

Др ЈАСМИНА ЛАБУДОВИЋ

Универзитет у Крагујевцу - Правни факултет у Крагујевцу

УДК: 368.1

Примљено: 26. новембар 2009.

Изворни научни чланак

## ПЛАСМАНИ ДРУШТАВА ЗА ОСИГУРАЊЕ ЖИВОТА

У овом раду аутор је био фокусиран на инвестициони портфолио компанија за осигурање живота. Бавио се одређивањем његовог појма и представљао је начин његовог креирања. Основни смисао конструкције портфолија је осиваривање оптималног односа између ризика и приноса комбинујући разноврсну активу. Из реферата сазнајемо да креирање портфолија није унифициран посао. Избор активе, у коју ће се улазити, не врши се насумично и без детаљних анализа, па стога можемо рећи да креирање инвестиционог портфолија представља веома комплексан и смислени посао.

**Кључне речи:** Значај пласирање средстава; портфолио; финансијски инструменти; пласмани у ЕУ; пласмани у Републици Србији.

Модерне економије почивају на временској неподударности штедње и инвестиција. Инвестиције осигуравача живота у себи спајају развојну и стабилизациону компоненту инвестиционе политике као сегмента економске политике.<sup>1</sup> Развојна димензија политике пласмана осигуравача се манифестује кроз финансирање привреде и ванпривреде, јавног и приватног сектора, изградњу инфраструктурних објеката. Стабилизациону димензију инвестиционе политике треба посматрати у склопу стабилизационе економске политике.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Развојна димензија обезбеђује привредни раст и развој, тј. увећава производне могућности привреде и потенцијале привредног раста. М. Јакшић, *Макроекономија*, Чигоја, Београд, 2001, 206 и М.Божих, *Економска теорија*, Центар за публикације, Ниш, 2006, 221-224.

<sup>2</sup> Стабилизациона компонента инвестиционе политике је у функцији ублажавања флукуација у привреди. Е. Вукадин, *Економска теорија*, Досије, Београд, 2007, 112.

Друштва за осигурање живота као институционални инвеститори на финансијском тржишту имају улогу акумулирања средстава и посредовања, тј. прикупљена средства усмеравају у различите облике активе (финансијске и реалне). Оно што афирмише ове институционалне инвеститоре да заузму важно место у финансијском систему су њихове следеће важне карактеристике: стабилан ток премија осигурања, дугорочност извора средстава, дугорочност пласмана, временска неподударност уплата и исплата и предвидивост наступања осигураног случаја, односно предвидивост повлачења средстава.<sup>3</sup> Захваљујући дугорочности извора средстава, друштва за осигурање живота формирају такав инвестициони портфолио који се, на првом месту састоји, од дугорочних пласмана који носе дугорочне приносе. Наравно, њихов портфолио мора бити тако конструисан да одговори захтевима за одржавањем ликвидности. На инвестициону активност друштва за осигурање живота утиче:

1. маса прикупљених финансијских средстава путем премија осигурања;<sup>4</sup>
2. начин плаћања премија и начин исплата осигураних сума;
3. да ли је уговор о осигурању закључен на дужи или краћи период;
4. текућа тржишна каматна стопа;
5. начин калкулисања трошкова;
6. законске одредбе о ограничењу пласмана у различите облике финансијске активе (контрола улагања);
7. већи трошкови од очекиваних (већа смртност, нижа стопа приноса, откупи);

---

<sup>3</sup> С. Андријашевић, В. Петрановић, *Економика осигурања*, Алфа, Загреб, 1999, 166.

<sup>4</sup> У 2005. години укупна светска премија осигурања живота износила је 1.999 билиона долара, што је за 5.1% више у односу на 2004. годину. (У зависности од тога да ли је извор података Swiss Re или ЦЕА, подаци о укупној светској премији осигурања живота и заступљености премије осигурања живота са подручја Европе у укупној светској премији се донекле разликују. Разлика је присутна због различитих подручја која анализирају, курсних разлика и због неких разлика у изворима података. СЕА, *The European Life Insurance Market in 2005, Brussels, No 29, April 2007, p. 16.*) У укупној светској премији, највеће је учешће европског тржишта осигурања живота, јер оно учествује са 40.4%. Америка учествује са 27.8%, Азија са 28.9%, а Африка и Океанија са мање од 1.5%. У Америци је дошло до значајнијег смањења премија осигурања, јер је опао принос на инвестирана средства, због нарасле конкуренције банака и њихових атрактивнијих производа. На подручју Европе, у укупној премији у 2005. години премија осигурања живота заузима 62%. Највеће европско тржиште осигурања живота је у Великој Британији (тржишни удео је 27.4%). Следи Француска са 19.8%, Италија са 12.1%, Немачка са 11.9%, док остале земље учествују са мање од 5%.

8. различити ризици у пословању (ризик каматне стопе, ризик девизног курса, политички);
9. пореско оптерећење.

Свим овим факторима се не може посветити пажња у овом раду јер то простор не дозвољава. У раду се аутор фокусира на портфолио друштава за осигурање и на његову структуру. Наведене су и најзанчајније карактеристике активе у коју се инвестира. Осим тога, пажња је посвећена и пореском третману инвестиционих инструмената.

### І. Значај пласирања средстава

Сигурност и стабилност уплата, строго наменски карактер средстава,<sup>5</sup> висок степен предвидивости настанка осигураних случајева и чињеница да се осигурани случајеви не реализују тако често доприносе да се акумулирана средства (по основу наплаћених премија) могу дугорочно улагати у различите облике финансијске имовине. Нагласимо, да карактер и природа ових средстава захтевају сигурне облике улагања и на тај начин утичу на привредни просперитет и служе финансирању и производне и непроизводне потрошње.

Осигуравачи живота, у улози финансијских посредника, обезбеђују нов начин финансирања, тј. нове изворе финансирања и за приватни и за јавни сектор. Дугорочне обавезе и стабилни извори прихода ових финансијских институција идеални су извор финансирања владе и привредних субјеката.<sup>6</sup>

Једна од најважнијих функција друштава за осигурање живота је функција инвестирања.<sup>7</sup> Осигурање живота доприноси да се од унапред наплаћених премија акумулирају огромна новчана средства и тако обезбеди извор за капиталне инвестиције. Та средства се инвестирају у одређену финансијску активу до доспећа захтева за исплату осигураних сума.

---

<sup>5</sup> Служе исплати осигураних сума и не могу се користити у друге сврхе.

<sup>6</sup> K. Black, Jr., H.D. Skipper, Jr., *Life & Health Insurance*, Prentice Hall, 2001, 57.

<sup>7</sup> G.E. Rejda, *Principles of Risk Management and Insurance*, Pearson Education, 2003, 541. Иначе, инвестирање, као део укупне финансијске политике компанија за осигурање, предмет је надзора (образовање и коришћење фондова осигурања). Реч је о надзору над финансијским пословањем компанија за осигурање (engl. prudential supervision). Б.Ненадић, *Надзор над пословањем компанија за осигурање у праву Европске уније и законодавству Савезне Републике Југославије*, у: Ново законодавство у осигурању имовине и лица, зборник радова, Удружење за право осигурања Југославије, Палић, април 2002, 29.

Најважнији извор средстава за улагање друштава за осигурање живота је математичка резерва. Математичка резерва је специфичност осигурања живота. Образује се сходно принципима актуарске математике.

Уговори о осигурању живота су, углавном, дугорочни, а обавезе осигуравача живота по закљученим уговорима могу се пролонгирати на дужи период. Стога су и пласмани, већином, дугорочни по природи. У портфолију осигуравача живота заступљене су обвезнице, акције и некретнине, као и различити инструменти тржишта новца ради обезбеђења потребне ликвидности. Пласман у сваки овај облик активе има својих предности и недостатака. Тако нпр, улагање у државне обвезнице носи сигурност, ослобађа инвеститора од пореза. Такво улагање не носи кредитни ризик, али носи мали принос. Улагање у акције носи виши принос, али и виши ризик, препреке у преносу права исл.

Инвестиције осигуравача живота имају важан економски и социјални учинак. Средства се инвестирају у тржне центре, болнице, медицинска истраживања, фабрике, нове машине и опрему. На овај начин инвестирање помаже раст капиталних добара. Стога је оно у функцији промовисања економског раста и пуне запослености. Инвестирање друштава за осигурање живота може се односити и на изградњу станова, кућа, здравствених центара, а све у циљу повећања друштвеног благостања.

## II. Инвестициони портфолио друштава за осигурање живота

Портфолио друштава за осигурање живота састављен је, углавном, од дугорочних пласмана, што је и логично због дугорочне природе обавеза осигуравача живота. Колебљивост цена активе у коју су пласирана средства и ниска утрживост истих на кратак рок представљају карактеристике инвестиција ових институционалних инвеститора. Постоји само мала вероватноћа да ће имовина бити продата брзо, да би се извршиле уговорне обавезе.<sup>8</sup> С обзиром да су новчани токови осигуравача живота стабилнији у односу на осигураваче који се баве неживотним осигурањима и, с обзиром да је математичка резерва дугорочна, то не постоји велика потреба за ликвидним средствима, па су зато у портфолију

---

<sup>8</sup> G. Dickinson, *Insurance and private pensions compendium for emerging economies: Principles of Investment regulation of Pension funds and Life insurance companies*, OECD, 2001, book 2, part 1:3)c, 5.

доминантни дугорочни и профитабилнији пласмани.<sup>9</sup> Основни циљ укључивања краткорочних хартија од вредности у инвестициони портфолио је обезбеђење ликвидности, а суштина инвестирања у дугорочне хартије од вредности и њихово укључивање у портфолио је обезбеђење профита и заштита интереса осигураника.

Због специфичности пословања друштава за осигурање и посебног профила ризика ових институционалних инвеститора, инвестиције са фиксним приходом чине највећи део у њиховој укупној имовини.<sup>10</sup> Инвестиције са фиксним приносом обезбеђују лакше, једноставније и прецизније усклађивање пласмана и обавеза.

Различите технике за управљање портфолијом обвезница<sup>11</sup> се користе да би се осигурао принос већи од оног који је предвиђен приликом одређивања цене осигурања и да би се одржала одговарајућа веза између прилива новца који потиче од имовине и обавеза једног осигуравача живота.

### III. Креирање портфолија

Креирање портфолија није интуитиван посао. Избор активе, у коју ће се улагати, не врши се насумично и без детаљних анализа, па стога можемо рећи да креирање инвестиционог портфолија представља веома комплексан и смислени посао. Ово указује на чињеницу да је инвестирање најважнији сегмент финансијског менаџмента.<sup>12</sup>

Пре него што се приступи креирању портфолија мора се поћи од карактеристика инвеститора у конкретном случају, његових циљева, преференција и ограничења којима подлеже. Када је реч о ограничењима треба утврдити потребе ликвидности, осетљивост на инфлацију, прописе, пореске обавезе. Свакако да све што смо набројали зависи од природе обавеза инвеститора. Управо су обавезе кључна ствар за разумевање различитог

---

<sup>9</sup> Финансијска институција се сматра ликвидном ако увек има приступ расположивим средствима по реалној цени тачно у време када су јој та средства неопходна.

<sup>10</sup> K. Black, Jr., H.D. Skipper, Jr., *op.cit.*, 883.

<sup>11</sup> Најпознатије стратегије за трговину обвезницама су: сусретање (engl. matching), „мердевине“ (engl. leddered), барбелл стратегија и стратегија каматне стопе. Д. Ерић, *Финансијска њржишија и инсѡруменѡи*, друго измењено и допуњено издање, Чигоја, Београд, 2003, 307-308.

<sup>12</sup> J.C. Van Horne, J. Wachowicz, *Основе финансијској менаџменѡа*, девето издање. Мате, Загреб, 2.

понашања институционалних инвеститора у погледу политике пласмана акумулираних средстава. Обавезе подразумевају одлив средстава у одређено време, а могу бити предвидиве и непредвидиве.

Поступак састављања портфолија мора бити у складу са: обавезама друштава за осигурање живота, очекиваним приливом профита, ценовном политиком и стратегијом управљања имовином и обавезама у друштву за осигурање. Иако се сам поступак може разликовати од друштва до друштва, ипак се може рећи да постоји пет базичних корака у ефикасном састављању портфолија.<sup>13</sup> На првом месту, треба успоставити одговарајуће контролне параметре. Другим речима, то значи да треба изабрати одговарајући репер који ће одражавати ограничења постављена пред солвентност и профитабилност једног осигуравача. У овом кораку се мери и успешност (ефикасност) самог инвестирања.<sup>14</sup>

Други корак представља утврђивање портфолио ограничења. Пословање друштава за осигурање може бити ограничено услед различитих разлога. Поред регулаторних, за осигураваче живота нарочито може да буде индикативно то што се могу појавити разна ограничења за инвестирање у иностранству, тј. на међународном тржишту када инвестирају у различитим валутама (нпр. депресијација валута у којој је инвестирано). Такође, важна су ограничења која се тичу различитих пореских обавеза и примене различитих рачуноводствених стандарда.

Претерано строги захтеви у погледу пласмана средстава у САД-у довели су до тога да се временом уведу клаузуле које ће ублажити постојећа ограничења. Те клаузуле су допринеле да се одређени износ средстава уложи у било који тип активе. Пад квалитета инвестиционе активе може бити узрокован (и јесте узрокован што показује текућа финансијска криза) агресивном инвестиционом стратегијом насталом после израженог конкурентског периода, падом тржишне вредности обвезница и ослабљеним тржиштем некретнина.

Следећи корак је одређивање алтернативних стратегија инвестирања. Алтернативне стратегије се предвиђају како би се одговорило на промену

---

<sup>13</sup> К. Black, Jr., H.D. Skipper, Jr., *op.cit.*, 897. и 898.

<sup>14</sup> Треба увек имати на уму да инвестициони ризик осигуравача зависи не само од осцилација инвестиционог приноса, већ и од ризика неадекватних цена (актуарски ризик) и неусклађености доспелости имовине и обавеза.

различитих тржишних услова (промена каматне стопе, девизног курса, раста цена).<sup>15</sup>

Анализа очекиваног прилива новца указује на исход очекиваних или циљаних резултата. Анализира се прилив новца по основу пласмана у одређене категорије активе и одлив новца по основу обавеза. Ово би био четврти корак.

Последњи корак у креирању портфолија представља мониторинг. Овај корак се односи на давање одговора на питања: Да ли је инвестициона политика била таква да су остварени пројектовани циљеви и да ли је расподела будућих резултата (приноса) у границама прихватљивости? Негативни одговори указују на чињеницу да је неопходно мењати структуру портфолија.<sup>16</sup>

Да би се саставио добар портфолио потребно је располагати бројним подацима почев од општег стања у привреди, економских и политичких прилика, мера монетарне и фискалне политике, стопе инфлације, девизног курса, трговинског биланса, преко положаја конкурентских друштава за осигурање, профитне стопе у привредној грани у коју се улаже, конкурентности компаније у коју се улаже у односу на остале компаније, пореских обавеза, до стопе раста добити.

У САД-у се инвестициони портфолио осигуравача живота састоји од две категорије. Прву категорију чине средства која се налазе на главном рачуну (*engl. general account*), а другу категорију средства која се налазе на посебним рачунима (*engl. separate accounts*).<sup>17</sup> Оваква класификација је извршена на основу природе обавеза осигуравача, ради чијег уредног извршавања се врши инвестирање у различите облике активе. Према томе, средства која треба да омогуће уредно извршавање уговорних обавеза и да обезбеде гарантовану исплату фиксних осигураних сума налазе се на главном рачуну. На одвојеним (посебним) рачунима се налазе средства, такође, намењена извршавању обавеза из уговора, с тим да се са ових рачуна исплаћује осигураницима онај део осигуране суме који зависи од инвестиционог ризика повезаног са улагањем у одређену активу која доноси, углавном, варијабилни приход. Другим речима, ризик инвестирања у активу од

---

<sup>15</sup> Постоје бројне стратегије управљања инвестиционим портфолијом (активне и пасивне). С. Крнета, *Портфолио харџија од вредности и сигурности управљања портфолијом*, Београдска берза, Београд, 88.

<sup>16</sup> К. Black, Jr., Н.Д. Skipper, Jr., *op.cit.*, 897. и 898.

<sup>17</sup> *Ibid.*, 879.

средстава са посебних рачуна директно погађа осигуранике, што значи да они директно носе ризик улагања.

За активу која се налази на посебним рачунима је карактеристично то да она не подлеже законским рестрикцијама у погледу улагања у поједине облике активе, која иначе важе за активу на главном рачуну. То значи да се портфолио посебног рачуна може састојати само од обвезница, само од акција или само од некретнина. Статистика каже да се око 25% средстава осигуравача живота држи на посебним рачунима.<sup>18</sup>

Висина добити на пласирана средства не би требало да буде нижа од просечне каматне стопе на тржишту капитала.<sup>19</sup> Добит која се оствари веома је важна за друштво за осигурање, али и за осигуранике, јер од њене висине зависи и цена осигурања (премија). Напоменимо и то да највећи део добити друштава за осигурање потиче од добити остварене од пласмана.<sup>20</sup>

Минимални износ добити који се оствари од пласмана средстава морао би бити једнак вредности претпостављене добити у поступку одређивања цене. Ако би се десило да добит од пласмана буде нижа од оне која је укалкулисана у цену, друштво би било у губитку. Често се дешава да друштва за осигурање послују са губицима који се покривају профитом оствареним од пласираних средстава. Отуда значај пласирања средстава за пословање друштава за осигурање.

Традиционално схватање ефикасног инвестирања подразумева остваривање високог профита уз минимизовање ризика. Наравно, оваква логика значи да би требало инвестирати у најризицијне инвестиције да би се остварио максималан профит. Ипак, овакво резонување није компатибилно са осигурањем живота и не може бити прихватљиво.

#### IV. Финансијска актива и њене карактеристике

У портфолију се могу наћи различити финансијски инструменти.<sup>21</sup> Постоји више категорија које су обухваћене овим појмом: хартије од вредности, депозити,

---

<sup>18</sup> *Ibid.*, 880.

<sup>19</sup> Ј. Кочовић, П. Шулерић, *Осигурање*, Економски факултет, Београд, 200.

<sup>20</sup> P.S. Rose, S.C.Hudgins, *Банкарски менаџмент и финансијске услуге*, шесто издање, Дата статус, Београд, 2005, 132.

<sup>21</sup> Као синоним за финансијске инструменте (*engl. financial instruments*) у САД-у се користи *security*. Д. Шошкић, Б. Живковић, *Финансијска тржишта и институције*, друго издање, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, 2007, 4.



потраживања, финансијска права, жирални новац, девизе и девизни курсеви, злато и племенити метали.<sup>22</sup>

Финансијски инструменти се разликују по ризику, приносу, отпорности на инфлацију, каматну стопу. Друштва за осигурање живота могу пласирати средства и у краткорочне и дугорочне финансијске инструменте, односно инструменте тржишта новца и тржишта капитала. Инвестирање у поједине финансијске инструменте (активу) носи предности и мане, те се стога пласмани у различиту финансијску активу одражавају на новчане токове осигуравача живота, тј. прилив и одлив новца. При том, морамо нагласити да на развијеним финансијским тржиштима постоји много шири спектар финансијских инструмената<sup>23</sup> и, аналогно томе, развијенији је „финансијски језик“, тј. много је више израза који се користе да би означили одређени инструмент.<sup>24</sup>

За институционалне инвеститоре, а тако и друштва за осигурање живота, хартије од вредности представљају најзначајнију врсту финансијске активе. Финансијска актива њеним власницима даје одређена права која су повезана са могућношћу наплате очекиваних финансијских средстава у будућности.<sup>25</sup> Другим речима, финансијска актива<sup>26</sup> представља права на неке будуће приходе или користи.

Оно што највише занима инвеститоре (осигураваче живота) приликом доношења одлуке у који облик активе инвестирати средства је следеће: принос, ризик и ликвидност. Истовремено, то су и основне карактеристике финансијске активе.<sup>27</sup> Међутим, поред ових карактеристика, у савременој литератури о финансијама наводе се још неке особености: период доспелости хартије од вредности који указује када ће се исплатити принос који носи хартија, могућност

---

<sup>22</sup> Д. Ерић, *op.cit.*, 16-21.

<sup>23</sup> У странијој литератури се често финансијски инструменти и финансијска актива користе као синоними, па ни ми у овом раду нећемо одступати од такве праксе.

<sup>24</sup> Из тог разлога појављује се проблем приликом превођења таквих израза, јер је домаћа терминологија оскудна, што је последица неразвијеног домаћег финансијског тржишта. У недостатку адекватнијих израза, често се користе страни изрази, јер се на нашим просторима, углавном, нпр. за све дуговне инструменте користи назив обвезница, што не може оптимално да репрезентује све особености те врсте финансијске активе. Д. Ерић, *op.cit.*, 262.

<sup>25</sup> Д. Ерић, *ibid.*, 260.

<sup>26</sup> За инвеститоре, куповина финансијских инструмената представља активу, тј. пласмане, а за емитенте финансијски инструменти представљају пасиву. Вредност финансијске активе директно не зависи од вредности физичких добара.

<sup>27</sup> Д. Марковић, *Монетарне финансије*, друго допуњено издање, Графос, Крагујевац, 2003, 325.

договарања осталих карактеристика, дељивост и деноминација, конвертибилност и порески третман.<sup>28</sup>

Под приносом од улагања подразумевају се новчани износи од пласмана у финансијску активу по основу власништва над истом, као и приноси који потичу од промене тржишне цене финансијске имовине (као проценат од почетне тржишне цене финансијске имовине).<sup>29</sup> Значи, принос од поседовања хартије од вредности се састоји од два елемента: прихода који доноси хартија и капиталног добитка (губитка).

Ризик, као друга важна карактеристика финансијске активе, представља вероватноћу одступања стварног од очекиваног приноса. Највећи ризик односи се на губитак целокупног новца уложеног у инвестицију. Ризици са којима се сусрећу друштва за осигурање живота, као институционални инвеститори, могу бити веома различити: инфлација, банкротства емитената хартија од вредности, промене девизног курса, раст каматних стопа, промене мера кредитно-монетарне и фискалне политике.

Ликвидност подразумева могућност брзог повраћаја средстава инвестираних у финансијску активу, тј. претварање финансијске активе у кратком року у готовину, без већих трансакционих трошкова. Сходно принципу сигурности, друштва за осигурање живота улажу у различите хартије од вредности. На првом месту, улажу у државне хартије од вредности које су најликвидније и најсигурније. Међутим, улажу и у хартије других емитената.

Да резимирамо, осигуравачи живота улажу у дугорочне хартије. Ипак, одређена средства се улажу краткорочно. Део техничке резерве у првим годинама, док још није оформљена математичка резерва, улаже се краткорочно сходно вероватноћи настанка осигураног случаја. Остатак, ван очекивања, може се уложити на дуги рок.<sup>30</sup>

У наставку дајемо преглед основне активе у коју улажу друштва за осигурање живота.

---

<sup>28</sup> F. Fabozzi, F. Modigliani, *Capital Markets – Institutions and Instruments*, third edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, 2003, 6.

<sup>29</sup> J.C. Van Horne, J.M. Wachowicz, *op.cit.*, 90.

<sup>30</sup> С. Андријашевић, В.Петрановић, *op.cit.*, 262.

## V. Обвезнице

Обвезнице представљају дужничке хартије од вредности. Реч је о инструментима дуга који су осетљиви на инфлацију. Све државне обвезнице карактерише: висок кредитни рејтинг, висока ликвидност, мали распон између куповних и продајних цена, релативно повољан порески третман, неопозивост.<sup>31</sup>

Значајан индикатор који указује у које обвезнице инвестирати је њихов ранг одређен на основу одређених параметара, а уз помоћ ког осигуравачи живота могу идентификовати ниво ризика и неизвесности приликом доношења одлуке о улагању. За осигураваче живота од интереса су обвезнице које су инвестиционо рангиране, а не спекулативне обвезнице.

Осигуравачима живота, као институционалним инвеститорима, иде у прилог то што се константно развијају нове форме хартија од вредности, које извиру из потреба привредне праксе и које доприносе да институционални инвеститори добију нову шансу да се заштите од различитих ризика.<sup>32</sup>

Муниципалне обвезнице издају градови. Предност ових финансијских инструмената лежи у томе што се не опорезује камата као приход од муниципалне обвезнице. У САД-у ово пореско ослобођење постоји под условом да су намењене финансирању јавних, а не приватних пројеката. Капитална добит подлеже опорезивању, осим обвезница продатих по есконтној цени, где се капитална добит (куповна цена према номиналној вредности) сматра као део инвеститорове чисте добити.<sup>33</sup> Иако ови финансијски инструменти имају висок кредитни рејтинг, немају довољно висок степен ликвидности.<sup>34</sup>

Муниципалне обвезнице су врло сигуран инструмент улагања. Носе нижу камату и не одбацују висок принос. Могу бити опште и приходне. Ове потоње носе већи ниво ризика јер принос зависи од успешности инвестиционог пројекта који треба да финансирају. Опште облигационе обвезнице су оне за које својим угледом гарантује орган владе који их издаје. Ове обвезнице се могу платити из било ког извора прихода. Приходне обвезнице се користе за финансирање

---

<sup>31</sup> Д. Ерић, *op.cit.*, 279-281.

<sup>32</sup> Д. Ерић, *ibid.*, 306.

<sup>33</sup> Д. Ерић, *ibid.*, 314.

<sup>34</sup> Мало је емисија којима се тргује на одређени датум, а оне са којима се тргује често остварују само једну трансакцију дневно. Д. Ерић, *ibid.*, 314.

дугорочних пројеката који доносе приход, а које се плаћају само из одређених извора средстава.

Анализа цена обвезница, као и осталих хартија од вредности, је од великог значаја с обзиром да висина тржишних цена хартија од вредности директно утиче на величину активе осигураваача живота и њихове стопе приноса. Иначе, цене хартија дају сигнале инвеститорима (осигураваачима живота) о стабилности емитента и сигурности улагања у њега.<sup>35</sup>

У САД-у највећи део активе компанија за осигурање живота пласиран је у корпоративне обвезнице и то, преко 40%. Ове хартије од вредности су веома атрактивне за компаније за осигурање и за пензионе фондове, нарочито због већег кредитног ризика који носе у односу на државне хартије и због ограниченијег тржишта за поновну продају. Корпоративне менице и обвезнице носе виши принос од државних обвезница.

Обвезнице (engl. bonds), као дугорочне хартије од вредности, представљају најзаступљенији облик финансијске активе у који компаније за осигурање живота улажу своја средства.<sup>36</sup> Природи њихових обавеза (дугорочност) одговара дугорочна природа обвезница као финансијских инструмената. Обвезнице су мање ризични финансијски инструменти у односу на акције. Из тог разлога највећи део портфолија осигураваача живота је састављен од ове финансијске активе, без обзира што носи нижи принос у односу на акције. Међутим, ово није једина разлика између обвезница и акција. Постоје још неке које доприносе томе да обвезнице, као средство инвестирања капитала, буду привлачније од акција. Разлике су и правне и економске природе. Навешћемо неке од њих.

Из правног угла посматрано, инвеститори у обвезнице су уједно и повериоци издаваоца обвезница, док су акционари његови чланови. Значи, потраживање инвеститора у обвезнице је дуг издаваоца који се инвеститору враћа

---

<sup>35</sup> Д. Ерић, *ibid.*, 301.

<sup>36</sup> У периоду између 1966-1985. компаније за осигурање живота у САД-у, Јапану и готово свим земљама Европе, изузев у Великој Британији, повећале су проценат инвестирања средстава у обвезнице и тако, донекле, промениле структуру портфолија. Углавном је разлог за то био дефицит државног буџета. Да би се он покрио, државе су издавале обвезнице које су куповали осигураваачи живота. То је био случај у Јапану, САД-у, Канади и Немачкој. У Великој Британији је дошло до нешто мањег улагања у корпоративне обвезнице јер је смањена њихова емисија као и емисија обвезница са фиксним приносом. Улагало се, углавном, у државне обвезнице које су тада носиле сигуран и висок принос. Е.Р. Davis, *Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pensions Funds*, BIS, Economic Papers, No 21- January, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basle, 1998, 38.

по истеку рока доспећа.<sup>37</sup> С обзиром да су имаоци обвезница повериоци издаваоца обвезница, они имају предност у наплати потраживања у односу на имаоце акција. Уколико је обвезница обезбеђена гаранцијом, ималац обвезнице не сноси ризик за пословање издаваоца, а ако није, сноси ризик инсолвентности и стечаја. С друге стране, акционар носи ризик за пословање издаваоца, само до висине уложеног капитала. По правилу, потраживање имаоца обвезнице је фиксно, а имаоца акције зависи од успешности пословања издаваоца. Ипак, постоје изузеци (тзв. гарантоване акције гарантују исплату дивиденде у одређеном износу). За разлику од акција, обвезнице, по правилу, не дају управљачка права. Међутим, постоје и акције које не дају управљачка права, као што постоје и обвезнице које власнику обезбеђују поред камате и дивиденду (тзв. партиципативне обвезнице).<sup>38</sup>

Поред ових, постоје разлике економске природе међу којима посебно место припада онима које се тичу пореског третмана. За компаније за осигурање живота, као инвеститоре у обвезнице и акције важно је то што постоји различит порески третман камата у односу на дивиденде. Порески третман дивиденди је неповољнији у односу на камате. Економско двоструко опорезивање погађа само дивиденде,<sup>39</sup> али не и камате.

Обвезнице су осетљиве на високу инфлацију јер она умањује њихову реалну вредност и доводи до негативних реалних стопа приноса. Тржишна вредност обвезница је обрнуто пропорционална висини каматне стопе. То значи да тржишна вредност обвезница пада када каматне стопе расту и обрнуто. Уколико имовина и обвезнице нису у потпуности усклађени, улагање средстава у обвезнице носи ризик реинвестирања (нпр. рок доспећа обвезница је краћи од рока доспећа обавеза из уговора) и пада вредности инвестиционог портфолија.<sup>40</sup>

Заштита од инфлације може се обезбедити улагањем у индексиране обвезнице (engl. index linked bonds) и обвезнице које гласе на страну валуту (engl. foreign currency bonds). Ризик улагања у обвезнице може се односити на

---

<sup>37</sup> И. Јанковец, М. Мићовић, *Привредно право*, Правни факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац, 2006, 598.

<sup>38</sup> *Ibid.*

<sup>39</sup> Другим речима, расподељени део добити корпорације се опорезује два пута: на нивоу корпорације плаћа се порез на добит, а затим се дивиденде акционара опорезују порезом на доходак грађана. Д. Поповић, *Пореско право*, општи део, Цекос Ин, Београд, 2006, 323-324.

<sup>40</sup> С. Андријашевић, В. Петрановић, *op.cit.*, 264.

неиспуњење обавеза од стране издаваоца (кредитни ризик), промену каматних стопа и опозив од стране њихових емитената.

Велики буџетски дефицит у САД-у, висока стопа приноса на обвезнице почетком 80-их година XX века и жеља за већом ликвидношћу, довели су до тога да инвестиције у обвезнице порасту са 4% на 14% у периоду између 1980-1985. Удео обвезница у портфолију осигуравача живота са северноамеричког континента наставља тренд раста од 1989. Тако, у САД-у обвезнице заузимају 49.65% укупног портфолија 1998., док је у Канади, у истој години, тај проценат нешто мањи (41.38%).

Од укупних обвезница у портфолију осигуравача живота у Северној Америци веома значајно место припада обвезницама појединих компанија. Њихова атрактивност потиче, обично, од дужег рока доспелости у односу на државне обвезнице и вишег приноса који носе, мада је ликвидност због тога мања. Корпоративне обвезнице у САД-у чине 41.1% портфолија. Често се корпоративне обвезнице у САД-у издају као приватни пласмани. Приватни (директни) пласмани (engl. private placement) могу бити много повољнији за компаније за осигурање живота из више разлога:<sup>41</sup> трошкови емисије обвезница су нижи него код јавне понуде, о условима понуде се директно преговара што омогућује осигуравачима живота да боље дефинишу одредбе споразума и да их прилагоде својим потребама. Такође, емитент је сигуран да ће целокупна емисија бити прихваћена. Ипак, карактерише их нижи степен ликвидности него обвезнице издате у поступку јавне понуде, али и виши очекивани принос. Седамдесетих и осамдесетих година прошлог века, инвестиције у обвезнице издате у поступку директног пласмана, чиниле су 75% портфолија. Међутим, постепено је долазило до смањења тог процента да би крајем 1996. у ове обвезнице било инвестирано око 16.3% средстава главног рачуна. Разлог је потреба за ликвиднијим средствима.

Важно је напоменути да компаније за осигурање живота могу, приликом преговарања о куповини корпоративних обвезница у поступку директног пласмана, уговорити такве услове који ће помоћи да се контролише ризик неподударања рокова доспећа имовине и обавеза. Тако, може се уговорити да

---

<sup>41</sup> К. Black, Jr., H.D. Skipper, Jr., *op.cit.*, 884

обележја прилива готовине одговарају како потребама осигуравача живота тако и потребама емитента.<sup>42</sup>

Пласмани у корпоративне обвезнице су много сигурнији од пласмана у акције, и зато, они више одговарају природи обавеза осигуравача живота. Што се тиче ограничења у погледу улагања средстава компаније у обвезнице, у САД-у не постоје ограничења у погледу укупне количине средстава која се пласирају у корпоративне обвезнице. Ограничења постоје само када је реч о квалитету појединих обвезница, као и концентрацији инвестиција код једног емитента.<sup>43</sup>

Пошто су потребе за ликвидношћу постале веће од 80-их година то је дошло до веће тражње за инструментима који носе већу камату, а финансијске институције су почеле да креирају ликвидније портфолије због већих осцилација каматних стопа. Као последица овога дошло је до скраћења рока доспећа. Прописи у САД-у забрањују улагање у обвезнице које су ниско котиране, односно које карактерише висок ризик (engl. junk bonds).

У Немачкој је 80-их година XX века учешће приватних обвезница (хипотекарних, индустријских и других) било константно, док је у Јапану забележен раст од 1976. што се поклопило са индиректним финансирањем компанија и дерегулацијом.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> K. Black, Jr., H.D. Skipper, Jr, *ibid.*, 885.

<sup>43</sup> Постоји 6 категорија обвезница. Последња категорија је најлошијег квалитета. Обвезнице средњег квалитета се налазе у трећој категорији. У обвезнице средњег и нижег рејтинга не може се уложити више од 20% укупних средстава. У облигације које имају вредности 4,5 и 6 може се уложити највише 10% средстава; у облигације које имају вредности 5 и 6 дозвољен максимум је 3%; у облигације последње категорије највише 1%. K. Black, Jr., H.D. Skipper, Jr., *op.cit.*, 886-887.

<sup>44</sup> E.P. Davis, *op.cit.*, 40.

## VI. Сложени финансијски инструменти

Потребе привредне праксе, интензивнија конкуренција, дерегулација и преклапање послова банака и компанија за осигурање живота, довели су до појаве нових хартија од вредности због чега се често истиче да је дошло до праве револуције у њиховом развоју. Поменућемо секјуритизоване хартије, подељене хартије од вредности и структуриране менице.<sup>45</sup>

Структуриране менице су настале како би се инвеститори заштитили од промене каматних стопа. Ове менице су веома сложене, а довеле су до многих губитака због промене каматних стопа. Иначе, структуриране менице настају на основу удружених хартија од вредности брокера и дилера, а чији се принос по камати може периодично поново утврђивати (квартално, полугодишње или после неколико година). Принос се утврђује на основу референтне стопе, као што је стопа на америчке благајничке записе и обвезнице. Њихов принос не може да падне испод минималног нити да пређе одређени максимум.

Од посебног значаја за друштва за осигурање живота су секјуритизоване хартије од вредности.<sup>46</sup> Секјуритизоване хартије од вредности су још једна врста хибридних хартија насталих на основу удружених зајмова. Ове хартије су гарантоване зајмовима истог типа и квалитета (зајмови за аутомобиле, осигуране хипотеке на куће, зајмови за кредитне картице), с тим што су најбројније хартије које се издају на подлози хипотекарних зајмова.

Осим секјуритизације у банкарству, постоји и секјуритизација у осигурању. Она се спроводи због диверзификације ризика, због повећања ликвидности друштава за осигурање, лакшег приступа тржишту капитала и повећања профитабилности.<sup>47</sup> Главне врсте секјуритизованих хартија од вредности су: хартије од вредности са фиксним пулом прихода гарантованих

---

<sup>45</sup> P.S. Rose, S.C. Hudgins, *op.cit.*, 315.

<sup>46</sup> Секуритизација је претварање пула хипотекарних зајмова као мање ликвидне дугорочне финансијске активе у дугорочне хартије од вредности које се лако могу претворити у ликвидна средства. Н.Тодоровић, *Хипотекарно тржиште и склоност ка рефинансирању*, Правни факултет Универзитета у Крагујевцу, Крагујевац, 2006, 139. У ствари, зајмови се трансформишу у хартије од вредности којима се јавно тргује. Секуритизација доводи до скраћивања рока доспећа средстава зајмодавцу, умањујући тако укупну осетљивост на кретања каматне стопе. P.S. Rose, S.C. Hudgins, *ibid.*, 277 и 278.

<sup>47</sup> Ј. Лабудовић, *Секјуритизација у осигурању*, Право и привреда, Удружење правника у привреди Србије, Београд, бр. 5-8, 2009, 233.



капиталом, колатерализоване хипотекарне облигације и обвезнице са хипотекарним јемством.

Хартије од вредности са фиксним пулом прихода гарантоване капиталом настају када банка формира пул сличних хипотекарних зајмова који се појављују у њеном билансу, пребацује их на рачун који контролише поверилац и издаје хартије од вредности заинтересованим инвеститорима користећи хипотекарне зајмове као средство обезбеђења.<sup>48</sup>

На хипотекарном тржишту САД-а, за разлику од хартија од вредности које креира Национална владина асоцијација за хипотеке, Федерална национална асоцијација за хипотеке секјуритизује како конвенционалне (неосигуране) хипотеке на куће, тако и хипотеке на куће са владиним осигурањем. Сви инвеститори који купе ове хартије од вредности заштићени су од неизвршења обавеза с обзиром да Савезна стамбена управа (engl. Federal Housing Administration) и Управа ветерана (engl. Veterans Administration) обезбеђују враћање удружених зајмова, чак и ако власници кућа напусте своју кућу. Додатно обезбеђење за отплату главнице и камате зајмова могу дати Национална владина асоцијација за хипотеке и Федерална владина асоцијација за хипотеке.<sup>49</sup>

Федерална корпорација за хипотеке на стамбене кредите САД-а (engl. Federal Home Loan Mortgage Corporation) је 1983. увела нову врсту хибридних хартија од вредности – колатерализовану хипотекарну облигацију. Реч је о хартији од вредности са фиксним пулом прихода, која је гарантована капиталом, а подељена на више класа од којих свака има различиту стопу приноса на купон и различиту изложеност ризику. Колатерализована хипотекарна облигација произилази или из секјуритизовања хипотекарног пула зајмова, или из секјуритизовања хартија од вредности са фиксним пулом, отписујући ове елементе из биланса фирме која их поседује.<sup>50</sup>

Последња у низу хибридних хартија су обвезнице гарантоване хипотеком (engl. Mortgage backed bonds). За разлику од претходних хартија код којих се хипотекарни зајмови избацују из биланса, обвезнице са хипотекарним јемством и

---

<sup>48</sup> Пул хипотекарних зајмова обезбеђује плаћање главнице и камате. У САД-у отплату главнице и камате гарантује Национална владина асоцијација за хипотеке (Government National Mortgage Association – GNMA) уз провизију од 6 поена или 0,06% од укупног износа зајмова који се налазе у пулу. P.S. Rose, S.C.Hudgins, *op.cit.*, 315.

<sup>49</sup> *Ibid.*, 316.

<sup>50</sup> *Ibid.*

хипотекарни зајмови који су гаранција за исте, остају у билансу издаваоца и не постоји директна веза између плаћања главнице и камате (која произилази из самих хипотекарних зајмова) и плаћања главнице и камате која се дугује по основу обвезница са хипотекарним јемством.

Све ове претходно наведене хартије од вредности у великој мери учествују у инвестиционом портфолију институционалних инвеститора. Разлози њихове популарности односе се на: гаранцију од владиних агенција или приватних институција, виши просечни принос, недостатак зајмова доброг квалитета и хартија од вредности других врста на неким тржиштима широм света и супериорна ликвидност и утрживост хартија од вредности обезбеђених зајмовима у поређењу са ликвидношћу и утрживошћу самих зајмова.<sup>51</sup>

Подељене хартије од вредности су увели дилери хартијама од вредности. Настале су тако што је одвојено плаћање главнице и камате од основног обезбеђења дуга, а затим су продавана посебна потраживања ових обећаних прилива прихода. Потраживања само за плаћања главнице по хартији названа су „само главница“ хартија од вредности (engl. principal only – PO), док су потраживања само у вези са приливом од плаћања камате названа хартије од вредности „само за камату“ (engl. interest only - IO). Подељене хартије од вредности се често много разликују од хартија из којих су настале.<sup>52</sup>

Свака подељена хартија од вредности продаје се по есконтној стопи њене номиналне вредности. Цене ПО обвезница су осетљивије на промену каматних стопа него редовне обвезнице, док IO обвезнице показују мању осетљивост цена у односу на ПО.

Многи инвеститори, па и друштва за осигурање живота често се опредељују за продају хартија од вредности из сопственог портфолија, како их не би држали до рока доспелости. На тај начин, с једне стране, могу остварити већи принос зарађујући на разлици у цени, а с друге стране, тако долазе до ликвидних средстава када су им потребна и могу инвестирати у исплативије инвестиције.

---

<sup>51</sup> Држање хипотекарног портфолија у дужем року је ризично, па је зато важно обезбедити функционисање секундарног хипотекарног тржишта јер омогућава претварање неликвидне новчане активе у ликвидну. Тако ће кредитори минимизовати ризик, а инвеститори ће пронаћи нове финансијске инструменте и диверзификовати свој инвестициони портфолио. Н.Тодоровић, *ibid.*, 20.

<sup>52</sup> P.S. Rose, S.C. Hudgins, *ibid.*, 317.

Морамо нагласити да на политику инвестирања у великој мери утиче величина једне компаније. То значи да ће мање компаније теже поднети промењене економске услове у њиховим регионима него веће компаније. Из тих разлога, мање компаније ће у својим портфолијима држати већи проценат мање ризичних хартија како би умањиле велике ризике. Веће компаније, за разлику од мањих, често инвестирају у иностране хартије од вредности, облигације по приватном дугу и акцијском капиталу, посебно у корпоративне обвезнице и корпоративне менице.<sup>53</sup>

## VII. Акције

Акције представљају власничке хартије од вредности. Прилив новчаних средстава по основу пласмана у акције подлеже већим флукуацијама, него прилив средстава по основу обвезница. Зато се може рећи да је улагање у акције ризичније него улагање у обвезнице. Стога, компаније за осигурање живота у САД-у, најчешће, улажу у акције само средства са посебних рачуна.<sup>54</sup> С обзиром да ризик инвестиција са посебних рачуна осигуравача живота у САД-у носе осигураници, генерално, не постоје ограничења у погледу улагања средстава са ових рачуна у акције. У акције се обично улаже око 50% средстава са посебних рачуна. Такође, често се улаже и у инвестиционе фондове.

Прилив новца од акција одређен је негарантованим периодичним исплатама дивиденди и тржишном вредношћу акција. Иако, после дужег периода, принос од обичних акција показује повољне резултате у прилагођавању на ризик, нередовна природа прилива новца не иде у прилог инвестицијама друштава за осигурање живота. Из њиховог угла посматрано, пожељније је да принос буде предвидљивији као код инвестирања у активу која носи фиксни принос. Ипак, акције могу бити врло прикладне за улагање акумулираних средстава за осигураваче код којих је заступљен већи број варијабилних полиса.

---

<sup>53</sup> Сходно пракси у САД-у, корпоративне менице издају предузећа, а рок доспелости им је до 5 година. Хартије које имају рок доспећа преко 5 година називају се корпоративне обвезнице. *Ibid.*, 319.

<sup>54</sup> К. Black, Jr., H.D. Skipper, Jr., *ibid.*, 889.

### VIII. Некретнине

Инвестирање у некретнине може бити врло атрактивно за осигураваче живота јер могу остварити, тренутно, виши принос у односу на принос од акција. У условима инфлације, улагање у некретнине пружа добру заштиту јер се закупнина од некретнине може подизати у складу са растом цена. Прилив новчаних средстава од некретнине одређује висина закупнине и оперативни трошкови. Одступања од очекиваног прилива новца могу се јавити због неплаћања закупнине и промене висине закупнине.<sup>55</sup>

### IX. Зајмови по основу полисе

Зајмови по основу полисе су специфична инвестиција друштва за осигурање живота из два разлога. Као прво, ови зајмови не представљају плод инвестиционог менаџмента, већ је реч о дискреционом праву власника полисе. Друго, износ зајма не би требало да пређе висину осигуране суме, тако да неотплаћени део главнице зајма може да се одбије од осигуране суме у случају смрти осигураника. Из овога произилази да је безбедност оваквих зајмова апсолутна.

За сваку компанију за осигурање важно је да хартије од вредности у њеном портфолију задовоље услов ликвидности јер могу доћи у ситуацију да их продају пре њиховог рока доспећа. Зато је један од основних проблема приликом креирања инвестиционог портфолија анализа ширине и дубине тржишта поновне продаје, тј. секундарног тржишта.<sup>56</sup> Државне хартије од вредности су најликвидније, затим следе муниципалне обвезнице и хипотекарне хартије од вредности. Ликвидне хартије од вредности обично имају нижи профит, што говори о конфликтности између принципа ликвидности и профитабилности.

Код одређених хартија од вредности појављује се специфичан ризик кога не срећемо код осталих хартија. То је ризик ранијег плаћања а који је карактеристичан за хипотекарне хартије од вредности. Овај ризик настаје зато

---

<sup>55</sup> *Ibid.*, 890.

<sup>56</sup> По дефиницији, ликвидне хартије од вредности су оне које имају спремно тржиште, релативно чврсту цену и велику могућност повраћаја првобитног износа који је инвестиран (низак ризик главнице). P.S. Rose, S.C. Hudgins, *op.cit.*, 328.

што плаћања камате и главнице из пула секјуритизованих зајмова могу да буду потпуно различита од плаћања која су очекивана. Због рефинансирања хипотекарног зајма долази до убрзаног плаћања (отплате зајма од стране дужника) када тржишне каматне стопе опадну. С друге стране, неки дужници могу продати непокретност на коју је стављена хипотека и исплатити дуг, док неки други неће бити у стању да уредно отплаћују зајам. Зато ће доћи до поремећаја у новчаном току.

Брзина исплате хипотекарних зајмова зависи од разлике између каматне стопе на сличне врсте зајмова и каматне стопе на зајмове у секјуритизованом пулу. Када каматне стопе падну испод каматних стопа у пулу довољно да би се покрили трошкови рефинансирања, све више дужника ће опозвати своје зајмове и раније их исплатити. Другим речима, ово значи да тржишна вредност хипотекарних хартија од вредности не зависи само од обећаног прилива готовине (главнице и камате), већ и од планираних ранијих плаћања и неизвршења обавеза по зајму.<sup>57</sup>

## Х. Пласмани у ЕУ

У Европској Унији питање пласмана средстава осигуравача живота регулисано је Директивом 2002/83/ЕЦ.<sup>58</sup> У члану 24., параграф 1. Директиве наводе се одређена ограничења у погледу пласмана средстава по категоријама активе. Такође, у истом члану истиче се да би требало поштовати принцип диверзификације улагања. Овај принцип подразумева да не би требало прекомерно концентрисати средства у једну категорију активе, да треба бити опрезан приликом улагања у ризичну активу. Свака држава чланица ЕУ мора да пропише ограничења када је реч о зајмовима који немају никакве гаранције. Такође, изузетно, држава чланица може привремено, на захтев друштва за осигурање, дозволити изузетке од ограничења која су наведена у параграфу 1.

---

<sup>57</sup> Пре куповине хипотекарних хартија мора се анализирати колики број зајмова би могао да буде раније отплаћен. При том, разматра се висина каматне стопе, промене криве приноса, утицај сезонских фактора, стање привреде, незапосленост и колико је старијих зајмова у пулу јер постоји већи степен вероватноће да ће се старији зајмови отплатити пре него новији. P.S. Rose, S.C. Hudgins, *ibid.*, 329-330.

<sup>58</sup> Official Journal of the European Communities L 345/1.

Поменута Директива у члану 24. дефинише правила диверзификације пласмана друштава за осигурање живота. Највише 10% средстава техничке резерве се може уложити у једну непокретност, односно више њих које су међусобно повезане тако да представљају једно улагање. Највише 5% средстава техничких резерви може се уложити у акције и друге хартије од вредности, тј. инструменте тржишта новца и тржишта капитала. Овај лимит се односи и на зајмове који се одобравају једном кориснику зајма. Лимит о коме је реч се може повећати на 10%, под условом да друштво за осигурање живота не уложи више од 40% укупних резерви у зајмове или обвезнице компанија које их емитују уз додатни услов да у сваког емитента није уложено више од 5% средстава.

Директивом су утврђени и лимити за улагање у зајмове без покрића. Тако, предвиђено је да се не може пласирати више од 5% техничких резерви у укупне зајмове без покрића, односно више од 1% у појединачни зајам без покрића, осим када је реч о зајмовима кредитним институцијама, друштвима за осигурање. Ова ограничења могу бити повећана на 8%, односно 2%, што зависи од одлуке органа државе чланице ЕУ у којој је друштво за осигурање основано. У готовини се може држати највише 3% средстава техничких резерви, а у акције и обвезнице којима се не тргује на организованом тржишту може бити уложено највише 10% средстава. Независно од прописаних лимита, важно је истаћи да треба бити опрезан приликом постављања ограничења у политици пласмана која се намећу прописима јер она не смеју водити смањењу тржишног удела осигуравача.

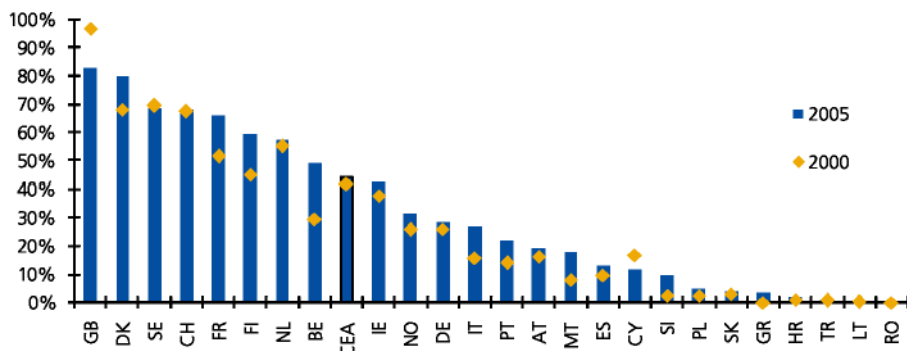
Интересантна је чињеница да се на захтев компаније за осигурање може одступити од предвиђених лимита, а у складу са чл. 22. Директиве. Заправо, овај члан се односи на висину техничких резерви које треба да буду на оном нивоу који ће обезбедити сигурност, одређену добит и погодност за пласмане (инвестиције). Дакле, пласмани друштава не би требали да доведу у питање сигурност, ликвидност и солвентност друштва. Истовремено мора се водити рачуна да пласмани обезбеде максималну могућу профитабилност.

Интересантно је поменути да инвестиције осигуравача живота чине око 44.5% БДП у 2005. у Европи. То је повећање у односу на 2004. када је учешће у БДП било 42.1%, а 2003. 29.5%.<sup>59</sup> Будући да је раст заступљености инвестиција компанија за осигурање живота у БДП константан задњих десет година, можемо

---

<sup>59</sup> СЕА, *The European Life Insurance Market in 2005*, 26.

закључити да је то последица чињенице да осигурање живота заузима све важнију улогу у финансирању привреде. Највеће учешће инвестиција осигуравача живота у БДП је у Великој Британији и Немачкој. У новим државама чланицама ЕУ овај проценат је значајно нижи.<sup>60</sup> На графику који следи приказано је учешће осигуравача живота из појединих држава у БДП у периоду од 2000-2005.



Извор: CEA, *The European Life Insurance Market in 2005*, CEA Statistics, No 29, Brussels, april 2007, p. 26.

## XI. Република Србија

Политика пласмана друштава за осигурање на тржишту Републике Србије регулисана је Законом о осигурању<sup>61</sup> и Одлуком гувернера НБС о ограничењима појединих облика депоновања и улагања техничких резерви и о највишим износима појединих депоновања и улагања гарантне резерве друштва за осигурање (у даљем тексту: Одлука).<sup>62</sup> Напоменимо да иако се ова Одлука односи и на техничке резерве<sup>63</sup> и на гарантну резерву,<sup>64</sup> ограничење у погледу улагања

<sup>60</sup> Концентрација осигурања је највећа у најразвијенијим земљама. У укупној светској премији најразвијеније земље учествују са око 90%, јер се у тим земљама (Северна Америка, Западна Европа, Јапан и Аустралија) налазе највећи осигуравачи. У овим земљама живи свега 1/5 укупног светског становништва, а остварује се чак 75% укупног БДП. Б.Маровић, Н. Жарковић, *Тржиште осигурања у Југославији – њерсијективне развоја*, Пословна политика, 1999, 118.

<sup>61</sup> Чл. 114, 115, 118 и 119. Закона о осигурању, *Службени гласник РС*, бр. 5/2004, 70/2004 и 61/2005

<sup>62</sup> *Службени гласник РС*, бр. 83/2005.

<sup>63</sup> У осигурању живота техничке резерве се састоје од: преносне премије, резервисане штете, резерве за учешће у добити и математичке резерве.

<sup>64</sup> Гарантна резерва се састоји од основног капитала, резерви из добити и добити одређене актима друштва, нераспоређене добити из претходних година до 50%, нераспоређене добити из текуће године до 50% под условом да тај износ не прелази просечну вредност нето добити остварене у последње три године и да не прелази 25% од гарантне резерве и ревалоризационе резерве. Гарантна резерва се смањује за износ откупљених сопствених

предвиђено је само за средства техничких резерви, а не и за гарантну резерву. Осигуравачима живота је остављена већа слобода доношења инвестиционих одлука за инвестирање ових средстава. Одлуком Народне банке Србије прописано је да се средства гарантне резерве улажу у складу са правилима струке осигурања и добрим пословним обичајима у облике финансијске активе која је прописана и за средства техничких резерви, али тако да се увек обезбеди очување реалне вредности тих средстава и да она увек буду већа од маргине солвентности. Свакако да се депоновање и улагање има вршити у складу са пословном политиком друштва, као и у складу са поступком за препознавање, мерење и управљање ризиком депоновања и улагања средстава којима су утврђени циљеви и методе депоновања и улагања. Квантитативна ограничења одређена у Одлуци постављена су тако да друштво за осигурање живота може у свом портфолију имати више акција од обвезница и других дужничких хартија од вредности.<sup>65</sup> Самим тим може се разликовати и структура портфолија друштава за осигурање живота. Директива која регулише питање пласмана на нивоу ЕУ се донекле разликује у погледу дозвољене имовине у коју се може улагати. Једна од разлика тиче се чињенице да она предвиђа могућност одобравања зајмова (кредита), док то није случај код нас. Лимит за одобравање оваквих кредита је 5% за кредите без покрића, с тим да се може повећати за још 5% ако је осигуравач уложио више од 40% техничких резерви у зајмове или обвезнице емитента и позајмиоца. Такође, нашим прописима није одређен лимит за држање готовине, док Директива предвиђа да се може највише до 3% држати у готовини.

Наш законодавац дозвољава улагање у хартије од вредности које издаје држава, централна банка, међународне финансијске организације, обвезнице и акције којима се тргује на организованом и неорганизованом тржишту хартија од вредности, банкарске депозите,<sup>66</sup> некретнине и друга стварна права на

---

акција, губитак из ранијих година и губитак из текуће године. Чл. 116. Закона о осигурању.

<sup>65</sup> Одлуком је предвиђено да се у следеће облике активе не може уложити више од: 35% у обвезнице, односно друге дужничке хартије од вредности којима се тргује на организованом тржишту хартија од вредности; 25% у акције којима се тргује на организованом тржишту хартија од вредности; 5% у обвезнице, односно друге дужничке хартије од вредности и акције којима се не тргује на организованом тржишту хартија од вредности; 20% у депозите банака; 30% у непокретности и друга стварна права на непокретностима.

<sup>66</sup> Укупни депозити код банака не могу бити већи од 20%.



непокретностима.<sup>67</sup> Такође, дозвољено је улагање у иностранству, с тим што се ова одредба,<sup>68</sup> иако је закон донет раније, може примењивати од почетка 2007. године.

Требало би подстицати улагања у оне облике финансијске активе која ће допринети бржем привредном расту и развоју. То би значило да би требало улагати у корпоративне обвезнице и акције. Чињеница да се на хартије од вредности које су емитовале државе, централне банке, међународне финансијске организације, хартије од вредности за које гарантују ови емитенти, као и за готовину у благајни и на рачунима код банака не односе ограничења депоновања и улагања говори да би се потенцијални портфолио осигуравача живота могао састојати од високо ликвидне активе, са ниским нивоом ризика, али и нижим приносом.

Да би ублажила ефекте кризе на домаћем тржишту, Централна банка је предложила привремене мере за спречавање и ублажавање поремећаја на финансијском тржишту које се односе на читав финансијски сектор.<sup>69</sup> У том смислу, Народна банка Србије је извршила измене одређених прописа, па је повећала лимит за пласман техничких резерви у депозите банака на 35% код животних осигурања и на 40% у неживотним осигурањима.<sup>70</sup> Уз ове измене, новине се односе на услове које морају испунити акције у које друштва за осигурање желе пласирати средства техничких резерви, а које нису котиране на листингу А Београдске берзе. Када је реч о животном осигурању, за акције које нису котиране на листингу А Београдске берзе и акције правних лица са седиштем

---

<sup>67</sup> Укупна улагања у некретнине и друга стварна права на непокретностима не могу бити већа од 30%, под условом да су уписани у земљишне, односно друге јавне књиге, ако доносе принос, односно ако је у вези с њима могуће очекивати принос и ако је њихова куповна цена одређена на основу процене овлашћеног процењивача.

<sup>68</sup> Чл. 119. став 2. Закона о осигурању.

<sup>69</sup> Народна банка Србије је као свој стратешки циљ за период 2006-2009. поставила креирање и одржавање сигурног и стабилног тржишта осигурања ради заштите интереса осигураника и корисника осигурања, с једне стране и обезбеђивање услуга и производа осигурања на квалитетан и транспарентан начин, с друге стране. Народна банка Србије, *Сектор осигурања у Србији - извештај за 2007. годину*, 2. Потврду постављеног циља представљају привремене мере за спречавање и ублажавање поремећаја на финансијском тржишту.

<sup>70</sup> Тачка 10. Одлуке о привременим мерама за спречавање и ублажавање поремећаја на финансијском тржишту у Републици Србији од 10. децембра 2008. Иначе, лимит за улагање у депозите банака за животна осигурања био је 30%, а за неживотна осигурања 35%. Одлука о ограничењима појединих облика депоновања и улагања техничких резерви и највиших износа појединих депоновања и улагања гарантне резерве друштва за осигурање, *Службени гласник РС*, бр. 35/2008

у државама чланицама ЕУ, односно ОЕЦД-е максимални износ средстава која се могу пласирати износи 25% до 30. јуна 2009. године, а за период од 1. јула 2009. године до 31. децембра 2009. године горња граница је 20%. Код неживотних осигурања, за исту категорију активе, лимит износи 20% за период до 30. јуна 2009. године, а за период од 1. јула 2009. године до 31. децембра 2009. године износи 15%.<sup>71</sup> Као што се може приметити, лимити за улагање су промењени у односу на Одлуку Народне банке Србије (у даљем тексту: НБС) којима се регулишу ограничења улагања средстава техничке резерве, с тим што су претходно поменуте мере привремене.

НБС дозвољава друштвима за осигурање и другим резидентима, сходно чл. 16. Закона о девизном пословању,<sup>72</sup> да могу слободно куповати финансијске деривате у иностранству како би се заштитили од ризика промене каматне стопе, промене девизног курса, промене цена акција и промене берзанског индекса (тачка 8. Одлуке о привременим мерама за спречавање и ублажавање поремећаја на финансијском тржишту у Републици Србији). Новина у односу на Закон о девизном пословању је чињеница да је куповина финансијских деривата слободна, што иначе није случај. Закон о девизном пословању, у редовним околностима, дозвољава резидентима у смислу овог Закона, куповину финансијских деривата под условима и на начин који пропише НБС. До сада је једино НБС могла слободно да врши куповине финансијских деривата, а сви остали уз одређена ограничења. Међутим, у току 2009. године, на коју се односе привремене мере НБС, резиденти морају да плаћања и наплату у пословима са финансијским дериватима врше преко банке која је обавезна да НБС доставља извештаје о томе.

Поред тога, друштва за осигурање могу вршити плаћања ради куповине власничких хартија од вредности у иностранству под условом да нису у питању директне инвестиције. Такође, дозвољена је куповина само оних дугорочних дужничких хартија од вредности чији су издаваоци државе чланице ОЕЦД и међународне финансијске организације. То значи да се у 2009. години не може улагати у друге дужничке хартије од вредности осим претходно наведених (НБС је била изричита у Одлуци о привременим мерама за спречавање и ублажавање

---

<sup>71</sup> Тачка 10. Одлуке о привременим мерама за спречавање и ублажавање поремећаја на финансијском тржишту у Републици Србији од 10. децембра 2008.

<sup>72</sup> Закон о девизном пословању, *Службени гласник РС*, бр. 62/06.

поремећаја на финансијском тржишту у Републици Србији), независно што је то дозвољено према Закону о девизном пословању.<sup>73</sup>

У нашем Закону о осигурању истиче се да друштво за осигурање може депоновати и улагати средства под условом да одржава сталну ликвидност и да благовремено исплаћује штете и извршава друге обавезе. Такође, закон захтева да друштво за осигурање мора да обезбеди сигурност депоновања и улагања средстава како би се сачувала реална вредност тих средстава и ликвидност друштва у извршавању обавеза из уговора о осигурању и осталих обавеза које произилазе из његове пословне активности.<sup>74</sup> Закон је одредио врсте финансијске активне у коју се могу улагати средства друштва, док је Народна банка Србије прописала ограничења за поједине облике депоновања и улагања средстава техничких резерви.<sup>75</sup>

Услед недостатка финансијских инструмената на нашем тржишту, могуће је да велики део средстава буде уложен у некретнине (прописима је дозвољено да се до 30% средстава техничке резерве може уложити у некретнине и друга стварна права на непокретностима). Тако би дошло до велике концентрације средстава у једну категорију активне за коју се не може рећи да је високо ликвидна.

Закон о осигурању дозвољава да друштва за осигурање могу уложити 20% својих средстава у иностранству, с тим да је примена ове одредбе, како смо већ поменули, била одложена све до почетка 2007. године. Ова одредба није имала практичног значаја све до доношења новог Закона о девизном пословању<sup>76</sup> који омогућава либерализацију капиталних улагања. Ипак, неке одредбе Закона су још увек рестриктивног карактера јер за обављање неких капиталних послова Народна

---

<sup>73</sup> Видети чл. 13. Закона о девизном пословању. Чланице ОЕЦД-а су: Аустралија, Аустрија, Белгија, Велика Британија, Грчка, Данска, Ирска, Исланд, Италија, Јапан, Јужна Кореја, Канада, Луксембург, Мађарска, Мексико, Немачка, Норвешка, Нови Зеланд, Пољска, Португалија, САД, Словачка, Турска, Финска, Француска, Холандија, Чешка, Швајцарска, Шведска и Шпанија. Најзначајније међународне финансијске организације су: Међународни монетарни фонд, Група светске банке (Међународна банка за обнову и развој, Међународна асоцијација за развој, Међународна финансијска корпорација и Мултилатерална агенција за осигурање инвестиција). Као финансијске организације регионалног значаја истичу се: Европска банка за обнову и развој, Европска инвестициона банка, Афричка банка за развој, Азијска банка за развој, Интерамеричка банка за развој итд.

<sup>74</sup> Чл. 113. Закона о осигурању.

<sup>75</sup> Одлука о ограничењима појединих облика депоновања и улагања техничких резерви и о највишим износима појединих депоновања и улагања гарантне резерве друштва за осигурање, *Службени гласник РС*, бр. 83/2005.

<sup>76</sup> *Службени гласник РС*, бр.62/2006.

банка Србије прописује услове, рокове и начин извештавања. Плаћање, наплаћивање, и пренос по капиталним пословима између резидената и нерезидената врше се слободно, осим ако законом није другачије прописано.<sup>77</sup> Законом је дозвољено директно инвестирање и слободно улагање у некретнине у иностранству. Друштва за осигурање ће моћи да улажу своја средства у власничке и дужничке хартије од вредности чији су издаваоци земље чланице ОЕЦД и међународне финансијске организације. Приликом улагања требало би да се руководе рејтингом хартија од вредности и земаља издаваоца које пропише Народна банка Србије.

Члан 30. Закона о девизном пословању непосредно се односи на друштва за осигурање и предвиђа могућност депоновања и улагања у иностранству, у складу са одредбама Закона о осигурању. Упућивање на одредбе Закона о осигурању које регулишу ово питање, тачније чл. 119. Закона о осигурању, доводи нас до закључка да депоновање и улагање у иностранству није могуће без сагласности Народне банке Србије. Таква одредба је рестриктивне природе и требало би је укинути.<sup>78</sup> Сматрамо да је довољно што постоји лимит у погледу улагања у иностранству и што НБС, према Закону о девизном пословању, може да: прописује рејтинг хартија од вредности и земаља издаваоца; прописује услове, рокове и начин извештавања о пословима са хартијама од вредности;<sup>79</sup> прописује рокове и начин извештавања у вези са улагањем у непокретности у иностранству;<sup>80</sup> прописује услове и начин плаћања ради куповине финансијских деривата у иностранству;<sup>81</sup> па би давање претходне сагласности на депоновање и улагање у смислу чл.119., било сасвим непотребно.

## ХП. Закључак

У овом раду аутор је био фокусиран на инвестициони портфолио компанија за осигурање живота. Бавио се одређивањем његовог појма и представио је начин његовог креирања. Основни смисао конструкције портфолија

---

<sup>77</sup> Чл. 10. Закона о девизном пословању

<sup>78</sup> Ј. Славнић, *Осврћ на извештај Међународној монетарној фонда о стању у финансијском сектору Србије – осигурање*, Ревизија за право осигурања, Удружење за право осигурања Србије, Београд, бр. 1-2/2006, 44.

<sup>79</sup> Чл. 13. ст. 2. и 4. Закона о девизном пословању

<sup>80</sup> Чл. 12. ст.2. Закона о девизном пословању

<sup>81</sup> Чл. 16. ст.3. Закона о девизном пословању

је остваривање оптималног односа између ризика и приноса комбинујући разноресну активу. Из реферата сазнајемо да креирање портфолија није интуитиван посао. Избор активе, у коју ће се улагати, не врши се насумично и без детаљних анализа, па стога можемо рећи да креирање инвестиционог портфолија представља веома комплексан и смислени посао.

Поступак састављања портфолија мора бити у складу са: обавезама компанија за осигурање живота очекиваним приливом профита, ценовном политиком и стратегијом управљања имовином и обавезама у компанији за осигурање. Сваки портфолио би повремено требало ребалансирати, тј. поново одредити његову оптималну структуру како би се умањио ризик и обезбедио што виши ниво приноса за дати ниво ризика.

Најважније функције портфолија су: стабилизација прихода, изравнање ризика у портфолију, диверзификација извора прихода, ликвидност, заштита од флукутирања каматних стопа, флексибилност портфолија и усаглашавање биланса.

Компаније за осигурање живота могу пласирати средства и у краткорочне и дугорочне финансијске инструменте, односно инструменте тржишта новца и тржишта капитала. Инвестирање у поједине финансијске инструменте (активу) носи предности и мане, те се стога пласмани у различиту финансијску активу одражавају на новчане токове осигураваача живота, тј. прилив и одлив новца. У структури портфолија доминира дугорочна актива, с тим што се један део средстава улаже краткорочно у циљу обезбеђења ликвидности.

Jasmina Labudović

## ***THE INVESTMENTS OF LIFE INSURANCE COMPANIES***

### *Summary*

*In this paper the author focuses to the investment portfolio of the life insurance companies. The work deals with defining of its concept and the way of its creating is also presented. The main purpose of portfolio developing is to manage optimal relation between risks and yields combining different assets. From this paper we can find out that creating of portfolio is not an intuitive undertaking. Selection of the assets for*

*investment is not made randomly without detailed analysis, so we may say that creating of investment portfolio means very complex and meaningful undertaking.*

*The process of creating a portfolio must be in accordance with: obligations of the life insurance companies, expected yield profit, price policy and management of property and responsibilities strategy in life insurance companies. Every portfolio should be rebalanced occasionally, ie to determine it's optimal structure again in order to reduce risk and provide higher lever of yields compared to certain level of risk as much as possible.*

*The most important functions of portfolio are: stabilization of incomes, risk adjustments in portfolio, diversification of the income sources, liquidity, protection from the interest rate fluctuations, flexibility of portfolio and harmonization of balance.*

*The life insurance companies may also invest their funds in short-term and long-term financial instruments or money and capital market instruments. Investment in some financial instruments (assets) has certain advantages and disadvantages, so investment in different financial assets reflects to the life insurer money flows, ie inflow and outflow of money. Long -term assets dominate in the structure of portfolio, although one part of the funds serves for the short-term investments in order to preserve liquidity.*

**Key words:** *significance of investment funds; portfolio; financial instruments; investments in EU; investments in the Republic of Serbia.*