti, jer će troškovi njihovog finansiranja biti niži nego u slučaju da su ista sredstva obezbedili kod banaka ili alternativnih izvora. Akumulirani fondovi u osiguranju koriste se i za davanje hipotekarnih stambenih kredita. Postoji dovoljno obezbeđenje i garancija da će pozajmilac vratiti sredstva i zato je kreditni rizik dotičnog pozajmioca niži nego inače.

²⁵⁵ Insurance Institue/Oliver Wyman, *op. cit.*, str. 26.

²⁵⁶ Sekjuritizacija je proces izdavanja novih prenosivih hartija koje imaju obezbeđenje u drugoj imovini (kao što su zajmovi, hipotekarni krediti, dug na kreditnoj kartici, ili druga imovina). Osiguravači ulažu u najmanje rizične tranše ove imovine, jer im takva ulaganja omogućavaju dodatni prihod bez dodatnog rizika koji nosi njihov portofolio. (Insurance Institue/Oliver Wyman, *op. cit.*, str. 25.)

²⁵⁷ Privatni kapital je vrsta imovine koja se sastoji od akcija u operativne kompanije koje nisu listirane na berzi. Ova vrsta ulaganja podržava projekte sa nesigurnim i dugoročnim povraćajem, kao što su istraživanja i razvoj proizvoda. Način na koji su ulaganja u privatni kapital sada tretirana projektom Solvency II mogao bi da smanji atraktivnost ulaganja u iste. (Isto, str. 26.)

²⁵⁸ Isto, str. 26.

Osiguravači takođe podržavaju inovacije kroz ulaganja u privatni kapital i direktno kreditiranje malih i srednjih kompanija. Takođe, osiguravači finansiraju velike javne projekte lokalnih samouprava ulaganjem u infrastrukturu. Obezbeđivanje dugoročnih sredstava je jako važno za privredu, jer omogućava privredi i vladi da se uključe u velike projekte za koje je potrebno mnogo godina da se završe i da postanu profitabilni. Bez dugoročno obezbeđenih sredstava mnogi projekti ovog tipa ne bi bili uspešno okončani.²⁵⁹

Kao što je već već rečeno, društva za osiguranje predstavljaju najveće institucionalne investitore u Evropi, sa EUR 8.400mlrd investicija, od čega se 64% predstavljaju državne ili visoko kotirane korporativne obveznice a 15% su akcije.²⁶⁰ Na investicionu strategiju društava za osiguranje utiču:

- vrsta preuzetih obaveza (njihovo trajanje i predvidivost),
- odnos rizik/povraćaj dostupnih finansijskih sredstava, i
- okvirni uslovi kreirani od strane zakonodavca kao što su pravni propisi i poreska politika.²⁶¹

Društva za osiguranje predstavljaju idealan izvor dugoročnog finansiranja za koji političari veruju da će stimulisati obnovu ekonomskog rasta Evrope. Stalni priliv premije, čak i u periodima tržišne krize, omogućava društvima za osiguranje da budu izvor likvidnosti i da kupuju imovinu čija je vrednost potcenjena u vreme tržišne krize kada mnogi tržišni igrači prodaju. Upravo zato, društva za osiguranje imaju značajnu kontra- cikličnu ulogu u periodima tržišnog stresa, i stabilizirajući efekat na finansijsko tržište jedne ekonomije.²⁶²

Efekti ulaganja sredstava društava za osiguranje su primetni u zemljama u razvoju, gde sredstva osiguranja života daju osnovu za ulaganja u dugoročne projekte, kao što su infrastrukturni projekti. Društva za osiguranje koja sprovode životno osiguranje podstiču ekonomski razvoj jedne zemlje na različite načine. Naime, ona podstiču investicije i inovacije. Kao institucionalni investitori, društva za osiguranje koja sprovode životno osiguranje doprinose modernizaciji finansijskih tržišta i olakšavaju kompanijama pristup kapitalu, ubrzavaju ekonomski razvoj, poboljšavaju životni standard i povećavaju potrošnju, a potrošnja je jedan od glavnih pokretača privrednog rasta. Država može, u određenoj meri, da određuje pravac investiranja njihovih sredstava. Na taj način moguće je:

- povećati dubinu tržišta kapitala kroz ulaganje u male i srednje kompanije koje još nisu listirane na berzi,
- destimulisati ulaganje u nekretnine,
- podsticati ulaganje u državne hartije od vrednosti i projekte odobrene od strane vlade,
- dati prednost ulaganju u domaću ekonomiju.²⁶³

Sredstva društava za osiguranje koja sporovode životno osiguranje se investiraju u izgradnju tržnih centara, bolnica, stanova, kuća, domova zdravlja, zatim u istraživanja u medicini, fabrike, nove mašine i opremu. Ovakve investicije su značajne za socijalni i ekonomski razvoj jedne zemlje,

²⁵⁹ V. Jovanović, Teorijski i empirijski aspekti uticaja osiguranja na ekonomski razvoj, op. cit.

²⁶⁰ Podaci na dan 31.12.2012. (Insurance Europe/Oliver Wyman, op. cit., str. 4.)

²⁶¹ Isto, str. 13.

²⁶² Isto, str. 27.

²⁶³ J. Labudović, Uloga i značaj kompanija za osiguranje života kao institucionalnih investitora na finansijskom tržištu, op. cit., str. 35.

čime se uvećava njeno društveno blagostanje. Takođe, ovakva vrsta investiranja pomaže rast kapitalnih dobara i u funkciji je promovisanja ekonomskog rasta i pune zaposlenosti.

Osiguravači predstavljaju značajnog poslodavca koji, što direktno što indirektno, upošljava ogroman broj ljudi. Zaposlenje mogu naći ljudi različitih zanimanja - od onih koji se bave ljudskim resursima, preko stručnjaka za odnose s javnošću do finansijskih analitičara. Pojedini poslovi, kao npr. poslovi aktuara, osiguravača i obrađivača zahteva osiguranika su specifični samo za delatnost osiguranja. Podaci pokazuju da je krajem 2102. godine u Evropi poslovalo 5.300 društava za osiguranje, koja su direktno upošljavala 930.000 ljudi, dok je oko milion ljudi indirektno zaposleno u delatnosti osiguranja. U SAD-u je delatnost osiguranja jedan od glavnih poslodavaca koji upošljava oko 2,3 miliona ljudi.²⁶⁴

Zanimljivo je naglasiti da, u odnosu na društva za osiguranje, banke imaju drugačiju ali komplementarnu ulogu. Nova bankarska pravila nateraće banke da smanje rizik povezan sa dospelošću i likvidnošću, i time će se stvoriti finansijski jaz od najmanje EUR 4000-5000mlrd između 2012-2016. godine. Upravo zato, uloga društava za osiguranje kao dugoročnih finansijera evropske privrede će još više dobiti na značaju.²⁶⁵

1. Uticaj Solvency II na delatnost osiguranja i politiku investiranja osiguravača

Iako su društva za osiguranje bila posmatrači za vreme finansijske krize (sa izuzetkom osiguravača AIG iz SAD-a čiji su problemi bili izazvani aktivnostima koje nisu bile vezane za delatnost osiguranja), ipak moraju da usvoje brojne zakonske izmene u post-kriznom periodu. Neke od tih izmena, kao što je zakonski okvir Solvency II, imaju direktnog uticaja na društva za osiguranje.

Na slici br. 2 prikazane su zakonske promene koje mogu imati veliki uticaj na delatnost osiguranja. To su:

- **računovodstvo** (standardi: IAS- Međunarodni računovodstveni standardi i IFRS- Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja);
- **pravni propisi** (zakonski okvir Solvency II, direktive EU u vezi sa visinom kapitala potrebnog za poslovanje društava za osiguranje, predlozi Odbora za finansijsku stabilnost u vezi sa „bankarstvom iz senke“ (eng. shadow banking), evropska regulacija tržišne infrastrukture i drugi propisi);
- **poreska politika** (predlog poreza na finansijske transakcije i poreski podsticaji);
- **ostalo** (monetarna politika, zahtevi za korporativnim upravljanjem, EU propisi o agencijama za kreditno rangiranje, zakon o hartijama od vrednosti ...).²⁶⁶

²⁶⁴ Insurance Information Institute, How Insurance Supports the Economy, 2014, str. 4. - http://www2.iii.org/assets/docs/pdf/A_Firm_Foundation_2014.pdf

²⁶⁵ Insurance Europe/Oliver Wyman, op. cit. str. 4.

²⁶⁶ Isto, str. 32.

ZAKONSKE PROMENE KOJE UTIČU NA DELATNOST OSIGURANJA



Izvor: Insurance Europe/Oliver Wyman, *Funding the future*, June 2013, str. 32-
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/funding-the-future.pdf>

Osiguravači EU nastavljaju da podržavaju **originalne ciljeve** zakonskog okvira Solvency II, a to su:

- obezbeđenje zaštite osiguranika,
- ohrabriti transparentnost i visoke standarde upravljanja rizikom,
- uskladiti zakonodovstva, i
- podržati jaku i efikasnu delatnost osiguranja EU.²⁶⁷

Originalni ciljevi zakonskog okvira Solvency II imali su za cilj stvaranje usklađenog, na riziku zasnovanog zakonodavstva koje obezbeđuje visok nivo zaštite osiguranika, ohrabruje dobro upravljanje rizikom i podupire jaku i efikasnu delatnost evropskog osiguranja. Međutim, neka značajna pitanja moraju biti rešena pre nego što se počne sa implementacijom koncepta Solvency II. U suprotnom, moglo bi se dogoditi da delatnost osiguranja pretrpi štetu, koju neće osetiti samo osiguranici već i šira ekonomija.²⁶⁸

Prilikom kreiranja ovog zakonskog okvira potrebno je razmotriti dva važna pitanja: prvo je obezbediti da dugoročna priroda obaveza i aktive osiguravača bude uzeta u obzir, drugo je da se urede odgoravajuća pravila za procenu da li je zakonski okvir tzv. „trećih zemalja“ ekvivalentan zakonskom okviru Solvency II, a u cilju usaglašavanja onih koji posluju unutar EU sa onima koji

²⁶⁷ Insurance Europe/Oliver Wyman, *op.cit.*, str. 33.

²⁶⁸ Insurance Europe, Annual Report 2012-2013, str. 4 -
<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/annual-report-2012-2013-web.pdf>

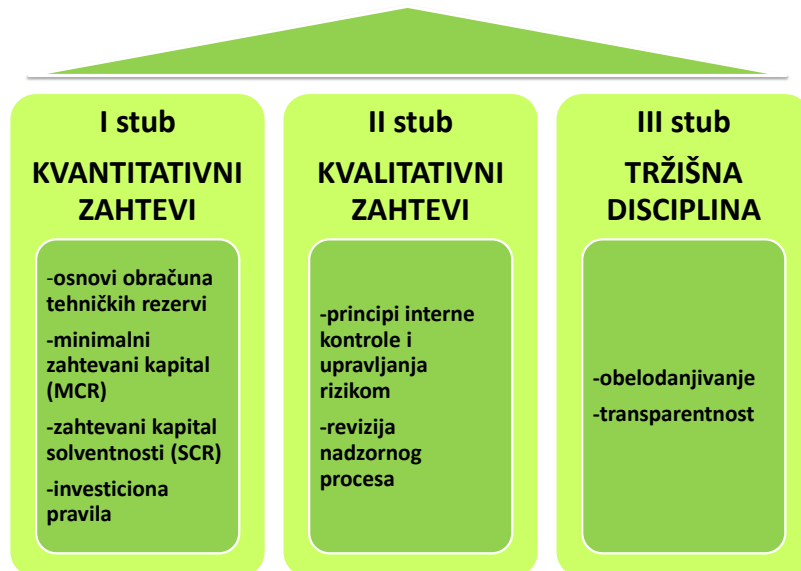
posluju van nje, i obrnuto. Upravo traženje rešenja za ova dva pitanja su uticala na kašnjenje u završavanju i otpočinjanju sa implementacijom Solvency II.²⁶⁹

Postoje realne pretnje koje ugrožavaju mogućnost osiguravača da nastave da obezbeđuju vrlo značajno dugoročno finansiranje, kao i njihovu stabilizirajuću ulogu. Inicijativa za izmenom zakonskog okvira ojačana finansijskom krizom, uključujući promene pravnih propisa, pravila računovodstva i poreskog zakona, mogu bitno uticati na investiciono ponašanje društava za osiguranje.

Tri aspekta Solvency II mogu da utiču na investicionu politiku osiguravača, a to su:

- zahtev u pogledu **visine kapitala** potrebnog za poslovanje,
- predložen **porez na finansijske transakcije**, i
- reforma trgovanja sa **nestandardnim finansijskim instrumentima** kojima se trguje na neslužbenoj berzi.²⁷⁰

Slika 3: TRI STUBA U STRUKTURI KONCEPTA SOLVENTNOST II



Izvor: J. Kočović, prezentacija: *Koncept solventnosti osiguravajućih kompanija*, op. cit.

Okvirni uslovi bitno utiču na mogućnost društava za osiguranje da obezbede dugoročno finansiranje privrede. U tom smislu, jako su važne sledeće oblasti politike: prudenciona regulacija, poreska politika, pravila za finansijske derivate, kao i sveukupna makroekonomska politika.²⁷¹

U domenu pravila investiranja društava za osiguranje, koncept Solventnost II uvodi metod **prudencione regulacije** (engl. *prudent person principle*), kojim se ukidaju dosadašnja kvantitativna ograničenja investicija. Prudenciona regulacija je važna za zdravu industriju i kretanje ka modernoj regulaciji koja počiva na riziku koju predlaže projekat Solvency II, inače

²⁶⁹ Insurance Europe, Annual Report 2012-2013, op. cit., str. 8.

²⁷⁰ Isto, str. 12.

²⁷¹ Insurance Europe/Oliver Wyman, op. cit., str. 15-18.

podržan od strane evropskih osiguravača. Pravila Solvency II će odrediti iznos kapitala koji osiguravači moraju držati kao rezervu za slučaj gubitka. To ne samo da će potencijalno povećati troškove kapitala osiguravača prilikom njihovog ulaganja u dugoročne investicije, već će rezultirati i u prekomernoj nestabilnosti. Ukoliko se ne preduzmu adekvatne mere ovo može dovesti do smanjenog ulaganja osiguravača u dugoročne investicije kao i do pogrešnih odluka prilikom investiranja.

Poreska politika - tok premija ka osiguravačima, a time i do privrede preko potrebe dugoročnog finansiranja, delom zavisi i od poreskih podsticaja za dugoročnu štednju i penzione proizvode koje nude osiguravači. Većina evropskih zemalja rešava fiskalne probleme putem promene ovih poreskih podsticaja. Rizici ne ograničavaju samo dostupnost dugoročnog finansiranja privrede već utiču i na pogoršavanje fiskalne situacije kroz smanjenje privredne aktivnosti a time i poreske osnovice. Takođe, utiču i na smanjenje individualne štednje.

Porezi imaju mogućnost uticaja na tok premije, a time i na investicionu politiku za koju će se osiguravači opredeljivati. Oporezivanje prihoda od investiranja takođe utiče na alokaciju sredstava prilikom investiranja društava za osiguranje. Činjenica da li se prihodi od investiranja tretiraju kao kapitalni dobitak ili prihod, direktno utiče na investicionu politiku osiguravača.

Nova pravila u trgovini sa finansijskim derivatima²⁷² takođe imaju uticaja na pristup osiguravača po pitanju upravljanja likvidnošću. Predložene reforme derivata će imati uticaja na osiguravače zbog efekata koji derivati imaju u njihovoj strategiji upravljanja rizikom. To se posebno odnosi na dugoročno poslovanje, kada se finansijski derivati koriste da smanje izloženost riziku tako što odgovaraju prirodi preuzetih obaveza ili obezbeđuju otplatu onoga što je sa osiguranicima ugovoreno. Naime, derivati omogućavaju relativno jeftin način smanjenja i kontrole različitih vrsta rizika (rizika promene cena HoV, rizika promene kamatnih stopa, rizika promene deviznog kursa...).²⁷³ Bilo koji dodatni trošak koji se javi u operacijama sa derivatima će biti transformisan u dodatni trošak za osiguravače i može da obeshrabri obezbeđivanje brojnih proizvoda delatnosti osiguranja za koje su derivati od vitalnog značaja.

Makroekonomska politika država i centralnih banaka može da ima presudni uticaj na politiku investiranja društava za osiguranje. Na primer, trenutno niska kamatna stopa navodi portofolio menadžere da preispitaju svoje investicione odluke i strategije kako bi kompenzirali nizak prihod. Takođe, iz političkih razloga i zbog ekonomske politike, države mogu da vrše uticaj na investicione odluke osiguravača preko regulatornih intervencija koje povećavaju ili smanjuju atraktivnost investiranja u pojedine oblasti ili tipove investicija.

Rok za uključivanje odredbi zakonskog okvira Solvency II u nacionalna zakonodavstva država članica Evropske unije je 31. januar 2015. godine (prvobitni rok bio je 31. oktobar 2012.), dok je rok za primenu Solvency II u poslovanje društava za osiguranje prolongiran na 1. januar 2016.

²⁷² Derivati su nestandardni finansijski instrumenti (opcije, fjučersi, svopovi, terminski ugovori...) izvedeni iz osnovnih finansijskih instrumenata. Za razliku od osnovnih hartija, finansijski derivati ne odražavaju ni jedan od bazičnih odnosa koji mogu da postoje između emitenta i investitora (ni kreditni ni vlasnički), već predstavljaju vrstu uslovnih-kontingentnih prava na druge oblike finansijske aktive. Njihovu vrednost ne određuje samo odnos ponude i tražnje za njima, već i cena osnovnog instrumenta iz koga su izvedeni (D. Erić, *op. cit.*, str. 382.)

²⁷³ T. Brzaković, *op. cit.*, str. 189.

godine (prvotni rok bio je 1. januar 2013.). Razlog usvajanja novih rokova za primenu Solventnosti II je usvajanje *Direktive Omnibus II* koja nadopunjuje Solventnost II vezano za nadležnosti nove nadzorne institucije (EIOPA²⁷⁴) i ostale odredbe Solventnosti II.

Pravila koja su prvobitno trebalo biti implementirana i stupiti na snagu krajem prošle godine, odložena su i zbog posledica koje je za sobom ostavila finansijska kriza. Dalja odlaganja usledila su zbog osiguravača iz Nemačke, Francuske i Velike Britanije, zbog previše popustljivosti nad iznosima kapitala potrebnih za proizvode koji nude garantovani prinos.²⁷⁵

²⁷⁴ EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) je jedna od tri nadzorne institucije u EU.

²⁷⁵ J. Kočović, Internet prezentacija: Koncept solventnosti osiguravajućih kompanija, op. cit.

IX. UTICAJ SVETSKE EKONOMSKE KRIZE NA INVESTICIONI PORTOFOLIO DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE

Krajem 2005. godine došlo je do zasićenja tražnje na stambenom tržištu SAD-a usled hiperprodukcije građevinske delatnosti, što je dovelo do osetnijeg pada cena stanova krajem 2006. godine. U takvoj situaciji banke, u želji da ostvare što veći profit, počinju sa odobravanjem „subprime“ (drugorazrednih) kredita koji su odobravani bez uvida u kreditnu sposobnost klijenata (čak i bez ikakve provere prihoda) uz znatno više kamate. Razmišljanje je bilo da će u slučaju ostvarenja, u ovom slučaju znatno višeg, kreditnog rizika one brzo prodati založene nepokretnosti. Međutim, ono što se dogodilo bilo je da banke nisu mogle da nadoknade ni polovinu vrednosti duga prodajom založenih nepokretnosti. Kriza likvidnosti bankarskog sektora se pretvorila u finansijsku krizu, upravo zbog činjenice da su nenaplativi krediti postali osnova novih hartija od vrednosti. Umesto da se obezbedi disperzija ulaganja, sekjuritizacija subprime hipotekarnih kredit je dovela do toga da se kriza bankarskog sektora prelije na čitav finansijski sistem SAD-a.²⁷⁶

Proces globalizacije, koji bi trebalo dovesti do prosperiteta u svetskim razmerama kroz integraciju svetskih ekonomskih tokova, je omogućio dalje „prelivanje“ finansijske krize SAD-a na čitav svet. Konačan ishod čitavog ovog procesa je, da je zbog gubljenja poverenja u finansijski i bankarski sistem, došlo do opadanja finalne i investicione potrošnje, čime su dešavanja na stambenom tržištu SAD-a poprimila oblik recesije.²⁷⁷ Tokom 2008. godine došlo je do pada cena akcija i značajne kontrakcije na kreditnim tržištima, čime je usled povećane cene kapitala i umanjene tražnje, umanjen i privredni rast. Na svim svetskim berzama došlo je do pada berzanskih indeksa.²⁷⁸

Opisana dešavanja su imala uticaja i na ostvarenje investicionih prinosa društava za osiguranje. Kao posledica recesije došlo je do smanjenja poverenja i drastično smanjenje investicionih prinosa po osnovu akcija. Sa druge strane, da bi podstakle kreditne aktivnosti, centralne banke su smanjile kamatne stope, što za posledicu ima umanjene budućih investicionih prinosa. Turbulencije u visini kamatne stope utiču na osiguravače, čija investiciona aktivnost podrazumeva u velikom procentu ulaganja u dužničke hartije od vrednosti.

Direktan uticaj krize na osiguravače manifestuje se kroz investicione gubitke, usled **pada tržišne vrednosti njihovih investicionih plasmana**, kao i zbog **neizvršenja obaveze plaćanja glavnice i/ili kamate od strane emitenta** dužničkih instrumenata.²⁷⁹

Međutim, bez obzira na to, pozicija društava za osiguranje nije bila značajnije ugrožena. Značajnije je bila ugrožena pozicija osiguravača koji su dosta ulagali u kreditne derivate ili derivate povezane sa subprime hipotekarnim kreditima. Najveće investicione gubitke su imali oni osiguravači koji su

²⁷⁶ V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori, *op. cit.*, str. 66.

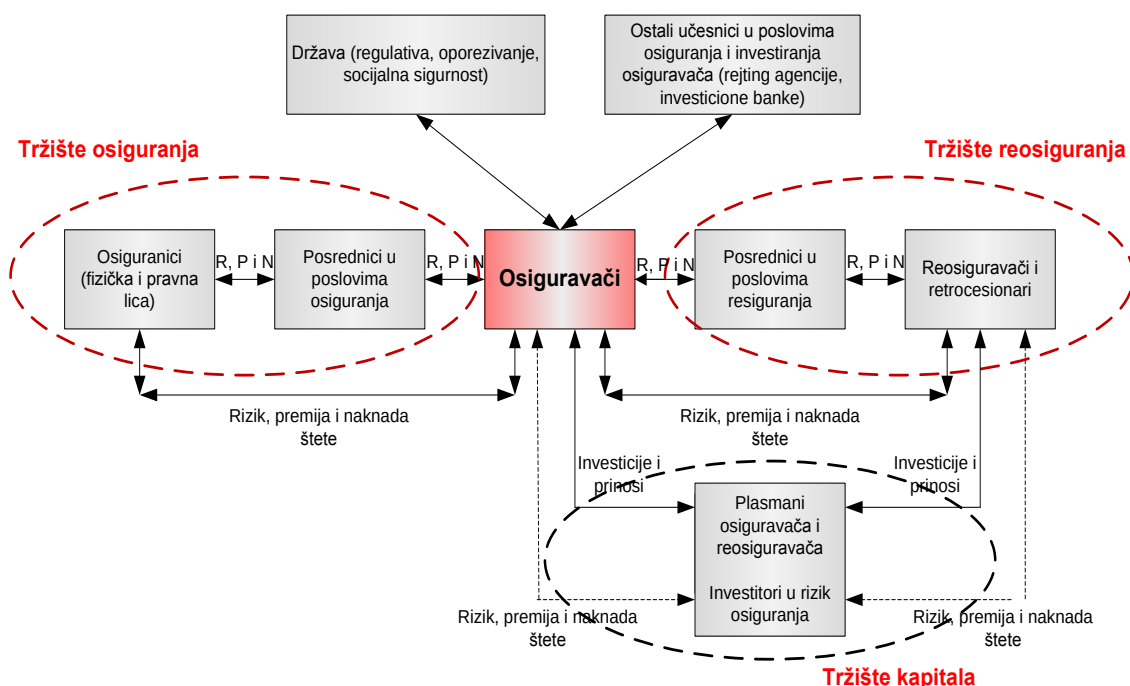
²⁷⁷ Ukupne štete za osiguranje po osnovu direktne izloženosti krizi na hipotekarnom tržištu u SAD, prema procenama MMF-a, kreću se između USD 160-250mlrd (B. Marović/V. Njegomir, Prezentacija: Svetska finansijska kriza i njen uticaj na osiguranje i reosiguranje, <http://www.zav-zdruzenje.si/wp-content/uploads/2013/01/Svetska-ekonomska-kriza-i-njen-uticaj-na-trziste-osiguranja-u-republici-Srbiji.pdf>)

²⁷⁸ V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori, *op. cit.*, str. 66.

²⁷⁹ J. Kočović, Internet prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, *op.cit.*

plasirali u visoko ričične plasmane, koji nisu tipični za delatnost osiguranja, kao što su: investicije u sekjuterizovane hartije od vrednosti, akcije koje nisu kotirane na berzi i hedž fondove.

Slika 4 – Kompleksnost uticaja krize na osiguravače i reosiguravače



Legenda: R-rizik, P-premija i N-naknada štete

Izvor: V. Njegomir, *Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori*, op.cit. str. 57.

Najznačajniji uticaj krize se ogledao u otpisu „loših“ investicija, odnosno investicija koje su povezane sa „sub-prime“ kreditima.²⁸⁰

Upravo specifičnost same delatnosti osiguranja je imala za posledicu da uticaj svetske finansijske krize ostavi daleko manje posledica na društva za osiguranje u poređenju sa drugim finansijskim institucijama. Naime:

- način finansiranja društava za osiguranje je daleko stabilniji nego način na koji se finansiraju banke.²⁸¹
- do izražaja je došao značaj dobre diversifikacije investicionog portfolija, jer je samo je mali broj osiguravača tražio javnu pomoć (kroz državne planove ili vanredno finansiranja), za razliku od banaka,²⁸²

²⁸⁰ B. Marović/V. Njegomir, op. cit.

²⁸¹ Izvor sredstava društava za osiguranje su uglavnom premije, dok se banke uglavnom finansiraju kroz pozajmljivanje na tržištu novca.

²⁸² Ukupno tražena sredstva za prevazilaženje krize iznose 3% od ukupne svetske premije osiguranja. Državna intervencija se sastojala u davanju garancija za obaveze banaka, podsticanje banaka za dokapitalizacijom kako bi se podstakle kreditne aktivnosti, direktni fiskalni podsticaji (B. Marović/V. Njegomir, op. cit.)

- nemogućnost povlačenja uplaćene premije osiguranja od strane osiguranika je doprineo stabilnim prihodima osiguravača čak i u uslovima svetske finansijske krize.

Ako se sumira sve gorepomenuto, može se zaključiti da je finansijska kriza ispoljila uticaj na društva za osiguranje na sledeće načine²⁸³:

- kroz izloženost aktive društava za osiguranje sub-prime kreditima koji direktno utiču na rizičnost,
- uticaj na portfolio društava za osiguranje kroz specifičnu izloženost riziku pada cena depozitnih sertifikata, obveznica i drugih hartija od vrednosti banaka koje su pogodjene finansijskom krizom,
- uticaj sveopšteg kraha finansijskog tržišta mereno kroz pad cena akcija i rast kamatnih stopa na tržištu kapitala,
- uticaj krize na poslove preuzimanja rizika,
- vrednovanje (cenu) društava za osiguranje.

Kako je svetska ekonomska kriza izazvala krah finansijskih tržišta, osiguravači su počeli da **smanjuju učešće akcija a povećavaju učešće (državnih) obveznica i kratkoročnih plasmana** u svojim investicionim portfeljima. Međutim, čak i državne obveznice kao tradicionalno sigurni instrumenti, u uslovima aktuelne dužničke krize predstavljaju izvor kreditnog rizika za osiguravače. Zato poslednjih godina dolazi do neuobičajene tendencije smanjenja učešća obveznica i povećanja učešća akcija u portfeljima osiguravača.²⁸⁴ Tako na primer, u zemljama poput Grčke, Španije i Portugalije gde je došlo do osetnog porasta učešća javnog duga u bruto društvenom proizvodu, došlo je do pada ulaganja osiguravača u državne instrumente. Kod takvih primera se javila opasnost kreiranja “balona” povezanog sa državnim obveznicama usled povećanog državnog zaduživanja – dodatni negativni uticaj na investicione plasmane.²⁸⁵

Jedan od načina za ublažavanje delovanja inflatornog rizika može biti ulaganje relativno većeg dela sredstava osiguravača u **realnu imovinu**. Iako smanjuju izloženost inflatornom delovanju i obezbeđuju prinose uporedive sa vlasničkim instrumentima, plasmani u realnu imovinu se odlikuju niskom likvidnošću i visokom volatilnošću, čime se umanjuje njihova atraktivnost za osiguravače. Kao pogodne investicione alternative u uslovima visoke očekivane inflacije javljaju se **kratkoročne državne obveznice i obveznice indeksirane prema inflaciji**.²⁸⁶

U uslovima krize naglašen je značaj integralnog upravljanja rizikom:

- model specijalizovanih osiguravača pokazao se kao lošiji usled odsustva diverzifikacije;
- u uslovima krize postoji tendencija povećanog prijavljivanja većih iznosa odštenih zahteva i prevara u osiguranju što naglašava potrebu brižljive regulacije šteta;
- striktna disciplina u prihvatu rizika u osiguranje nameće se kao nužnost;
- iskustvo u domenu investicionih aktivnosti ukazuje na potrebu obazrivog pristupa u odabiru investicionog portofolia.²⁸⁷

²⁸³ J. Kočović, Internet prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, op. cit.

²⁸⁴ Isto

²⁸⁵ B. Marović/V. Njegomir, op. cit.

²⁸⁶ J. Kočović, Internet prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, op. cit.

²⁸⁷ B. Marović/V. Njegomir, op. cit.

1. *Uticaj krize na investiciona ulaganja društava za osiguranje u Srbiji i regionu*

Tokom 2008. godine zabeležen je pad berzanskih indeksa, i to:

- indeks najlikvidnijih akcija Beogradske berze – Belex 15 zabeležio je pad u vrednosti oko 78%,
- indeks Zagrebačke berze – CROBEX zabeležio je pad vrednosti za oko 67%,
- Slovenački berzanski indeks SBI 20 (opšti pokazatelj performansi na Ljubljanskoj berzi) za oko 70%,

što je imalo uticaja na ostvarivanje investicionih prinosa društava za osiguranje u pomenutim zemljama.²⁸⁸ Međutim, zbog „plitkog“ finansijskog tržišta direktan uticaj krize je bio neznatan, dok se indirektan uticaj ogledao u smanjenom i nedovoljnom prilivu novca iz inostranstva, smanjenoj mogućnosti banaka za zaduživanjem u inostranstvu, i smanjenoj mogućnosti izvoza. Usled recesije, u čitavom regionu došlo je do uvećanja cene kapitala, smanjene tražnje za osiguranjem (naročito za životnim osiguranjem) i ograničenih mogućnosti za regionalnim širenjem.

Kako je finansijska kriza uticala na povećanje cene rizika i smanjenje investicionih prinosa pojavila se potreba za uvećavanjem premije osiguranja. Međutim, u uslovima recesije to nije moguće, uprkos dodatnom negativnom uticaju na investicione prinose koji naglašava značaj prinosa po osnovu osnovnog posla (osiguranja i reosiguranja). Navedeno implicira dve posledice krize – **smanjenje profitabilnosti** pri datom nivou troškova i **smanjenje kapitala** ili održavanje postojeće/povećanje profitabilnosti uz snižavanje troškova i efikasnije upravljanje rizikom.²⁸⁹

Usled nedovoljne razvijenosti finansijskog tržišta, u uslovima limitirane ponude finansijskih instrumenata, niskog nivoa investicione aktivnosti i nedovoljnosti slobodnih novčanih sredstava, sama struktura plasmana društava za osiguranje u našoj zemlji se bitno razlikuje u odnosu na ekonomski razvijene zemlje sveta. Kod nas društva za osiguranje kao institucionalni investitori imaju manje značajnu ulogu u poređenju sa razvijenijim ekonomijama.

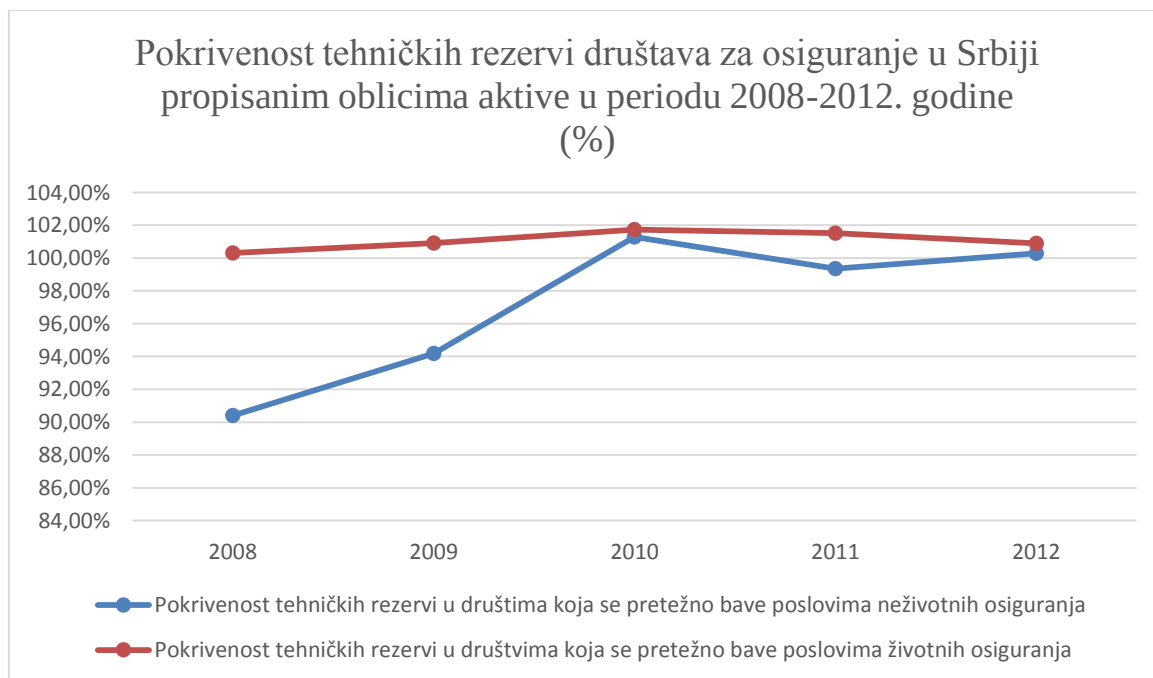
Iako ograničeni, efekti globalne ekonomske krize na investicione aktivnosti osiguravača u Srbiji mogu biti identifikovani u domenu **pokrivenosti tehničkih rezervi propisanim oblicima aktive**, kao i u domenu **strukture investicionog portfelja društava za osiguranje**.²⁹⁰

Na grafikonu br. 27 prikazana je pokrivenost tehničkih rezervi domaćih društava za osiguranje propisanim oblicima aktive u periodu 2008-2013:

²⁸⁸ V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori, *op. cit.*, str. 66.

²⁸⁹ B. Marović/V. Njegomir, *op. cit.*

²⁹⁰ J. Kočović, Internet prezentacija: Društva za osiguranje kao institucionalni investitori u vremenu krize, *op.cit.*



Izvor: Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2008. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2008.pdf
Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2009. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2009.pdf,
Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2010. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2010.pdf,
Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2011. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2011.pdf,
Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2012. godinu, Narodna banka Srbije - http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2012.pdf

Vidi se da je pokrivenost tehničkih rezervi propisanim oblicima aktive pogoršana u trenutku nastupanja krize. Iako je u nastavku perioda ostvareno primetno poboljšanje, problem obezbeđenja kvalitetnih oblika imovine u skladu sa odgovarajućom podzakonskim pravnim aktima je i dalje naglašen, naročito u oblasti neživotnih osiguranja.

Kriza se u Srbiji brzo prenela na realni sektor. Došlo je pada bruto društvenog proizvoda i industrijske proizvodnje, a potom i do smanjenja spoljnotrgovinske razmene i stranih direktnih investicija. Rastući budžetski deficit ugrožava održivost javnog duga i ugrožava kreditni rejting Srbije. Slabljenje domaće valute odvraća investitore od ulaganja u zapise denominovane u dinarima. Sve su češći problemi naplate premija osiguranja od realnog sektora. Ovakvo stanje za dugoročnu posledicu ima sužavanje investicionih mogućnosti institucionalnih investitora u Srbiji, među kojima se nalaze i društva za osiguranje.²⁹¹

Preporuke za stvaranje ambijenta za efikasniju investicioni potfolio društava za osiguranje u Srbiji bi bile sledeće:

²⁹¹ B. Urošević / M. Božović, Prezentacija: Stvaranje ambijenta za efikasniji investicioni portofolio u osiguranju u Srbiji - <http://www.aktuar.rs/X/25.pdf>

- izvršiti strukturne reforme kako bi se stvorili uslovi za razvoj domaćeg tržišta kapitala;
- obezbediti stabilne uslove kako bi društva za osiguranje mogla postati važan činilac razvoja dugoročnih dinarskih hartija;
- smanjiti restrikcije na ulaganja;
- umesto nominalnih ograničenja uvesti kontrolu rizika celokupnog investicionog portfolia;
- promeniti kulturu poslovanja i preći na donošenje investicionih odluka po osnovu upravljanja rizicima.²⁹²

²⁹² B. Urošević/M. Božović, *op. cit.*

XII. ZAKLJUČAK

Dostignuti stepen razvoja finansijskih tržišta u jednoj zemlji dosta govori o ukupnom stepenu razvoja njene privrede. Uzmimo za primer našu zemlju u poslednjih dvadeset godina: nisu bila dovoljno razvijena ni tržišta faktora ni tržišta proizvoda, roba i usluga, bilo je nestašica, redova za ulje, šećer i brašno, restrikcija struje, u bankama nije bilo novca, devize su se menjale na ulicama, zatim hiperinflacija i visok stepen nezaposlenosti. Sve su to dokazi nerazvijenosti tržišne privrede. U zemljama razvijene tržišne ekonomije, finansijsko tržište je najznačajniji i najosetljiviji segment ekonomskog sistema.

Ekonomski rast i delatnost osiguranja su međusobno zavisni, i svet bez osiguranja bio bi daleko manje razvijen i manje stabilan. Kao institucionalni investitori, društva za osiguranje doprinose modernizaciji finansijskih tržišta i olakšavaju privredi pristup potrebnom kapitalu. U integrisanoj ekonomskoj zoni, poput Evropske unije, doprinos delatnosti osiguranja svake zemlje članice još više dobija na značaju. Nizak nivo i neujednačen razvoj delatnosti osiguranja, povećavaju nivo rizika prilikom donošenja ekonomskih odluka, i otežavaju ekonomske aktivnosti. Da ne postoji osiguranje, dobar deo ekonomije ne bi postojao. Naime, bez realnog mehanizma za stvaranje zajedničkog, grupisanja i prenosa rizika, veliki deo ekonomskih aktivnosti prosto ne bi bio moguć.²⁹³

Značaj osiguranja raste sa ekonomskim i društvenim razvitkom. Ono predstavlja element blagostanja, odnosno jedan je od osnovnih elemenata socijalne funkcije države. Stoga je potpuno razumljivo zašto osiguranje u razvijenim zemljama predstavlja značajan element nacionalne privrede.

Značaj društava za osiguranje se ogleda kako u obezbeđivanju finansijske stabilnosti tako i u jačanju konkurencije na finansijskom tržištu. Zahvaljujući činjenici da raspolažu milijardima evra, može se lako desiti da u budućnosti društva za osiguranje preuzmu poziciju vodećih finansijskih investitora koji ulažu u različitim segmentima finansijskog tržišta. Ako se posmatra dinamika razvoja svetskog osiguranja, u poslednjih desetak godina se uočava rast udela osiguranja na svetskom tržištu u odnosu na druge finansijske institucije. Osiguranje je važna karika u privrednom toku i u prirodnoj korelaciji je sa održivim razvojem.

Osiguranje oslobađa preduzetnički duh. Dobro razvijeno tržište osiguranja doprinosi optimalnoj raspodeli retkih resursa prilikom preuzimanja rizika. U odsustvu osiguranja, firme daleko manje ulažu u inovacije i njihovo učešće u globalnom tržištu je manje.

Kreatori politike sve više uviđaju značajnu ulogu koju osiguravajuća društva mogu imati u oživljavanju ekonomskog oporavka obezbeđujući dugoročno finansiranje privrede.²⁹⁴

Glavni cilj kreatora politike treba da ostane njihovo nastojanje da finansijski sistem učine što sigurnijim, jačajući poverenje investitora kako bi ohrabрили dugoročne investicije. Imajući u vidu

²⁹³ CEA, The Contribution of the Insurance Sector to Economic Growth and Employment in the EU, *op. cit.*, str. 3-7.

²⁹⁴ Insurance Europe/Oliver Wymen, *op. cit.*, str. 49.

sadašnju ekonomsku klimu, to svakako neće biti lako ostvariti. Uloga osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora mora pažljivo biti uzeta u obzir prilikom razvijanja okvira novih regulatornih planova. EU i globalna politika bi trebalo da jačaju stabilnost aktive u koju ulažu osiguravajuća društva. Kreatori politike trebalo bi da nastoje da razvijaju politiku koja podstiče naviku štednje kod stanovništva, kako bi se održalo dugoročno finansiranje.

Osiguravajuća društva su idealan izvor dugoročnog finansiranja za koji se kreatori politike nadaju da će stimulisati obnovu ekonomskog oporavka Evrope. Istovremeno, kontinuirani priliv premije, čak i u periodima kada pada tržišna aktivnost, omogućava osiguravajućim društvima da budu izvor likvidnosti i da kupuju dobra čija je vrednost potcenjena u okolnostima kada ostali igrači na tržištu prodaju. Upravo iz te činjenice proističe mogućnost osiguravajućih društava da imaju kontra-cikličan i stabilizirajući efekat na finansijsko tržište i ekonomiju.²⁹⁵

Cilj ovog rada je bio se ukaže na značaj društava za osiguranje kao institucionalnih investitora, na njihov značaj u finansiranju privrede i efekte na ekonomski razvoj. Ogromna finansijska snaga ovih institucija ogleda se u njihovoj dominantnoj zastupljenosti u bruto društvenom proizvodu i mogućnosti da pruže nov i jeftiniji način finansiranja države, privrede i ostalih kojima su sredstva neophodna. Na taj način, one podižu stopu privrednog rasta, utiču na privredni razvoj, utiču na smanjenje nezaposlenosti i u funkciji su obezbeđenja makroekonomske stabilnosti.

Uloga i veza između delatnosti osiguranja i ostalih finansijskih segmenata ima sve veći značaj u ekonomskim okvirima. Delatnost osiguranja predstavlja, sa aspekta ekonomskog razvoja, značajnu kategoriju. Značaj delatnosti osiguranja u posredovanju ukupnog finansijskog prometa, zahvaljujući ulozi institucionalnih investitora, je u znatnom porastu tokom vremena. Zahvaljujući toj činjenici, i veličina i intezitet veze između osiguranja, bankarstva i tržišta kapitala je takođe u porastu. Uvećani obim investicija produbljuje tržište kapitala, čime se takođe vrši pozitivan uticaj na ekonomski razvoj i stabilnost.²⁹⁶

Način na koji **delatnost osiguranja daje doprinos društvu i ekonomskom rastu zemlje**, mogao bi biti sumiran na sledeći način²⁹⁷:

- omogućava da se različitim rizicima upravlja efikasno,
- podstiče ublažavanje gubitka,
- promoviše finansijsku stabilnost,
- pomaže da se država oslobodi pritiska da obezbedi svu socijalnu zaštitu građana kroz sistem socijalne zaštite,
- ubrzava trgovinu, podržavajući privredni i ekonomski razvoj,
- mobilise domaću štednju,
- jača mnogo efikasniju raspodelu kapitala, dajući prednost razvoju finansijskog sistema.

Bez razvoja finansijskog tržišta, naročito tržišta kapitala, većeg prisustva institucionalnih investitora i drugih finansijskih posrednika, ne može se prikupiti kapital domaćih i inostranih vlasnika neophodan za finansiranje realnog sektora, a bez toga nema ni održivog ekonomskog

²⁹⁵ Insurance Europe/Oliver Wymen, *op. cit.*, str. 4.

²⁹⁶ V. Jovanović, *op. cit.*, str. 9.

²⁹⁷ The Geneva Association, Risk and Insurance Economics -*The Social and Economic Value of Insurance*, *op. cit.* str. 4.

razvoja jedne zemlje. Problemi koji proizilaze iz plitkog i nerazvijenog finansijskog tržišta Srbije, dodatno opterećeni dejstvom globalne finansijske krize, su poništili dobar start novijih institucionalnih investitora poput društava za osiguranje, društava za upravljanje penzionim fondovima i investicionim fondovima. Dodatne otežavajuće okolnosti su vrlo loša situacija u realnom sektoru ekonomije, velika zavisnost od uvoza i slaba i nestabilna domaća valuta. Takođe, velika je nezaposlenost, veliki je broj penzionera i drugih izdržavanih lica. Još uvek se osećaju posledice nepoverenja stanovništva koje je proisteklo iz loših iskustava sa bankarskim sistemom tokom devedestih godina. Zatim, zastupljena je neinformisanost o prednostima plasmana štednje kod institucionalnih investitora, nema dovoljno kvalitetnih hartija od vrednosti i municipalnih obveznica.²⁹⁸

Sve to je uticalo da nakon uspešnog pojavljivanja i visokih pozitivnih prinosa malog broja institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije, nastupi usporen trend pojavljivanja novih institucionalnih investitora i povećanja zainteresovanosti vlasnika kapitala za ulaganja u iste.

U industrijalizovanim zemljama, u poslednje vreme se više vode debate oko potrebe da se izmeni sistem socijalne zaštite koji nudi država. I u ovom delu delatnost osiguranja može biti od koristi. Struktura populacije se menja fundamentalno, počev od dužine trajanja života, povećanja broja starijih osoba i opadanju stope nataliteta. Istovremeno sa tim promenama, ljudi očekuju da dobiju visok nivo zdravstvene zaštite, penzije, nadoknade u slučaju nezaposlenosti i druge socijalne beneficije. Bez promena u socijalnoj politici, javne finansije će biti pod velikim pritiskom i očekuje se da ekonomski rast zemalja članice EU u 2030. godini bude prepolovljen. Privatni osiguravači su voljni da doprinesu razvoju dodatnog stuba pored zaštite koji nudi država.²⁹⁹ Pored toga, zdravstveni sistem takođe zahteva reformu u većini razvijenijih zemalja. Postoji slaganje oko potrebe uključivanja privatnog sektora u ovaj proces sa vrlo jasnim kompetencijama kada su u pitanju oba sektora, i privatni i javni.

Zbog svega navedenog, delatnost osiguranja ne treba posmatrati samo kao mehanizam za zaštitu i upravljanje rizikom, već kao partnerstvo koje dozvoljava individualcima i privredi da dosegnu granice do kojih, bez osiguranja, se ne bi verovatno ne usudili da idu.³⁰⁰

²⁹⁸ J. Ćirić/V. Njegomir, op. cit.

²⁹⁹ Na primer, proizvod osiguranja kao što je „osiguranje zaštite plaćanja“ (engl. *Payment Protection Insurance*) igra značajnu ulogu u zaštiti domaćinstava od posledica nezaposlenosti prilikom ekonomske krize (CEA, *The Contribution of the Insurance Sector to Economic Growth and Employment in the EU*, op. cit., str. 12.)

³⁰⁰ The Geneva Association, *Risk and Insurance Economics - The Social and Economic Value of Insurance*, op. cit., str. 4.

L I T E R A T U R A

N. Božić, *Tržište kapitala – Dugoročne hartije od vrednosti*, Prometej, 1994.

T. Brzaković, *Tržište kapitala – Teorija i praksa*, Čugura Print, beograd, 2007.

Code Des Assurances, Dalloz, 13th edition, 2007.

Committee on the Global Financial System, *Institutional Investors, global savings and asset allocation*, CGFS Papers No 27, February 2007.

V. Čolović, *Osiguravajuća društva*, Institut za uporedno pravo, Beograd, 2010.

Đ. Đukić/ V. Bjelica/ Ž. Ristić, *Bankarstvo*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2004.

D. Erić: *Finansijska tržišta i instrumenti*, II izmenjeno i dopunjeno i izdanje, Čigoja štampa, Beograd, 2003.

Fahr/Kaulbach, *VAG-Versicherungsaufsichts gesets mit BAG und FinDAG*, Verlag C.H. Beck Munchen, 2003.

F. Fabozzi/F. Modigliani, *Capital Markets–Institutions and Instruments*, third edition, PrenticeHall, Upper Saddle River, 2003.

G. Gasmi, *Pravo i osnovi prava Evropske unije*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.

M. Grinblatt/S. Titman: *Financial Markets and Corporate Strategy*, 2nd edition, McGraw-Hill-Irwin, Boston, 2002.

Insurance Act (Official Consolidated Text) (ZZAVAR-UPB7) -

http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Sektor_za_finan%C4%8Dni_sistem/Zav_arovalni%C5%A1tvo/Insurance_Act_-UPB7.pdf

Insurers Europe/Oliver Wyman, *Funding the future – Insurers role as insitutional investors*, June 2013. - <http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/funding-the-future.pdf>

I. Jankovec/M. Mićović, *Privredno pravo*, Pravni fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Kragujevac, 2006.

Z. Jeremić: *Problemi dugoročnog plasmana osiguravajućih kompanija i penzionih fondova u Srbiji*, u zborniku drugog međunarodnog simpozijuma “Osiguranje na prekretnici” održanog u Vrnjačkoj Banji 17-20. juna 2004., Ekonomski fakultet Univrziteta u Beogadu i Udruženje aktuara Srbije, 2004.

T. Jovanović/A. Kovačević, *Razvoj finansijskog tržišta Republike Srbije – Poslovni ambijent i institucije*, Policy and Legal Advice Centre (PLAC), Beograd, 2008.

J. Kočović: *Uređenje ili krah nacionalnog osiguranja*, u zborniku drugog međunarodnog simpozijuma “*Osiguranje na prekretnici*” održanog u Vrnjačkoj Banji 17-20. juna 2004., Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu i Udruženje aktuara Srbije, 2004.

J. Kočović/P. Šulejić, *Osiguranje*, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2006.

R. Lukić: *Hartije od vrednosti – metodološki aspekti*, Savremena administracija d.d. izdavačko-štamarsko preduzeće Beograd, 1995.

J.L. Marginn/D.L. Tuttle/J.E. Pinto/D.W. McLeavey, *Managing Investment Portfolios – A dynamic process*, 3rd edition, CEA Institute, 2007.

D. Marković, *Monetarne finansije*, drugo dopunjeno izdanje, Grafos, Kragujevac, 2003.

B. Marović, B. Kuzmanović, V. Njegomir, *Osnovi osiguranja i reosiguranja*, Princip Press, Beograd, 2009.

F. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Data Status, Beograd, 2006.

Norton Rose LLP, Germany: Insurance, The amendment of the Investment Circular to the German Ordinance on the Investment of Restricted Assets of Insurance Undertakings, May 2011. - <http://www.nortonrosefulbright.com/files/the-amendment-of-the-investment-circular-to-the-german-ordinance-on-the-investment-of-restricted-assets-of-insurance-undertakings-52268.pdf>

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

Odluka o načinu utvrđivanja i praćenju likvidnosti društva za osiguranje, Službeni glasnik br. 3/2005.

Odluka o načinu utvrđivanja visine margine solventnosti, „Službeni glasnik RS“, br 31/2005 i 21/2010

J. Pak, *Pravo osiguranja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2011.

J. Pak/LJ. Jeremić/L. Barjaktarović, *Osnovi osiguranja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2012.

M.S. Paunović, Master rad: *Postojeće stanje i razvojne perspektive tržišta osiguranja u Srbiji*, 2010.

Z. Petrović/ V. Čolović/D. Knežević, *Istorija osiguranja u Srbiji, Crnoj Gori i Jugoslaviji do 1941. godine*, Beogradska bankarska akademija/Dosije studio/Institut za uporedno pravo, Beograd, 2013.

D. Popović, *Poresko pravo*, opšti deo, Cekos In, Beograd, 2006.

Ž. Ristić: Institucionalna infrastruktura tržišta kapitala u tržišnoj ekonomiji, u zborniku *“Institucionalna infrastruktura u tranziciji ka tržišnoj ekonomiji”*, Institut društvenih nauka – centar za ekonomska pitanja, Beograd, 1994.

The Geneva Association, Risk and Insurance Economics -*The Social and Economic Value of Insurance*, Septembar 2012 - <https://www.genevaassociation.org/media/99535/ga2012-the-social-and-economic-value-of-insurance.pdf>

R. Trifunović, *Osiguranje kao faktor privredne stabilnosti*, Grafička radna organizacija “Grafosrem”, Šid, 1979.

B. Vasiljević: *Osnovi finansijskog tržišta*, treće dopunjeno izdanje, Zavet, Beograd, 2002.

R. Vujović, *Upravljanje rizicima i osiguranje*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2009.

Zakon o osiguranju ("Sl. glasnik RS", br. 55/2004, 70/2004 - ispr., 61/2005, 61/2005 - dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 - odluka US i 107/2009)

Zakonu o obligacionim odnosima (u daljem tekstu: „ZOO“) - "Sl. list SFRJ", br. 29/78, 39/85, 45/89 - odluka USJ i 57/89, "Sl. list SRJ", br. 31/93 i "Sl. list SCG", br. 1/2003 - Ustavna povelja)

Zakon o osiguranju Republike Hrvatske („Narodne Novine“ br. 151/05, 87/08, 82/09 i 54/13)
<http://www.hanfa.hr/getfile/38759/Neslu%C5%BEbeni%20pro%C4%8Di%C5%A1%C4%87eni%20tekst%20Zakona%20o%20osiguranju.pdf>

ČASOPISI

L. Barjaktarević /D. Ječmenica, Upravljanje rizikom u srpskim osiguravajućim kompanijama, *Singidunum revija*, Vol.8/No.1, Univerzitet Singidunum – <http://www.singipedia.com/content/1773-Upravljanje-rizikom-u-srpskim-osiguravaju%C4%87im-kompanijama>

J. Ćirić/ V. Njegomir, Razlozi slabijeg uspeha institucionalnih investitora na finansijskom tržištu Srbije, *Ekonomске teme*, Godina L/br.1, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Nišu, 2012, str. 121-137. - <http://www.eknfak.ni.ac.rs/Ekonomске-teme/et2012-1.pdf>

K.L. Hanebry/J.M. Diamond, Life insurance Company Investment Portofolio Composition and Investment Regulation, *Journal of Insurance Issues*, 1988, pp. 183-203.- <http://www.insuranceissues.org/PDFs/212HD.pdf>

Lj. Jeremić, Analiza tržišta osiguranja Evropske unije, *Singidunum revija*, Vol.7/No.1, Univerzitet Singidunum - <http://www.singipedia.com/content/609-Analiza-trita-osiguranja-Evropske-Unije>

Lj. Jeremić/M. Paunović, Komparativna analiza tržišta osiguranja u Evropskoj uniji, Srbiji i državama u regionu, *Singidunum revija*, Vol.8/No.1, Univerzitet Singidunum - <http://www.singipedia.com/content/2390-Komparativna-analiza-tr%C5%BEi%C5%A1ta-osiguranja-u-Evropskoj-uniji-Srbiji-i-dr%C5%BEavama-u-regionu>

J. Labudović, Uloga i značaj kompanija za osiguranje života kao institucionalnih investitora na finansijskom tržištu, *Evropska revija za pravo osiguranja*, br. 4/2007, Udruženje za pravo osiguranja Srbije - <http://www.erevija.org/articl.php?id=69>

J. Labudović, Plasmani društava za osiguranje života, *Glasnik prava*, Pravni fakultet Univerziteta u Kragujevcu - <http://www.jura.kg.ac.rs/index.php/sr/11labudovic.htm>

V. Njegomir, Solvency II direktiva i njen uticaj na upravljanje rizikom u osiguravajućim društvima, *Finansije*, br. 1-6/2009, Ministarstvo finansija Republike Srbije, str. 272-306. - [http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/Finansije%202009\(1\).pdf](http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/Finansije%202009(1).pdf)

V. Njegomir, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori, *Računovodstvo*, 2010, 54 (5-6), 50-68.

A. Pak, Državni nadzor margine solventnosti društava za osiguranje, *Pravo i politika*, Fakultet za evropske pravno-političke studije, Novi Sad, br. 2, godina VI, str. 16-35. - http://www.fepps.edu.rs/images/pravo_i_politika/Pravo_i_politika_2-2013.pdf

J. Slavnić, Osvrt na izveštaj Međunarodnog monetarnog fonda o stanju u finansijskom sektoru Srbije – osiguranje, *Revija za pravo osiguranja*, Udruženje za pravo osiguranja Srbije, Beograd, br. 1-2/2006, str. 44.

R. Tepavac/A. Nikolić/D. Cvijanović, Pregledni rad: Značaj upravljanja rizicima u osiguranju za ekonomski razvoj zemlje, *Teme*, Godina XXXVI, br. 4, str. 1801-1818, Niš, oktobar-decembar 2012. - <http://teme.junis.ni.ac.rs/teme4-2012/teme%204-2012-16%20lat.pdf>

Special interest paper: Insurance companies and pension funds as institutional investors: global investment patterns, City of London Economic Development, November 2011 - <http://www.cityoflondon.gov.uk/business/support-promotion-and-advice/promoting-the-city-internationally/china/Documents/Insurance%20companies%20and%20pension%20funds%20report.pdf>

ELEKTRONSKE PREZENTACIJE

J. Pak, Margina solventnosti, tehničke rezerve i plasman sredstava osiguranja, 2013.- http://predmet.singidunum.ac.rs/pluginfile.php/5156/mod_folder/content/1/OO%20MARGINA%20I%20TEHNICKE%20REZERVE%202013.ppt?forcedownload=1

Z. Malešević, Otvorenost finansijskog sistema Republike Srbije za integraciju sa finansijskim tržištima zemalja EU, <http://www.vps.ns.ac.rs/SB/2011/8.8.pdf>

D. Jakovčević/M. Anđelinović, Hrvatsko tržište osiguranja u poslednjm desetljeću - <http://www.aktuar.rs/X/9.pdf>

J. Komelj, prezentacija: Razvoj tržišta osiguranja u Sloveniji u poslednjoj dekadi - <http://www.aktuar.rs/X/8.pdf>

B. Marović/V. Njegomir, Svetska finansijska kriza i njen uticaj na osiguranje i reosiguranje, <http://www.zav-zdruzenje.si/wp-content/uploads/2013/01/Svetska-ekonomska-kriza-i-njen-uticaj-na-trziste-osiguranja-u-republici-Srbiji.pdf>

B. Urošević / M. Božović, Stvaranje ambijenta za efikasniji investicioni portofolio u osiguranju u Srbiji - <http://www.aktuar.rs/X/25.pdf>

J. Kočović, Koncept solventnosti osiguravajućih kompanija - <https://www.google.rs/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0CCQQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.ekof.bg.ac.rs%2Fnastava%2Fosiguranje%2F2014%2FKoncept%2520solventnosti%2520osiguravajucih%2520kompanija%2520-%2520od%2520Solventnosti%25200%2520do%2520Solventnosti%2520II.ppt&ei=GiywU9jnOqi90QWeyYHoBA&usg=AFQjCNGPieqRS95LI1S9wj2pVptBbGuMNw&sig2=9vsEOXHtr0a5pHjMSxfEng>

J. Kočović, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori u vremenu krize - https://www.google.rs/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&cad=rja&uact=8&ved=0CCQQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.fpe.unssa.rs.ba%2Fdownload.php%3Ffajl%3DInstitucionalni%2520investitori.ppt%26nastavnik%3Djelenak&ei=GVPeU-WILsmi4gScmoDgAg&usg=AFQjCNE9OiX7FQX5bNCoAj8A-quB_3QJIq&sig2=tMfbLoXyjm1ckJ3yjcmlA

IZVEŠTAJI

2012 Yearbook, The German insurance industry, GDV-Gesamverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. - <http://yearbook.gdv.de/GDV-Yearbook2012.pdf>

Assosiation of British Insurers, UK insurance Key Facts, September 2012.

CEA, Insurers of Europe, The Contribution of the Insurance Sector to Economic Growth and Employment in the EU -

<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/Web%20Contribution%20of%20the%20Insurance%20Sector%20to%20Economic%20Growth%20and%20Employment%20in%20the%20EU.pdf>

CEA Insurers of Europe, European Insurance-Key Facts, September 2009.

<http://www.insuranceeurope.eu/publications/statistics>

CEA Insurers of Europe, European Insurance-Key Facts, September 2010.

<http://www.insuranceeurope.eu/publications/statistics>

CEA Insurers of Europe, European Insurance-Key Facts, September 2011.

<http://www.insuranceeurope.eu/publications/statistics>

CEA Insurers of Europe, European Insurance-Key Facts, August 2012.

http://www.insuranceeurope.eu/ebook/key_facts_2012/

Hrvatski ured za osiguranje, Ključne informacije o društvima za osiguranje u Republici Hrvatskoj, 2010. - <http://www.hanfa.hr/nav/258/naslovni-tekst---osiguranje.html>

Insurance Europe, European Insurance in figures, Statistics No. 46, January 2013. -

<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/eif-2013-final.pdf>

Insurance Europe, European Insurance in Figures, Statistics No.48, February 2014. -

<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/european-insurance-in-figures-2.pdf>

Insurance Europe, CEA Statistics No. 37, European Insurance in Figures, October 2009. -

<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/eif-2009.pdf>

Insurance of Europe, CEA Statistics No. 42, European Insurance in Figures, November 2010. -

<http://www.insuranceeurope.eu/index.php?mact=Publications,cntnt01,default,0&cntnt01limit=20&cntnt01year=2010%25&cntnt01type=Statistical%20Publication&cntnt01hidePublicationsCategoriesFilter=1&cntnt01hidePublicationsStatisticsFilter=1&cntnt01returnid=70>

Insurers of Europe, European Insurance – Key Facts, September 2011. -

<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/key-facts-2011.pdf>

Insurance Supervision Agency, Report on business performance of the insurance industry in 2012, Slovenia, 2013. - http://www.a-zn.si/Documents/Porocila/annual_report-2012.pdf

Insurance Europe, European Insurance – Key Facts, August 2013 -

<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/final-key-facts-2013.pdf>

Insurance Information Institute, How Insurance Supports the Economy, 2014. -

http://www2.iii.org/assets/docs/pdf/A_Firm_Foundation_2014.pdf

Insurance Europe, Annual Report 2012-2013 -

<http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/annual-report-2012-2013-web.pdf>

Narodna banka Srbije, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2008. godinu -

http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2008.pdf

Narodna banka Srbije, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2009. godinu -

http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2009.pdf

Narodna banka Srbije, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2010. godinu -

http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2010.pdf

Narodna banka Srbije, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2011. godinu -

http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2011.pdf,

Narodna banka Srbije, Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2012. godinu-

http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2012.pdf

Office for National Statistics, Statistical Bulletin, MQ5: Investment by Insurance Companies, Pension Funds and Trusts, Q1 2013. -

<http://www.ons.gov.uk/ons/rel/fi/mq5--investment-by-insurance-companies--pension-funds-and-trusts/q1-2013/stb-mq5-q1-2013.html>

INFORMACIJE SA SLEDEĆIH INTERNET PREZENTACIJA:

www.europeaninsurance.eu;

ec.europa.eu;

www.nbs.rs;

osiguranje.cu.rs;

www.dunav.com;

www.lloyds.com;

www.bankofengland.co.uk;

www.reosiguranje.com;

www.ef.uns.ac.rs;

www.bafin.de;

www.nortonrosefulbright.com;

www.treasury.hr;

<http://lawcommission.justice.gov.uk>;

www.reuters.com;

www.huo.hr;

www.a-zn.si;

www.singipedia.com

www.insuranceissues.org/PDFs/212HD.pdf

<http://www.glas-javnosti.rs/node/129250/print>

http://www.vps.ns.ac.rs/arhiva/Komnenic/predavanja_1_i_2_skripta.pdf