

Dr Jelena Kostić<sup>1</sup>

## INVESTIRANJE DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE NA TRŽIŠTU KAPITALA REPUBLIKE SRBIJE<sup>2</sup>

### Apstrakt

*Društva za osiguranje su privredni subjekti i teže ostvarenju što većeg profita. Zbog toga je prilikom donošenja određenih odluka potrebno proceniti potencijalne rizike poslovanja. Međutim, to nekada nije jednostavan zadatak. Nakon velikih uragana i zemljotresa neka društva za osiguranje su se suočila sa velikim gubicima. To je povećalo njihovu investicionu aktivnost u cilju prikupljanja dodatnih novčanih sredstava. Jedan od načina za to jeste i ulaganje u hartije od vrednosti koje se emituju na tržištu kapitala. Iako je na nivou Evropske unije donošenjem direktive Solventnost II propisana mogućnost neograničenog investiranja društava za osiguranje, u zakonodavstvu Republike Srbije su još uvek prisutne protekcionističke mere. Zbog toga se na osnovu analize Izveštaja Narodne banke Srbije može zaključiti da su društva za osiguranje u prethodnih pet godina najviše investirala u državne hartije od vrednosti. Takav pristup uslovile su i ekonomske prilike iz ranijih godina, ali i nedovoljna razvijenost nacionalnog tržišta kapitala. To je svakako doprinelo smanjenju budžetskog deficita, ali su možda drugačijom alokacijom investicija društva za osiguranje mogla da ostvare veći prihod. Zbog toga bi eventualno u narednom periodu investicionu aktivnost društava za osiguranje trebalo usmeriti i na neke infrastrukturne projekte. Osim toga što koriste celom društvu, takva ulaganja mogu doneti i veliku dobit društvima za osiguranje.*

**Ključne reči:** investiranje, društva za osiguranje, hartije od vrednosti, obveznice, akcije

### 1. Uvod

Društva za osiguranje kao privredni subjekti, imaju interes da ulažu sredstva u određeni kapital u cilju sticanja dobiti. Investiranje društava za

<sup>1</sup> Naučni saradnik, Institut za uporedno pravo u Beogradu, e-mail: j.kostic@iup.rs

<sup>2</sup> Ovaj rad je nastao kao rezultat rada na projektu Instituta za uporedno pravo „Srpsko i evropsko pravo – upoređivanje i usaglašavanje“ (evidencioni broj: 179031), koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja

osiguranje u hartije od vrednosti na tržištu kapitala je poželjno sa aspekta uravnoteženja ponude i tražnje.<sup>3</sup> S obzirom da kod njih postoji redovnost u prilivu kapitala, ona se smatraju značajnim investitorom na navedenom tržištu. Njihove investicije su posebno važne za funkcionisanje tržišta u periodu kada je potražnja za kapitalom veća od ponude.<sup>4</sup> Međutim, odluka u vezi sa investiranjem zavisi od različitih faktora. Kao najčešći se navode struktura obaveza, pravni propisi, makroekonomski trendovi, ali i sama ponuda finansijskih instrumenata.<sup>5</sup> Kada je u pitanju struktura obaveza, primećuje se razlika između društava čija je pretežna delatnost životno u odnosu na društva čija je pretežna delatnost neživotno osiguranje. Dugoročne obaveze prisutne su kod društava koje se bave životnim, dok su kratkoročne karakteristične za društva koja se bave neživotnim osiguranjem. Država svojim merama, takođe može da utiče na investiranje potencijalnih učesnika na tržištu kapitala. Te mere mogu direktno da usmeravaju ulaganje u pojedine sektore ili finansijske instrumente.<sup>6</sup> Osim toga, treba imati u vidu da je cilj svakog investitora ostvarenje većeg profita uz što manje troškove. Stoga, ukoliko je društvo dugo u ekonomskoj krizi ili su u pitanju društva u kojima je privreda nedovoljno razvijena, investiciona politika institucionalnih investitora će nastojati da se prilagodi tim okolnostima.<sup>7</sup>

Investiciona delatnost društava za osiguranje je mnogostruko korisna. Ne samo što povećava likvidnost i donosi profit, već unapređuje i sigurnost osiguranika i povećava prinose akcionara na uloženi kapital. Kao korist za osiguranike navodi se zaštita od inflacije i mogućeg smanjivanja premije. To se nadoknađuje ostvarenim investicionim prinosima. Kada su u pitanju životna osiguranja, investiciona ulaganja doprinose većoj dobiti osiguranika. To su ujedno i razlozi zbog kojih je potrebno podsticati investicije društava za osiguranje.<sup>8</sup> Veliku ulogu u tome ima država putem svojih politika koje mogu delovati podsticajno na potencijalne institucionalne investitore. Te politike su pre svega sadržane u nacionalnim propisima, ali tome u velikoj meri doprinose i informisanost potencijalnih investitora o značaju uloge društava za osiguranje kako na tržištu kapitala, tako i za osiguranike. Kako investiranje društava za osiguranje utiče na njihovu profitabilnost i likvidnost, to se direktno odražava i na zainteresovanost potencijalnih osiguranika za zaključenje ugovora sa konkretnim osiguravajućim društvom.

<sup>3</sup> Više o tome Labus M. (2002), *Osnovi Ekonomije*, Beograd, 473.

<sup>4</sup> Momčilović A. (2014), *Društva za osiguranje na tržištu kapitala*, Univerzitet „Singidunum“, magistarski rad, Beograd, 22, fn. 48.

<sup>5</sup> *Ibid.* 22.

<sup>6</sup> *Ibidem.*

<sup>7</sup> Više o tome: Marović B., Njegomir V. (2015), “Osiguravajuća društva u ulozu investicionih investitora”, 26. *Susret osiguravača i reosiguravača*, Sarajevo, <http://www.sors.ba/UserFiles/file/SorS/SORS%202015/Zbornik%20radova%202015/02-Marovic-Njegomir.pdf> pristup: 10.6.2018.

<sup>8</sup> *Ibid* 23.

Međutim, trebalo bi podsticajno delovati i na investiranje društava čija je pretežna delatnost neživotno osiguranje da transfer rizika prenesu na tržište kapitala. Veliki gubici društava za osiguranje u Sjedinjenim Američkim Državama bili su prisutni nakon velikih uragana i zemljotresa 1992. i 1994. godine. Svaki osiguravač mora da balansira između rizika na tržištu kapitala i osiguravnika, regulative, kao i rizika vlastite solventnosti pre nego što prihvati rizik koji sa sobom nosi investiranje na tržištu kapitala.<sup>9</sup> Takav pristup sadržan je i u odredbama Direktive Solventnost II.<sup>10</sup> Međutim, u nekim zemljama, kao što je to slučaj sa Republikom Srbijom čini se da država u velikoj meri usmerava investicionu aktivnost, umesto prebacivanja rizika investiranja na društva za osiguranje. To se razlikuje od rešenja prisutnog u Direktivi Solventnost II. Ipak, treba imati u vidu da je nacionalno tržište kapitala još uvek u fazi razvoja, a osim toga potrebno je i dodatno informisanje društava za osiguranje o značaju investiranja na navedenom tržištu, kao i jačanje poverenja u nacionalnu privredu. To je od velike važnosti za proces evropske integracije Republike Srbije, imajući u vidu koncept jedinstvenog evropskog tržišta kako kapitala, tako i osiguranja.<sup>11</sup>

## **2. Investiciona aktivnost društava za osiguranje prema propisima Republike Srbije**

Investiciona aktivnost društava za osiguranje u Republici Srbiji uređena je Zakonom o osiguranju i Zakonom o tržištu kapitala.<sup>12</sup> Prema odredbama Zakona o osiguranju, društva za osiguranje mogu da investiraju uz poštovanje određenih ograničenja. Sredstvima tehničkih rezervi mogu da se pribavljaju hartije od vrednosti koje su izdali Republika Srbija, države članice Evropske unije ili Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj, centralne

---

<sup>9</sup> De Mey J. (2007), „Insurance and the Capital markets“, *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, Vol. 32, Issue 1, Palgrave, 35-41 <https://doi.org/10.1057/palgrave.gpp.2510114>, pristup:10.6.2018.

<sup>10</sup> The Solvency II Directive (Directive 2009/138/EC), amended by Directive 2014/51/EU of the European Union and Parliament and of the Council of 16 April 2014 (Omnibus II Directive).

<sup>11</sup> Uspostavljanje jedinstvenog evropskog tržišta kapitala podrazumeva podsticanje prekograničnog investiranja i strane investicije u privredu Evropske unije. Te aktivnosti bi trebale da deluju podsticajno na unapređenje stabilnosti finansijskog sistema Unije i unapređenje konkurentnosti njenog tržišta. Navedeno je sadržano u Akcionom planu za stvaranje jedinstvenog tržišta kapitala Evropske unije (Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital markets Union), Brussels, 30.9.2015.

<sup>12</sup> Zakon o tržištu kapitala, *Sl. glasnik RS*, br. 31/2011, 112/2015 i 108/2016 i Zakon o osiguranju *Sl. glasnik RS*, br. 139/2014.

banke država članica Evropske unije ili država članica navedene organizacije, odnosno za koje garantuje neki od navedenih subjekata. Istim sredstvima mogu da se pribavljaju hartije od vrednosti koje izdaju međunarodne finansijske organizacije odnosno za koje garantuje neki od navedenih subjekata, hartije od vrednosti koje izdaju međunarodne finansijske organizacije čiji je član Republika Srbija, dužničke hartije od vrednosti koje izdaju autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave, kao i dužničke hartije od vrednosti za koje garantuje neki od navedenih subjekata, dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na tržištu hartija od vrednosti u skladu sa zakonom, dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na tržištu hartija od vrednosti ako je njihov izdavalac pravno lice koje ima sedište u Republici, akcije kojima se trguje na tržištu hartija od vrednosti u skladu sa zakonom, akcije kojima se ne trguje na tržištu hartija od vrednosti iako je njihov izdavalac pravno lice koje ima sedište u Republici, vlasničke udele privrednih društava koji imaju sedište u Republici, investicione jedinice investicionih fondova, nepokretnosti i druga stvarna prava na nepokretnostima ako su upisana u zemljišne, odnosno druge javne knjige u Republici ako donose prinos, ako je njihova kupovna cena određena na osnovu procene ovlašćenog procenjivača i ako su bez tereta. Sredstva tehničkih rezervi mogu se deponovati kod banaka koje imaju sedište u Republici Srbiji ili ako je njihova kupovna cena određena na osnovu procene ovlašćenog procenjivača i ako su bez tereta. Ona se mogu deponovati kod banaka koje imaju sedište u Republici Srbiji ili držati u gotovini u blagajni i na računu sredstava za osiguranje (član 131.).

Prema odredbama Zakona o osiguranju društvo za osiguranje ima obavezu da investira sredstva u skladu sa pravilima koja se odnose na vrste osiguranja koje obavlja, a koja proizilaze iz prirode rizika koji su tom vrstom osiguranja pokriveni odnosno iz strukture pripadajućih obaveza. U skladu sa tim investicioni portfolio kreiran sredstvima tehničkih rezervi treba da obezbedi likvidnost, sigurnost i profitabilnost društva za osiguranje, izmirenje njegovih budućih obaveza, kao i disperziju rizika (član 132.). Društva za osiguranje se opredeljuju za investiranje i zbog toga što imaju obavezu da imovinu pribavljenu sredstvima tehničkih rezervi usklade sa prirodom obaveza po osnovu osiguranja, kako bi se rizik promene kamatnih stopa, deviznih kurseva ili drugih tržišnih parametara sveo na najmanju meru. Investicioni portfolio je podložan promenama i on se menja u cilju njegovog prilagođavanja promenama na finansijskom tržištu, a u zavisnosti od relevantnih pokazatelja. Takvo postupanje omogućava bolju kontrolu investicionih rizika.<sup>13</sup>

Posebna pravila su propisana za investiranje matematičke rezerve. Tim sredstvima se u skladu sa Zakonom pribavlja imovina koja služi za

---

<sup>13</sup> Obaveza prilagođavanja investicionog portfolia promenama na tržištu kapitala propisana je takođe članom 132. Zakona o osiguranju.

pokriće budućih obaveza po osnovu vrsta osiguranja za koje je potrebno formirati matematičku rezervu, a koja se ne sme koristiti za pokriće obaveza iz drugih vrsta osiguranja (član 133.). Imajući u vidu da se posebna pravila primenjuju na životno osiguranje, Zakonom je propisano da u slučaju zaključenja ugovora o životnom osiguranju, investiranje sredstava matematičke rezerve, odnosno tehničkih rezervi mora u najvećoj mogućoj meri pratiti odredbe tog ugovora (član 133.). Narodna banka Srbije u skladu sa Zakonom o osiguranju može da propiše ograničenja za investiranje sredstava tehničkih rezervi u pojedine oblike imovine, kao i bliže uslove koji se odnose na te oblike imovine. Osim toga propisima Banke se mogu predvideti i drugi oblici imovine koja se može pribavljati sredstvima tehničkih rezervi, pored onih koja su utvrđena Zakonom o osiguranju, kao i ograničenja prilikom investiranja tih sredstava u te oblike imovine (član 134.). Društva za osiguranje u skladu sa Zakonom mogu da investiraju sredstva garantne rezerve i u kategorije aktive koje obezbeđuju sigurnost, raspoloživost na dugi rok, kao i očuvanje realne vrednosti tih sredstava. U tom cilju društva mogu svojim investicionim politikama da utvrđuju oblike imovine koja se može pribavljati sredstvima garantne rezerve, kao i kriterijume za investiranje tih sredstava (član 134.). Narodna banka Srbije može bliže urediti pravila investiranja sredstava garantne rezerve, dok se ostala sredstva osiguranja mogu investirati slobodno u sve oblike imovine utvrđene investicionom politikom društava za osiguranje (član 135.).

U skladu sa odredbama Zakona o osiguranju društva za osiguranje mogu biti investitori na tržištu kapitala. Međutim, ona se sama opredeljuju za finansijske instrumente u koje će uložiti svoja sredstva. Kupovinom nacionalnih dužničkih hartija od vrednosti obezbeđuju se sredstva za ulaganje u nacionalnu privredu. Na taj način se pozajmljuju sredstva domaćim tražiocima za zajma. Međutim, povoljni uslovi na tržištu kapitala mogu biti od uticaja i na smanjenje budžetskog deficita putem kupovine obveznica koje emituje država.<sup>14</sup> Investiranje u državne obveznice je manje rizično u odnosu na one koje izdaju druga pravna ili fizička lica. U tim slučajevima veća je mogućnost da emitent obveznice ne plati deo kamate ili glavnice duga. Međutim, one imaju i niže kamatne stope. Zbog toga je kamatna stopa, a time i dobit investitora veća ukoliko ulažu u obveznice preduzeća kod kojih su više kamate upravo zbog većeg kreditnog rizika. U nekim razvijenijim privredama mnoge agencije procenjuju kreditni rizik različitih obveznica, pa investitori na osnovu toga donose odluku o njihovoj kupovini. Neke obveznice, naročito državne mogu biti oslobođene obaveze plaćanja poreza na kamate. Zbog toga one imaju niže kamate, ali je investiranje u njih pouzdanije sa aspekta

---

<sup>14</sup> Mojašević A., Nikolić Lj. (2012), „Organizacija finansijskih tržišta“, Zbornik radova *Zaštita ljudskih i manjinskih prava u evropskom pravnom prostoru*, Niš, 122-123.

investitora.<sup>15</sup> Međutim, ipak bi društva za osiguranje trebala što više da ulažu u profitabilnije finansijske instrumente. Na taj način mogu da ostvare veću dobit, a što je od koristi kako za društva za osiguranje, tako i za korisnike osiguranja.<sup>16</sup>

### **3. Investiciona aktivnost društava za osiguranje prema odredbama Direktive Solventnost II**

U okviru Direktive Solventnost II celo poglavlje je posvećeno investicionoj aktivnosti društava za osiguranje. Prema odredbama navedene Direktive prihvaćen je princip odgovornog investiranja. U pogledu portfolio investicija uzimaju se u obzir rizici, mere za njihovo smanjenje, monitoring, upravljanje, kontrola i izveštavanje u skladu sa članom 45. (1). Osim toga sva sredstva, a posebno ona koja pokrivaju minimum zahtevanog kapitala i solventnosti treba da se investiraju na način kojim se obezbeđuje bezbednost, kvalitet, likvidnost i profitabilnost celokupne portfolio investicije. Prilikom investiranja posebno se uzima u obzir priroda obaveza i odgovornost društava za osiguranje, a koja zavisi i od toga da li se radi o društvima čija je pretežna delatnost životno ili neživotno osiguranje. Prilikom investiranja sredstava mora se voditi računa o interesima svih učesnika na tržištu osiguranja. Investicije i sredstva kojima se ne trguje na organizovanom tržištu kapitala treba da se održe na razumnom nivou (član 132. Direktive Solventnost II). Propisivanjem navedenih odredbi Evropska unija nastoji da utiče na povećanje odgovornost društava za osiguranje prilikom investiranja i održavanja solventnosti. Tom utisku doprinosi i analiza sadržaja odredbe kojom je predviđeno da zemlje članice ne bi trebalo da zahtevaju od društava za osiguranje da vrše ulaganja u posebne kategorije. To znači da će u postupku usaglašavanja sa Direktivom Solventnost II i naša zemlja morati da uskladi odredbe Zakona o osiguranju, s obzirom da su njim taksativno navedeni finansijski instrumenti, kao i kapital u koji mogu da investiraju društva za osiguranje. Osim toga investiranje sredstava za osiguranje vrši se bez ikakvog prethodnog odobrenja ili prijave zahteva (član 133. Direktive).

Ograničenja su propisana Zakonom o osiguranju Republike Srbije i u pogledu prostornog investiranja. Tako se sredstva tehničke rezerve, garan-

<sup>15</sup> Poresko oslobođenje u Republici Srbiji postoji samo za investitore koji su pravna lica osnovana i koja imaju mesto stvarne uprave i kontrole na teritoriji Srbije. Prema članu 25. stav 2. Zakona o porezu na dobit pravnih lica *Sl. glasnik RS*, broj 25/2001, 80/2002, 80/2002-dr.zakon, 43/2003, 84/2004, 18/2010, 101/2011, 119/2012, 47/2013, 108/2013, 68/2014-dr. zakon, 142/2014, 91/2015-autentično tumačenje, 112/2015 i 113/2017, prihod koji rezidentni obveznik ostvari od kamate po osnovu dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac u skladu sa Zakonom, Republika Srbija, autonomna pokrajina, jedinica lokalne samouprave ili Narodna banka Srbije ne ulazi u poresku osnovicu.

<sup>16</sup> Navedeno prema: Mojašević A., Nikolić Lj. (2012), 224.

ne rezerve, kao i ostala sredstva za osiguranje mogu investirati isključivo u Republici Srbiji, dok se izuzetno mogu investirati u inostranstvu u oblike imovine koja je propisana zakonom i investicionom politikom društva za osiguranje nakon prethodno pribavljene saglasnosti Narodne banke Srbije za svako ulaganje (član 137. Zakona o osiguranju). U tom smislu se ograničava sloboda investiranja koja je garantovana Direktivom Solventnost II.

Zakonom o osiguranju propisan je i kvantitativni iznos pojedinih investicija. Tako sredstva osiguranja investirana u inostranstvu ne mogu biti veća od 25% iznosa propisanih članom 27. Zakona, u zavisnosti od poslova osiguranja koje društvo osiguranja obavlja u skladu sa izdatom dozvolom za rad. U skladu sa Direktivom Solventnost II svako kvalitativno i kvantitativno ograničenje investiranja suprotno je slobodi investiranja na jedinstvenom evropskom tržištu osiguranja. Međutim, za usklađivanje nacionalnog zakonodavstva sa odredbama Direktive Solventnost II potrebna je i procena uticaja njenih odredbi na nacionalno tržište osiguranja, a samim tim i duži vremenski period za prilagođavanje nacionalnih propisa. Navedena Direktiva uvodi princip opreznosti za investiranje sredstava društava za osiguranje. Cilj takvog pristupa je povećanje odgovornosti u pogledu upravljanja rizicima i investicijama radi adekvatne alokacije kapitala. Iako imaju slobodu u pogledu usmeravanja investicija, društva za osiguranje moraju da vode računa o interesima osiguranika.

U skladu sa Strategijom implementacije Direktive Solventnost II, pre primene rešenja sadržanih u navedenoj direktivi, sprovodi se ocena nivoa spremnosti i kapaciteta društva za implementaciju zahteva sadržanih u njoj, kao i definisanje mogućnosti i mehanizama unapređenja postojećeg regulatornog okvira. Iako procena vlastitog rizika zavisi od same politike određenog društva za osiguranje, EIOPA je donela smernice o proceni vlastitih rizika i solventnosti. Njihova primena nije obavezujuća, ali one olakšavaju primenu odredbi Direktive Solventnost II.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Strategija za implementaciju Direktive Solventnost II u Republici Srbiji, Narodna banka Srbije, mart 2018. [https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60\\_5/strategija\\_solventnost\\_II.pdf](https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60_5/strategija_solventnost_II.pdf), pristup: 10.06.2018.

U Evropskoj uniji se njene odredbe primenjuju od 1. januara 2016. godine. Njom je predviđen režim maksimalne harmonizacije. Zemlje članice koje su u procesu pristupanja Evropskoj uniji treba postepeno da usklade svoje zakonodavstvo u oblasti osiguranja sa odredbama Direktive Solventnost II. EIOPA (u prevodu Evropsko telo za osiguranje i profesionalne penzije) izdaje smernice za primenu odredbi navedene Direktive koje nisu obavezujuće, ali su zemlje članice dužne da obrazlože zbog čega ne postupaju u skladu sa njima. Tekst smernica koje se odnose na procenu rizika i sopstvene solventnosti društava za osigurane (Guidelines on own risk and solvency assessment) nalazi se na veb-stranici: [https://eiopa.europa.eu/GuidelinesSII/EIOPA\\_Guidelines\\_on\\_ORSA\\_EN.pdf](https://eiopa.europa.eu/GuidelinesSII/EIOPA_Guidelines_on_ORSA_EN.pdf), pristup: 10.06.2018.

#### **4. Investiranje društava za osiguranje u Republici Srbiji u prethodnom periodu**

Nadzor nad poslovanjem društava za osiguranje i reosiguranje u Republici Srbiji vrši Narodna banka Srbije. Pod tim nadzorom podrazumeva se i analiza investicionih aktivnosti, a u cilju praćenja sposobnosti društava za osiguranje da svoje obaveze izvršavaju prema osiguranicima, korisnicima osiguranja i trećim licima. Međutim, za to nekada nije dovoljno samo formiranje određenog nivoa tehničkih rezervi, već i njihovo investiranje u skladu sa Zakonom o osiguranju kako bi se očuvala ili povećala njihova vrednost u cilju blagovremenog i potpunog izmirenja preduzetih obaveza. Prilikom investiranja društva za osiguranje su u obavezi da vode računa o kvantitativnim i kvalitativnim ograničenjima propisanim Zakonom, kao i da samostalno procenjuju rizike investiranja u skladu sa svojim investicionim politikama. Međutim, na osnovu podataka kojima raspolaže Narodna banka Srbije, sektor osiguranja na nacionalnom nivou još uvek nije dovoljno razvijen u odnosu na druge zemlje Evropske unije.<sup>18</sup> Analizom izveštaja Narodne banke Srbije o nadzoru izvršenom nad poslovanjem društava za osiguranje za period od 2013 do 2017. godine, može se zaključiti da su ona najveći deo sredstava tehničkih rezervi ulagala u državne hartije od vrednosti. Možda su na to uticale i podsticajne mere države, s obzirom da su prema nekim autorima državne obveznice ranije bile nedovoljno zastupljene na domaćem tržištu, za razliku od tržišta obveznica javnog sektora razvijenijih tržišnih privreda u kojima su dobro organizovani posrednici na tržištu kapitala i gde postoji visok nivo poverenja investitora u njegovo funkcionisanje.<sup>19</sup>

Prema podacima sadržanim u Izveštaju Narodne banke Srbije za 2013. godinu, tehničke rezerve društava čija je pretežna delatnost neživotno osiguranje u najvećoj meri su bila pokrivena sa državnim hartijama od vrednosti 38,9%. Zatim slede depoziti banaka sa 19,7%, gotovinom je bilo pokriveno 14,5%, dok je investicionim nepokretnostima bilo pokriveno 11,7% sredstava tehničkih rezervi. Navedena sredstva društava čija je pretežna delatnost životno osiguranje u posmatranom periodu takođe su u najvećoj meri bila pokrivena državnim hartijama od vrednosti sa 88,5% , a zatim sa 5,2% depozita kod banaka. Kao što se može zaključiti društva za osiguranje su u toku 2013. godine najviše sredstava tehničkih rezervi investirala u državne hartije od vrednosti.<sup>20</sup>

<sup>18</sup> Izveštaj za 2017. godinu, Narodna banka Srbije, Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja u Srbiji, 2017, 23. [https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60\\_6/izvestaji/izv\\_IV\\_2017.pdf](https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2017.pdf), pristup: 10.06.2018.

<sup>19</sup> Nikolić Lj. (2008), *Berzansko pravo i poslovanje*, Niš, 117.

<sup>20</sup> Izveštaj za 2013. godinu, Narodna banka Srbije, Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja u Srbiji, 16. [https://nbs.rs/internet/latinica/60/60\\_6/izvestaji/izv\\_IV\\_2013.pdf](https://nbs.rs/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2013.pdf), pristup: 10.06.2018.



U periodu nakon toga, zabeležen je porast investicija društava za osiguranje u državne hartije od vrednosti. Naredne godine tehničke rezerve društava čija je pretežna delatnost neživotno osiguranje bila su pokrivena sa 48,2% državnih hartija od vrednosti. Ostatak sredstava 29,3% čine depoziti banaka i gotovina, 9,3% investicione nekretnine, dok 5,8% čine potraživanja za nedospele premije. Porast ulaganja u odnosu na prethodnu godinu u državne hartije od vrednosti zabeležen je i kod društava čija je pretežna delatnost životno osiguranje. Prema podacima iz izveštaja Narodne banke Srbije za 2014. godinu tehničke rezerve su u najvećoj meri sa 91,5% bile pokrivena državnim hartijama od vrednosti i depozitima kod banaka i gotovinom sa 5,9%.<sup>21</sup> Sledeće godine ponovo je bio prisutan porast investicija sredstava tehničkih rezervi društava za osiguranje u državne hartije od vrednosti. U toku 2015. godine, tehničke rezerve društava čija je pretežna delatnost neživotno osiguranje bila su pokrivena sa državnim hartijama od vrednosti 69,5%, zatim slede depoziti kod banaka sa 11,3%, investicione nekretnine sa 7,5%, dok je pokrivenost potraživanjima za nedospele premije iznosila 4,6%. Veća pokrivenost tehničkih rezervi državnim hartijama od vrednosti, ali takođe u porastu u odnosu na prethodni period zabeležena je u kod društava za osiguranje čija je pretežna delatnost životno osiguranje. Njihove tehničke rezerve su u posmatranom periodu bile pokrivena sa 93,2% državnih hartija od vrednosti i depozitima kod banaka i gotovinom sa 4,5%.<sup>22</sup>

Kao što se može zaključiti na osnovu Izveštaja Narodne banke Srbije, investiciona delatnost društava za osiguranje u hartije od vrednosti se povećavala svake godine. Povećanje investicija u njih je zabeleženo i naredne dve godine. Prema Izveštaju iz 2016. godine sredstva tehničkih rezervi društava čija je pretežna delatnost neživotno osiguranje u najvećoj meri bila su uložena u državne hartije od vrednosti 72,6%, depozite kod banaka i gotovinu 12,6%, nekretnine 7,0% i potraživanja za nedospele premije 1,6%. Društva čija je pretežna delatnost životno osiguranje u toku 2016. godine, takođe su najviše ulagala u državne hartije od vrednosti, sa 94,3% sredstava tehničkih rezervi, dok je 3,8% sredstava uloženo u depozite kod banaka i gotovinu.<sup>23</sup> Blagi porast ulaganja u državne hartije od vrednosti prisutan je u toku 2017. godine. U Izveštaju Narodne banke Srbije se navodi da je u tom periodu investiran pun iznos tehničke rezerve društava čija je pretežna delatnost ne-

<sup>21</sup> Izveštaj za 2014. godinu, Narodna banka Srbije, Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja u Srbiji, 16. [https://nbs.rs/internet/latinica/60/60\\_6/izvestaji/izv\\_IV\\_2013.pdf](https://nbs.rs/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2013.pdf), pristup: 10.06.2018.

<sup>22</sup> Izveštaj za 2015. godinu, Narodna banka Srbije, Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja u Srbiji, 2015, 20. [https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60\\_6/izvestaji/izv\\_IV\\_2015.pdf](https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2015.pdf), pristup: 10.06.2018.

<sup>23</sup> Izveštaj za 2016. godinu, Narodna banka Srbije, Sektor za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja u Srbiji, 2016, 22 i 23. [https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60\\_6/izvestaji/izv\\_IV\\_2016.pdf](https://www.nbs.rs/internet/latinica/60/60_6/izvestaji/izv_IV_2016.pdf), pristup: 10.06.2018

životno osiguranje. Najveći iznos sredstava 73,5% investiran je u državne hartije od vrednosti, u depozite banaka i gotovinu 12,1%, nekretnine 6,3%, a potraživanja za nedospеле premije 1,8%. U strukturi investicija tehničkih rezervi društava čija je pretežna delatnost životno osiguranje u najvećoj meri su zastupljena ulaganja u državne hartije od vrednosti sa 96,0%, a zatim slede deponovanje kod banaka i gotovina sa 2,4%.<sup>24</sup>

Na osnovu navedenog se može zaključiti da su svake godine društva za osiguranje u sve većoj meri ulagala u hartije od vrednosti. Međutim, u izveštajima nema podataka o ulaganjima u akcije privrednih subjekata. Kada je u pitanju investiranje u hartije od vrednosti, čini se da su veća ulaganja društava čija je pretežna delatnost osiguranje života od osiguravajućih društava čija je pretežna delatnost neživotno osiguranje. To je sasvim očekivano, s obzirom da kod društava za životno osiguranje postoji stabilan tok premija osiguranja, dugoročnost izvora sredstava, dugoročnost plasmana, vremenska nepodudarnost, uplata i isplata i predvidivost nastupanja osiguranog slučaja, odnosno predvidivost povlačenja sredstava.<sup>25</sup> Sigurne i stabilne uplate, strogo namenski karakter sredstava, visok stepen predvidivosti nastanka osiguranih slučajeva i činjenica da se osigurani slučajevi ne realizuju tako često doprinose da se akumulirana sredstva po osnovu uplaćenih premija mogu dugoročno ulagati u različite oblike finansijske imovine. Međutim, karakter i priroda tih sredstava zahtevaju sigurne oblike ulaganja i na taj način utiču na privredni rast i služe finansiranju proizvodne i neproizvodne potrošnje. Zbog toga društva čija je pretežna delatnost osiguranje života kao posrednici na tržištu kapitala obezbeđuju izvore finansiranja kako za privatni, tako i za javni sektor.<sup>26</sup>

Na osnovu analize sadržaja izveštaja Narodne banke Srbije, čini se da je investiciona aktivnost društava za osiguranje u prethodnom periodu doprinosila i smanjenju budžetskog deficita. Međutim, može se postaviti pitanje zbog čega se društva za osiguranje u Republici Srbiji nisu opredelila u prethodnom periodu za ulaganje u drugu vrstu hartija od vrednosti. Moguće da je odgovor u tome što investiranje u akcije predstavlja rizičniju investiciju od ulaganja u obveznice. Investitori se mogu pouzdati u nominalnu vrednost obveznica i na taj način sačuvati svoju imovinu. Međutim i kod obveznica, kao i kod akcija cena je podložna promeni jer zavisi od tržišnih uslova, kamatnih stopa i kreditnih rejtinga. Uprkos tome one predstavljaju manje rizične hartije od vrednosti, ali i ulaganje u njih nosi sa sobom određeni rizik. Od momenta kupovine obveznice do trenutka njenog dospelca kamatne stope mogu da se izmene. Svaki porast kamatnih stopa obara vrednost obveznice.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> Izveštaj za 2017. godinu, 23 i 24.

<sup>25</sup> Labudović J. (2007), „Uloga i značaj kompanija za osiguranje života kao institucionalnih investitora na finansijskom tržištu“, *Revija za pravo osiguranja*, 4/2007, 30. Fn 5.

<sup>26</sup> *Ibid* 31.

<sup>27</sup> Labus M., 477.

Za razliku od obveznica koje su dužničke hartije od vrednosti, akcije su vlasničke hartije od vrednosti. One svojim imaoicima daju pravo na učešće u dobiti preduzeća. Međutim, visina dividende zavisi od ostvarene dobiti. Zbog toga ulaganje u njih može da bude znatno profitabilnije nego u obveznice. Vlasnici obveznica dobijaju kamatu nezavisno od visine dobiti. Prednost akcija se ogleda u tome što su u uslovima inflacije one manje rizični finansijski instrumenti. Obveznica nosi fiksnu kamatu, koja pod uticajem obezvređivanja novca opada, dok akcije imaju varijabilnu dividendu koja zavisi od visine dobiti.

Međutim, treba imati u vidu da se inflacija takođe prenosi i na dobit preduzeća, a samim tim i dividendu.<sup>28</sup> Strah od inflacije je na našim prostorima prisutan još od 1992-1994. godine i perioda hiperinflacije. Međutim, rezervisan stav prema ulaganju u akcije može biti i posledica nepoverenja u nacionalnu privredu, ali i činjenice da je nacionalno tržište kapitala još uvek u fazi razvoja. Neki autori su još osamdesetih godina dvadesetog veka primetili da su investicioni investitori najzastupljeniji u zemljama u kojima je dobro razvijeno tržište kapitala.<sup>29</sup> Osim toga donošenje odluke o učešću na tržištu kapitala od strane institucionalnih investitora zavisi i od mera poreske politike, kao i regulative kojom je uređeno funkcionisanje tržišta kapitala.<sup>30</sup> Ipak bez obzira na podsticajne mere i povoljan regulatorni okvir, društva za osiguranje u Republici Srbiji se u velikoj meri oslanjaju i na prethodna iskustva. Iako je možda investiranje u akcije profitabilnije nego u državne hartije od vrednosti, ona će se radije opredeliti za sigurniji prinos. Imajući u vidu odredbe Direktive Solventnost II, čini se da se investiciona aktivnost društava za osiguranje neće značajnije izmeniti. Povećanju investicija društava za osiguranje na tržištu hartija od vrednosti može se doprineti jedino promovisanjem prednosti takvog vida ulaganja. Osim toga, trebalo bi u velikoj meri promovisati i podsticati ulaganja u nacionalne infrastrukturne projekte. To bi doprinelo kako povećanju prihoda društava za osiguranje, tako i celokupnoj društvenoj zajednici.

## **5. Zaključak**

Investiciona aktivnost društava za osiguranje je od izuzetne važnosti kako za unapređenje njihove delatnosti, tako i za čitavo društvo. Uprkos

---

<sup>28</sup> *Ibid* 480.

<sup>29</sup> Davis E. (1998), „Financial Market Activity of life insurance companies and pension funds“, *BIS Economic Papers*, No. 21/1998, Basel, 104.

Beogradska berza je obnovljena 1989. godine donošenjem Zakona o tržištu novca i kapitala *Sl. list SFRJ*, broj 64/1989, Komisija za hartije od vrednosti je formirana godinu dana kasnije Zakonom o hartijama od vrednosti *Sl. list SFRJ*, broj 29/1990. Institucionalizacija tržišta kapitala počela je relativno kasno. Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti uspostavljen je tek 2001. godine. U početku je navedeno telo funkcionisalo u okviru Narodne banke Srbije, a tek od 2003. godine dobija status samostalnog pravnog lica.

<sup>30</sup> *Ibid* 105.

tome usmeravanje investicija nije nimalo lak zadatak. Toj odluci trebala bi da prethodi temeljna analiza vlastite solventnosti i rizika društava za osiguranje. Takav pristup sadržan je i u Direktivi Solventnost II.

Iako je Zakonom o osiguranju Republike Srbije propisana mogućnost investiranja društava za osiguranje, njegove odredbe sadrže i određena ograničenja. Ona su propisana pre svega zbog zaštite nacionalnog tržišta osiguranja, a samim tim i finansijske stabilnosti. Kako Republika Srbija teži članstvu u Evropskoj uniji, ona će pre pristupanja svoje nacionalne propise usaglasiti sa njenim pravnim tekovinama. Zbog prilagođavanja uslovima jedinstvenog evropskog tržišta osiguranja, potrebno je izvršiti dodatna usklađivanja nacionalnog zakonodavstva sa Direktivom Solventnost II. Međutim, to nije nimalo jednostavan zadatak. Naročito u delu koji se odnosi na investicije društava za osiguranje. Zbog toga je u narednom periodu u skladu sa Strategijom Narodne banke Srbije za implementaciju Direktive Solventnost II najpre neophodno izvršiti analizu njenog uticaja na tržište osiguranja i raspoloživost kapaciteta na nacionalnom nivou za njenu primenu. S obzirom da je u Republici Srbiji tržište kapitala još uvek u fazi razvoja, kao i da je potrebno dodatno afirmisanje investicione aktivnosti društava za osiguranje na njemu, potreban je duži period za prilagođavanje nacionalnog zakonodavstva, ali i prakse odredbama Direktive Solventnost II. U skladu sa tim, Zakon o osiguranju ne bi smeo da sadrži odredbe kojima se ni kvalitativno, a ni kvantitativno na bilo koji način ograničava sloboda investiranja. U skladu sa Direktivom, celokupna investiciona aktivnost zavisi isključivo od sopstvene procene rizika društava za osiguranje i njegovih investicionih politika. Zbog toga bi društva za osiguranje trebala da pronađu adekvatne mehanizme za upravljanje vlastitom solventnošću. Tome u velikoj meri zemljama članicama Evropske unije pomažu smernice Evropskog tela za osiguranje i profesionalne penzije (EIOPA). One nisu obavezujuće, ali je svaka zemlja u obavezi da obrazloži zbog čega odbija njihovu primenu.

Na osnovu analize podataka sadržanih u izveštajima Narode banke Srbije za prethodnih pet godina, društva za osiguranje su sredstva tehničkih rezervi u najvećoj meri investirala u državne hartije od vrednosti. Nivo tih investicija se svake godine povećavao. Međutim, na osnovu raspoloživih podataka može se zaključiti da društva za osiguranje u posmatranom periodu nisu ulagala u akcije privrednih društava, ali nema podataka ni o ulozima u infrastrukturne projekte. Razlog za takvu investicionu politiku je pre svega pouzdanost prihoda koji se može ostvariti ulaganjem u državne obveznice. Iako prihod od dobiti koja se ostvari prodajom akcija može biti znatno veći, ulaganje u njih nije dovoljno pouzdana investicija. Na takav pristup je verovatno uticalo i nepoverenje u stabilnost privrednog sektora. Osim toga, nacionalno tržište kapitala je još uvek u fazi razvoja. Njegovim jačanjem, trebalo bi da se unapredi i poverenje javnosti i privrednog sektora u investiranje u hartije od vrednosti.

Ulaganje u državne hartije od vrednosti je od velikog značaja za smanjenje budžetskog deficita, ali ne treba zaboraviti da je od velikog značaja za javni interes i investiranje u infrastrukturne projekte. Zbog toga bi u narednom periodu možda trebalo u što većoj meri afirmisati takve investicije društava za osiguranje.

\* \* \*

## ***INVESTMENT OF INSURANCE COMPANIES IN THE CAPITAL MARKET OF THE REPUBLIC OF SERBIA***

### ***Summary***

*Insurance companies are commercial subjects and aim to realize the profit. Therefore these companies must take into account all potential business risk before making some important decisions. However, it is sometimes not an easy task. After the big hurricanes and earthquakes some insurance companies have been faced with great losses. This has increased insurance companies investment activity in order to raise additional funds. Mentioned companies can invest in securities that are issued on the capital market. Although the Directive Solvency II provides unlimited investment activities of insurance companies, the Republic of Serbia legislation still provides protectionists measures. Bearing in mind the National Bank of Serbia reports, may conclude that the insurance companies in the past five years the most invested in securities issued by government. Such an approach has been conditioned by economic situation from previous years and insufficient development of national capital markets. This certainly contributed to reducing the budget deficit, but different allocation of insurance companies investments could generate revenue. Bearing in mind above mentioned in the next period insurance companies investment activity should be focus on some infrastructure projects. In addition to being used by whole community, such investments can bring a great profit to insurance companies.*

**Key words:** *investment, insurance companies, securities, bonds, stocks*