

Prof. dr Mladenka M. Balaban¹
Doc dr Boris V. Korenak²

ZNAČAJ RAZVOJA TRŽIŠTA KAPITALA ZA OSIGURAVAJUĆA DRUŠTVA KAO INSTITUCIONALNE INVESTITORE U REPUBLICI SRBIJI

PREGLEDNI RAD

Apstrakt

Nebankarske finansijske institucije kao značajni učesnici na finansijskom tržištu u svetu, nemaju mogućnosti da kreiraju diversifikovana porfolija svojih aktiva na tržištu kapitala u Srbiji, već novčana sredstva drže ili na depozitnim kod banaka ili ulaganjem u državne hartije od vrednosti. Polazeći od značaja razvoja tržišta kapitala za privredu i ekonomiju, Republika Srbija je usvojila Strategiju za razvoj tržišta kapitala za period od 2021. do 2026. godine koja treba da podstakne razvoj tržišta korporativnih obveznica, a Svetska banka je odobrila Srbiji zajam za podršku razvoja tržišta kapitala. Cilj ovog rada je da ukaže na značaj razvoja tržišta kapitala za institucionalne investitore, pre svega osiguravajućih društava sa jedne strane, ali i ceo finansijski sektor sa druge strane. U radu će se ukazati na postojeće stanje na tržištu kapitala, tj. strukturu hartija od vrednosti u koje ulažu osiguravajuća društva, kao i na mogućnosti koje može doneti razvoj tržišta kapitala za investitore i celokupnu nacionalnu ekonomiju.

Ključne reči: tržište kapitala, investitori, osiguravajuća društva, hartije od vrednosti, obveznice

JEL klasifikacija: G22, G34

¹ Vanredni profesor, Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, imejl: mladenka.balaban@bba.edu.rs

² Docent, Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, imejl: boris.korenak@bba.edu.rs

Rad primljen: 29. 9. 2024.

Rad prihvaćen: 20. 10. 2024.

I Uvod

Na razvijenim finansijskim tržištima u svetu, kao što su to SAD, institucionalni investitori predstavljaju najveće učesnike, koji efikasno mobilišu privremeno slobodna sredstva od sektora stanovništva i privrede. Preko dobro razvijenog finansijskog tržišta, ova sredstva se kroz različite instrumente alociraju u finansijske i privredne tokove nacionalne ekonomije. Sa druge strane razvijeno finansijsko tržište omogućava da se finansijske aktive brzo pretvore u novac, čime se ubrzava protok novčanih sredstava što doprinosi povećanju efikasnosti poslovanja privrede i boljoj stabilnosti privrede u celini.³ Tržište institucionalnih investitora u Srbiji je podeljeno uglavnom između tri sektora: penzioni fondovi, osiguravajuća društva i menadžeri imovine. S obzirom da u prethodnom period najveće ušesće i rast na finansijskom tržištu u Srbiji imaju osiguravajuća društva, predmet ovog rada biće kretanje premija osiguranja kao i struktura ulaganja osiguravajućih društava na finansijskom tržištu u Srbiji, kao i analiza značaja razvoja tržišta kapitala za ove institucionalne investitore.

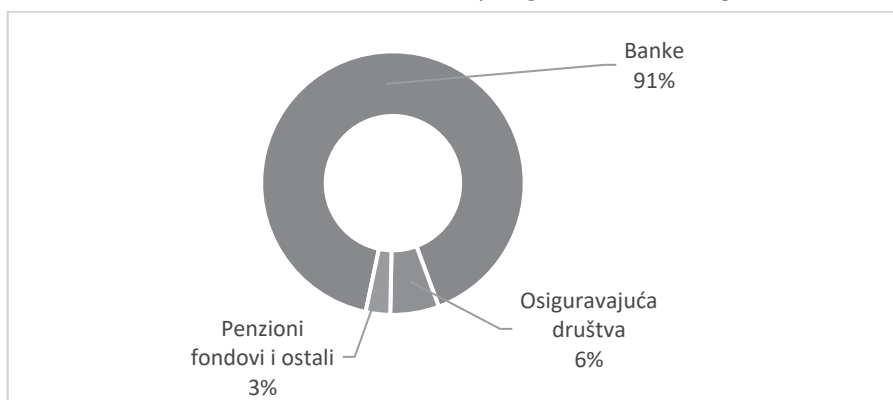
II Tržište kapitala u Republici Srbiji

1. Postojeće stanje

Najveće učešće u bilansnoj strukturi finansijskog sektora Srbije imaju banke sa 91% učešća u 2023. godini, zatim osiguravajuća društva sa 5,7%, dok se na penzijske fondove i investicione fondove odnosi 3,3%. Brojna teorijska i empirijska istraživanja su ukazala da je razvoj tržišta kapitala usko povezan sa ekonomskim razvojem nacionalne ekonomije. Ali uzročno-posledična veza između razvoja tržišta kapitala i rasta nacionalne ekonomije nije jednosmerna i zavisi od strukture finansijskog sistema zemlje, snage institucionalnih kapaciteta, korporativnog upravljanja, zaštite potrošača i ostalih faktora.

³ Milo Marković, „Izazovi tržišta osiguranja u Srbiji na putu ka Solvency II“, *Tokovi osiguranja*, br. 2/2024, str. 333-361.

Slika 1. Bilansna struktura finansijskog sektora u 2023. godini



Izvor: Autor na bazi podataka NBS

Statistički podaci i izveštaji ukazuju da tržište kapitala tj. tržište akcija i obveznica Republike Srbije egzistira sa niskim obim prometa kao i nerazvijenom strukturom hartija od vrednosti koja se nudi na njemu. Najdominantnije tržište na finansijskom tržištu je tržište državnih obveznica na kome je u 2023. godini ostvaren promet od 187,3 mlrd dinara, sekundarno trgovanje hartijama od vrednosti u evrima iznosilo je 206,4 mln evra (346,6 mln evra u 2022. godini). Ukupan promet dugoročnih državnih obveznica, koje su uključene na prime listing Beogradske berze (u dinarima i evrima), iznosio je 17,8 mlrd dinara u 2023. godini. Imajući u vidu da je finansijski sektor Srbije bankocentričan, najveći investitori u dinarske državne obveznice poslednih 10 godina su banke, čije je učešće u 2023. godini bilo 63%. Pored banaka, zabeleženo je i manje učešće osiguravajućih društava i penzionih fondova, koje usporeno raste iz godine u godinu.

Tržište korporativnih obveznica je slabo razvijeno, a na to ukazuje činjenica da je u periodu od 2020. do 2024. godine, samo 11 kompanija izdalo ukupno 32 korporativne obveznice, nominalne vrednosti od 942 miliona evra. Od toga je samo jedan emitent korporativnih obveznica uvrstio svoje obveznice na Beogradsku berzu za sekundarno trgovanje (Energoprojekt Holding a.d. Beograd), dok su ostale kompanije to uradile putem privatnog plasmana.

Kada je reč o strukturi hartija od vrednosti na tržištu kapitala u Srbiji, dominiraju hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom.

Tabela 1. Pregled dostupnih instrumenata tržišta kapitala u Srbiji

Vrsta imovine	Hartije od vrednosti	Tip	Dostupan
Fiksni prihod	Državne obveznice	Fiskni kupon	+
		Vezane za indeks	+
		Vezana za inflaciju	-
	Municipalne obveznice	Fiskni kupon	+
		Vezane za indeks	-
		Vezana za inflaciju	-
	Korporativne obveznice	Fiskni kupon	+
		Vezane za indeks	-
		Vezana za inflaciju	-
	Kredit (sekjuritizovani)	Hartije od vrednosti obezbeđene imovinom (ABS)	-
Hartije od vrednosti obezbeđene hipotekom (MBS)		-	
Derivati	Fjučersi/ Fforvord		-
	Svop	CDS	-
			-
		CDOs	-
	Opcije	put	-
		Call	-

Izvor: Analiza na osnovu podataka KHOV i Beogradske berze

Ključni pokazatelj razvijenosti tržišta kapitala jedne nacionalne ekonomije jeste obim poslovanja berze. Podaci o tržišnoj kapitalizaciji i prometu akcijama i obveznicama na berzi ukazuju da je tržište kapitala Republike Srbije u fazi razvoja i da je njegova osnovna karakteristika nedovoljan obim trgovine hartijama od vrednosti. Prema godišnjem izveštaju NBS „tržišna kapitalizacija Beogradske berze na kraju 2023. godine iznosila je 425,0 mlrd dinara (5,2% BDP-a). Tržišna kapitalizacija je u 2023. godini, u poređenju sa 2022. godinom, povećana u delu open market za 132,8 mlrd dinara i u delu listinga za 26,6 mlrd dinara, dok je na MTP175 segmentu smanjena za 144,0 mlrd dinara.“⁴ Za posmatrani period od 10 godina (2013-2023) može se zaključiti da je se na Beogradskoj berzi više trgovalo akcijama nego obveznicama, što ukazuje na nepoverenje investitora u finansijsko tržište pre svega tržište korporativnih obveznica.

⁴ NBS, *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2023. godinu*, Beograd, str. 100, https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/fs/finansijska_stabilnost_23.pdf (datum pristupa 03. 09. 2024).

Tabela 2. Promet na Beogradskoj berzi za period 2020-2023. godine

Godina	Tržišna kapitalizacija na kraju godine (u RSD)	Tržišna kapitalizacija na kraju godine (u EUR)	Godišnji obim trgovanja akcijama (u RSD)	Godišnji obim trgovanja akcijama (u RSD)	Godišnji ukupni obim trgovanja (u RSD)	Godišnji ukupni obim trgovanja (u EUR)	Broj transakcija
2020	523.407.000.000	4.451.200.000	5.030.000.000	42.790.000	48.752.230.000	414.650.000	18.098
2021	533.342.335.066	4.535.914.353	6.482.716.327	55.133.531	41.231.194.976	350.679.870	18.743
2022	409.576.767.229	3.485.794.633	11.421.790.229	97.152.861	38.296.960.114	325.934.839	22.760
2023	424.958.052.044	3.624.461.684	3.097.724.733	26.417.100	20.895.639.056	178.218.633	19.471

Izvor: Autor na osnovu podataka <https://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>

Tržište kapitala se smatra razvijenim ukoliko je udeo tržišne kapitalizacije u BDP preko 50%, ali se prilikom davanja zaključaka treba osloniti i na druge indikatore tržišta kapitala. Ako pogledamo ove pokazatelje u razvijenim delovima sveta i EU, može se uočiti da smo na dnu lestvice i da je tržište kapitala na nižem stepenu razvoja.

Tabela 3. - **Vrednost tržišne kapitalizacije u pojedinim zemljama za 2023. godinu**

Zemlja	Tržišna kapitalizacija u odnosu na BDP
USA	156.5%
Nemačka	47.9%
Velika Britanija	71.3%
Mađarska	19.9%
Slovačka	1.8%
Slovenija	14.5%
Hrvatska	30%
Srbija	5.2%

Izvor: Autor na bazi podataka <https://www.ceicdata.com/en/indicator/european-union/market-capitalization--nominal-gdp>

III Perspektiva razvoja tržišta kapitala

Postavlja se pitanje šta predstavlja „razvijeno“ tržište kapitala? U nedostatku jasne i opšteprihvaćene definicije tržišta kapitala koristićemo definiciju datu od strane američke berze Nasdaq (NASDAQ, engl. National Association of Securities Dealers Automated Quotations), prema kojoj se tržište kapitala tradicionalno odnosi na „mesto (platforma) za trgovanje dugoročnim dužničkim instrumentima, odnosno, tržište na kojem se prikuplja kapital. U novije vreme, tržišta kapitala se koriste

u opštijem kontekstu za označavanje tržišta akcija, obveznica, derivata i drugih instrumenata”⁵

Preduslov za razvoj tržišta kapitala u jednoj nacionalnoj ekonomiji ogleda se u:

- stabilnom makroekonomskom okruženju,
- relativno razvijenom i stabilnom finansijskom sistemu,
- uređenom zakonodavnom i institucionalnom okviru.

Ako se pođe od svakog uslova pojedinačno može se reći da je Srbija tokom prethodnih godina obezbedila ekonomski rast i razvoj domaćeg finansijskog sistema, posebno nebankarskog sektora. Takođe je novim Zakonom o tržištu kapitala stvoren regulatorno–institucionalni okvir koji je usaglašena sa regulativom EU. Kako bi podstakla rast tržišta kapitala, Vlada Srbije je usvojila Strategiju za razvoj tržišta kapitala za period od 2021. do 2026. godine, kao i prateći akcioni plan koji treba da podstakne razvoj tržišta korporativnih obveznica i ostalih značajnih instrumenata tržišta kapitala.

Cilj strategije je:

1. optimizacija regulatornog sistema za podršku većem učešću na tržištu kapitala;
2. povećanje kvaliteta, atraktivnosti i dostupnosti investicionih proizvoda i povećanje broja izdavalaca u sistemu;
3. privlačenje domaćih i međunarodnih investitora;
4. kreiranje podsticajnog i efikasnog institucionalnog okvira;
5. jačanje institucionalnih kapaciteta u pogledu tehnologije i ljudskih resursa;
6. promocija i finansijska edukacija učesnika na tržištu, uključujući ukupnu populaciju.⁶

Pored toga, Agencija za ocenu kreditnog rejtinga Moody's potvrdila je kreditni rejting Republike Srbije na nivou „Ba2” i zadržala stabilne izgleda za njegovo dalje povećanje.

Međunarodna banka za obnovu i razvoj odobrila je Republici Srbiji kredit u iznosu od 30 miliona dolara za podršku reforme i revitalizacije tržišta kapitala kroz implementaciju projekta „Projekat razvoja tržišta kapitala”. Opšti ciljevi Projekta su podrška daljem razvoju pravnog, regulatornog i ekonomskog okruženja, jačanje tržišta korporativnih obveznica kao dodatnog načina finansiranja preduzeća (uključujući zelena i druga tematska izdavanja obveznica).

⁵ <https://www.nasdaq.com/glossary/c/capital-market> (datum pristupa 03. 09. 2024).

⁶ <https://mfin.gov.rs/sr/dokumenti2-1/strategija-za-razvoj-trista-kapitala-za-period-2021-do-2026-godine-1> (datum pristupa 01. 09. 2024).

Projekat je strukturisan oko dve glavne komponente:

1. Institucionalne, pravne i regulatorne reforme
 - Jačanje kapaciteta relevantnih institucija: Komisije za hartije od vrednosti, Centralnog registra hartija od vrednosti i Beogradske berze
 - Razvoj i unapređenje regulatornog okvira
 - Usklađivanje rada relevantnih institucija sa međunarodnim standardima
 - Reforma poreskog sistema u cilju unapređenja tržišta kapitala
 - Kreiranje interaktivnog web portala sa objedinjenim informacijama relevantnim za tržište kapitala
2. Podrška izdavanju korporativnih obveznica
 - Proširenje ponude i baze izdavaoca korporativnih obveznica
 - Identifikacija potencijalnih emitenata
 - Angažovanje profesionalnih savetnika koji će raditi sa emitentima i pružiti im podršku u procesu izdavanja korporativnih obveznica
 - Poseban fokus će biti na zelenim i drugim tematskim izdanjima.

IV Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori na tržištu kapitala u Srbiji

Osiguravajuća društva prikupljaju novčana sredstva kroz premiju osiguranja, a struktura ulaganja će svakako zavisiti od izvora prikupljenih sredstava (neživotno i životno osiguranje). „S obzirom na to da su obaveze kod neživotnih osiguranja manje predvidive, sredstva prikupljena po ovom osnovu uglavnom se plasiraju u kratkoročne plasmane. Sasvim je drugačija situacija kod premija životnog osiguranja, čiji plasman sredstava ima dugoročan karakter.“⁷

Premija životnog osiguranja u Srbiji raste iz godine u godinu, što znači da osiguranja imaju u obliku tehničkih rezervi značajan potencijal za ulaganja na finasijskom tržištu. U cilju zaštite osiguranika i ostalih korisnika polisa osiguranja, osiguravajuća društva su u obavezi da formiraju i održavaju dovoljan nivo tehničkih rezervi za pokriće šteta. Pored toga, obaveza osiguravajućih društava je da tehničke rezerve ulažu u skladu sa propisima, a u cilju uvećanja njihove vrednosti, kako bi odgovorili svojim obavezama. Prilikom plasmana raspoloživih sredstava osiguravajuća društva moraju nastojati da je profit najmanje jednak prosečnoj kamatnoj stopi zarađenoj na tržištu kapitala. Osiguravajuće kompanije mogu plasirati slobodna sredstva u sledeće oblike:

- nekretnine
- hartije od vrednosti
- depozite kod banaka.

⁷ Miro Sokić, "Osiguravajuće kuće kao institucionalni investitori u Republici Srbiji", *Tokovi osiguranja*, br. 4/2015, str. 49 -70.

Dva su principa kojim se osiguravajuća društva rukovode prilikom plasmana sredstav i to:

- pružanje visokog nivoa zaštite od rizika svog osiguranika,
- ostvarivanje što većeg prinosa na uložena sredstva.

Značaj aktivnosti osiguravajućih društava kao učesnika na finansijskim tržištima, u jednoj nacionalnoj ekonomiji ogleda se u sledećem:

- Osiguranje obezbeđuje finansijsku stabilnost i smanjuje neizvesnost kroz obeštećenje svih onih koji su pretrpeli gubitak. Na taj način smanjuje se efekat masovnih bankrota koji bi mogli imati katastrofalne posledice na proizvodnju, zapošljavanje, poreske prihode i stanje privrede uopšte.
- Dobrovoljno penzijsko osiguranje kao jedan od najvažnijih vidova osiguranja u smislu ulaganja ovih sredstava na finansijskim tržištima pruža sigurnost budućim penzionerima da im se penzionisanje po osnovu njihovih uplata isplaćuje mesečno, stabilno do kraja života.
- Rastom malih količina novca prikupljenih u vidu premija, osiguravajuća društva su u mogućnosti da finansiraju velike investicione projekte i na taj način pozitivno utiču na privredni rast zemlje.
- Osiguranje obezbeđuje efikasno upravljanje rizikom i transformisanje procene rizika. Kada investiraju, osiguravajuća društva temeljno istražuju kreditnu sposobnost zajmoprimca, što omogućava drugim investitorima na tržištu da dobiju informacije o karakteristikama drugih firmi u okruženju prilikom donošenja investicionih odluka.
- Obavljanje međunarodne trgovine između partnera koji nisu dovoljno poznati je često uslovljeno postojanjem određenih vrsta osiguranja. Na taj način obezbeđivanje podstiče razvoj međunarodne trgovine.
- Davanjem popusta na premije, preventivnim merama zaštite od požara, povreda na radu i sl., osiguravajuća društva utiču na sprečavanje i smanjenje gubitaka osiguranika ili društva u celini.⁸

Strukturu ulaganja osiguravajućih društava u Republici Srbiji opredeljuju zakonska i podzakonska akta, kao i različiti oblici hartija od vrednosti na finansijskom tržištu. Zakon o osiguranju propisuje vrste imovine u koje se mogu ulagati sredstva osiguranja. Sredstva tehničkih rezervi mogu se ulagati u sredstva propisana zakonom, odvojena za životna i neživotna osiguranja.

⁸ Mladenka Balaban, "Role of insurance company as institutional investors. In: Contemporary trends and prospects of economic recovery"; CEMAFI International Association, Nice (France), 2014. pp. 730-744.

Tabela 2. – Pregled pravila ulaganja tehničkih rezervi u Republici Srbiji

Sredstva	Ograničenje
Hartije od vrednosti i instrumenti tržišta novca izdate od strane Republike Srbije, država članica EU ili OECD, centralnih banaka zemalja članica EU/OECD ili za koje garantuje jedan od navedenih subjekata;	Bez ograničenja
Hartije od vrednosti koje su izdale međunarodne finansijske organizacije čiji je član RS;	Bez ograničenja
Dužničke hartije od vrednosti koje izdaju/garantuju autonomne pokrajine ili jedinice lokalne samouprave; ⁹	Do 35% sredstava tehničkih rezervi i do 10% u hartijama od vrednosti istog izdavaoca.
Dužničke hartije od vrednosti kojima se trguje na tržištu hartija od vrednosti u skladu sa zakonom; ¹⁰	Do 35% sredstava tehničkih rezervi u hartijama od vrednosti koje izdaje pravno lice sa sedištem u Republici Srbiji i do 5% u hartijama od vrednosti istog izdavaoca.
Dužničke hartije od vrednosti kojima se ne trguje na tržištu hartija od vrednosti ako je njihov izdavalac pravno lice sa sedištem u Republici Srbiji; ¹¹	Do 3% sredstava tehničkih rezervi i do 0,5% u hartijama od vrednosti istog izdavaoca
Akcije kojima se trguje na tržištu hartija od vrednosti u skladu sa zakonom; ¹²	Do 25% sredstava tehničkih rezervi i do 5% u hartijama od vrednosti istog izdavaoca.
Akcije kojima se ne trguje na tržištu hartija od vrednosti ako je njihov izdavalac pravno lice sa sedištem u Republici Srbiji; ¹³	Do 5% sredstava tehničkih rezervi i do 1% u hartijama od vrednosti istog izdavaoca.
Vlasnički udeli preduzeća sa sedištem u RS;	Do 5% sredstava tehničkih rezervi i do 1% udela jednog pravnog lica.
Investicione jedinice investicionih fondova;	Do visine obračunate tehničke rezerve za pojedine vrste životnih osiguranja vezanih za investicione jedinice investicionih fondova, a u investicionim jedinicama jednog investicionog fonda - do 50% ovih tehničkih rezervi.

⁹ Emitent ili garant hartija od vrednosti mora imati kreditni rejting utvrđen za dugoročno zaduživanje u stranoj valuti koji je najmanje jednak rejtingu RoS-a prema Standard & Poor's, Fitch-IBCA ili Moodi's.

¹⁰ Sredstva tehničkih rezervi su uložena u bilo koje dužničke hartije od vrednosti, moraju imati kreditni rejting koji odgovara najmanje „A“ rejtingu Standard & Poor's ili odgovarajućem rejtingu Fitch-IBCA ili Moodi'sa, ili da su hartije od vrednosti navedene na zvanična berzanska kotacija za najmanje dve prethodne godine.

¹¹ Ako se sredstva tehničkih rezervi ulažu u hartije od vrednosti koje ne kotiraju, društvo za osiguranje mora da izvrši i dokumentuje procenu poslovanja emitenta, s tim da je društvo dužno da najmanje jednom godišnje pregleda svoju procenu poslovanja izdavaoca i da vodi odgovarajuću evidenciju o svoje operacije.

¹² Olyver Wyman, (2024), The Capital Flywheel, European Capital Markets, A business of Marsh McLennan

¹³ MAPFRE Economics, (2023), Global savings and insurance industry investments, Madrid, Fundacion MAPFRE

<p>Nepokretnosti i druga imovinska prava na nepokretnostima, pod uslovom da su upisane u zemljišne ili druge javne knjige u Republici Srbiji, donose prinos, ako je njihova kupoprodajna cena utvrđena na osnovu procene ovlašćenog procenitelja i ako su bez tereta.</p>	<p>Do 30% tehničkih rezervi životnog osiguranja, i do 20% tehničkih rezervi neživotnog osiguranja, s tim da se ulaganja u jednu nekretninu ili više međusobno povezanih nepokretnosti koje čine jednu celinu mogu izvršiti u iznosu do 10% tehničkih rezervi životnog osiguranja i 7% tehničkih rezervi neživotnih osiguranja.</p>
<p>Rezerve za prenosive premije, rezervisane štete i druge tehničke rezerve koje snose suosiguravač, reosiguravač i retroustupitelj.</p>	<p>Povećati knjigovodstvenu vrednost ovih rezervi, utvrđenu s obzirom na kreditnu sposobnost saosiguravača, reosiguravača i retroustupitelja.</p>

Osiguravajuća društva mogu ulagati u inostranstvu samo u izuzetnim okolnostima i pod sledećim uslovima:

Sredstva se ne stiču u zemlji čiji je kreditni rejting S&P, Fitch ili Moodi's snižen tokom prošle godine na rejting jednak ili niži od rejting zemlje;

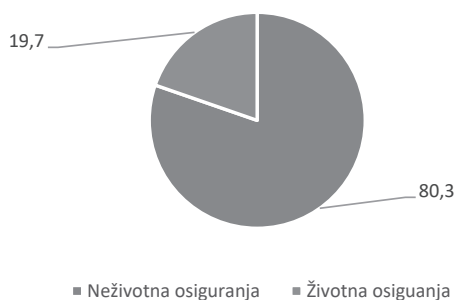
- Do granice od 25% osnovnog kapitala društva za osiguranje;
- Ukoliko se za svaku investiciju dobije prethodna saglasnost NBS.

Na tržištu osiguranja u Srbiji, posluje ukupno 20 osiguravajućih kompanija, od kojih se poslovima osiguranja bavi 16, dok se poslovima reosiguranja bavi 4 kompanije. 15 osiguravajućih kompanija je u stranom vlasništvu. Pokazatelji poslovanja sektora osiguranja u proteklih 10 godina, čak i u uslovima prisustva brojnih izazova, beležili pozitivan trend, kao i da su ukupna imovina, tehničke rezerve, kapital i premija neživotnih i životnih osiguranja više nego udvostručeni.

Na osnovu poslednjeg izveštaja NBS¹⁴ o poslovanju osiguravajućih društava za 2023. godinu, ukupna premija osiguranja u Republici Srbiji je porasla za 15,9% i iznosi 1,3 milijarde evra. Struktura premije osiguranja ide u korist neživotnih osiguranja 80,3%, dok se na premiju životnog osiguranja odnosi 19,7%. Bilansna struktura sektor osiguranja porasla je za 11,6% i iznosi 3,2 milijarde evra. Iako tržište osiguranja beleži rast iz godine u godinu i dalje je tržište na nižem, stepenu razvoja na šta ukazuju podaci da je učešće ukupne premije u bruto društvenom proizvodu u 2023. godini, svega 1,9%, a u zemljama Evropske unije iznosi 6,2%.

¹⁴ https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/osiguranje/izvestaji/izv_IV_2023.pdf (datum pristupa 03. 09. 2024).

Slika 2 – Struktura premije na tržištu osiguranje u Srbiji za 2023.

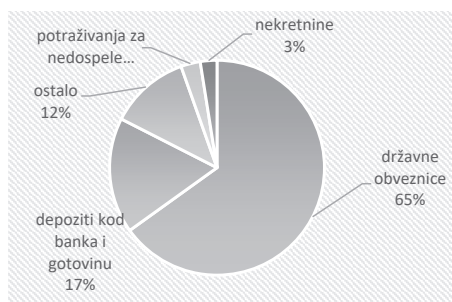


Izvor: Autor na bazi podataka

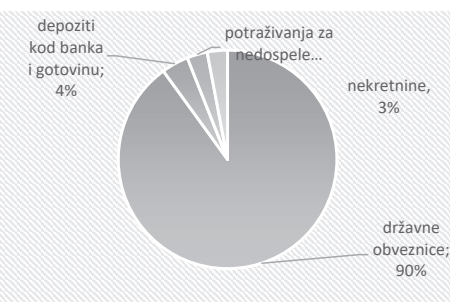
NBS https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/osiguranje/izvestaji/izv_IV_2023.pdf

Ono što je veoma bitno sa stanovišta tržišta kapitala jesu tehničke rezerve osiguravajućih društava, koje se mogu ulagati u različite oblike imovine. U 2023. godini tehničke rezerve su iznosile 2,2 milijarde evra, što je više za 11,2% u odnosu na prethodnu godinu. Najveće učešće u ukupnim tehničkim rezervama čini matematička rezerva, koja iz godine u godinu raste. Imajući u vidu da je na tržištu kapitala oskudna ponuda hartija od vrednosti, kao i da postoje propisana ograničenja za ulaganja sredstava tehničkih rezervi, osiguravajuća društva su obavezna da sredstva tehničkih rezervi ulažu u sredstva koja se smatraju pouzdanim, raspoloživim tokom dužeg perioda i stabilne realne vrednosti.

Slika 3 – Struktura ulaganja neživotnih osiguranja u 2023. godini



Slika 4. – Struktura ulaganja životnih osiguranja u 2023. godini



Izvor: Autor na bazi podataka

https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/osiguranje/izvestaji/izv_IV_2023.pdf

Imajući u vidu slabu ponudu finansijskih instrumenata i regulatorna ograničenja, osiguravajuća društva u Republici Srbiji nemaju velike mogućnosti u kreiranju sopstvenih portfolija, pa najveći deo tehničkih rezervi ulažu u državne obveznice. Na to ukazuju i podaci iz izveštaja o poslovanju društava za osiguranja za 2023. godinu, prema kome su tehničke rezerve neživotnih osiguranja uložena u državne obveznice 64,7%, depoziti kod banka i gotovinu 17,3%, tehničke rezerve na teret saosiguravača, reosiguravača i retrocesionara 12,0%, potraživanja za nedospele premije 2,9% i nekretnine 2,5%. Struktura ulaganja matematičke rezerve u 2023. godini ide u korist državnih hartija od vrednosti 90%, depoziti kod banaka 4%, potraživanja po osnovu nedospele premije 3% nekretnine 3%.

Tabela 4. –Struktura ulaganja osiguravajućih društava u svetu i Srbiji u%

Vrsta active	EU		USA		Japan		Velika Britanija		Srbija životno osiguranje		Srbija neživotno osiguranje	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Korporativne obveznice	24,7	23,5	40,9	47,5	6,9	6,5	33,4	32,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Državne hartije	28,9	25,6	20,5	14,8	41,2	43,7	18,2	16,6	92,1	89,7	76,0	67,2
Akcije	14,9	18,6	15,0	13,6	6,1	5,9	6,7	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Kreditiranje	4,9	5,1	10,0	10,5	7,1	7,4	10,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gotovina i depoziti	1,9	1,9	4,6	4,6	2,9	3,0	9,3	10,2	3,1	5,0	8,1	15,0
Nekretnine	1,6	1,7	0,5	0,5	1,5	1,6	1,7	2,0	3,2	3,4	3,8	3,7
Investicioni fondovi	20,5	20,5	2,2	2,4	20,6	22,3	12,7	12,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostale investicije	2,6	3,1	8,4	8,5	32,1	29,5	0,1	0,1	1,6	1,9	12,1	14,1

Izvor: Autor na bazi podataka <https://documentacion.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/es/media/group/1121054.do>

Ako analiziramo strukturu ulaganja osiguravajućih društava u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima (zemlje EU, SAD, Japan, Velika Britanija), može se uočiti da u njihovim portfolijima dominiraju različite aktive. Zemlje EU imaju veoma diversifikovan portfolio, jer skoro podjednako ulažu u korporativne obveznice 23,5%, državne obveznice 25,6%, investicione fondove 20,5%, akcije 18,6%, dok se na nekretnine odnosi svega 1,7%. Situacija je potpuno drugačija na najrazvijenijem finansijskom tržištu tj. tržištu SAD, gde osiguravajuća društva dominiraju kao institucionalni investitori sa 47,5% ulaganja u korporativne obveznice, državne obveznice 14,8%, akcije 13,6%, dok se na nekretnine odnosi svega 0,5%, investicioni fondovi 2,4%. Drugačija struktura ulaganja se može uočiti na drugom razvijenom finansijskom tržištu u Japanu, gde u strukturi ulaganja osiguravajućih društava dominiraju državne obveznice sa 43,7%, ulaganja u investicione fondove 22,3%, dok se na korporativne obveznice odnosi samo 6,5%, a na nekretnine 1,6%. U Velikoj Britaniji struktura ulaganja

osiguravajućih društava je raznolika: 32,9% su ulaganja u korporativne obveznice, državne obveznice 16,6%, akcije 10%, investicioni fondovi 12,6% depoziti 10,2% i nekretnine 3,2%. I na kraju struktura ulaganja osiguravajućih društva u Srbiji se svodi uglavnom na državne obveznice (neživotna osiguranja 67,2% i životna osiguranja sa 90% u 2002. godini) i depozite kod banaka, što još jednom ukazuje na potrebu razvoja tržišta kapitala, sa širom lepezom mogućnosti: komercijalne obveznice, municipalne obveznice, komercijalni zapisi i slično.

Tabela 5. Potencijal osiguravajućih društava kao institucionalnih investitora u Srbiji

Društva za (re) osiguranje	Aktiva (RSD)	Aktiva (EUR)	Tehničke rezerve (RSD)	Tehničke rezerve (EUR)	Organizovano tržište (EUR)
Generali	79.140.000.000	676.017.357	56.347.680.000	481.324.358	24.066.217
Dunav	73.001.000.000	623.577.749	51.976.712.000	443.987.357	22.199.367
Wiener	51.033.000.000	435.926.128	36.335.496.000	310.379.403	15.518.970
Grave	37.423.000.000	319.668.910	26.645.176.000	227.604.264	11.380.213
DDOR	29.663.000.000	253.382.649	21.120.056.000	180.408.446	9.020.422
Dunav Re	18.095.000.000	154.568.285	12.883.640.000	110.052.618	5.502.630
Triglav	14.293.000.000	122.091.434	10.176.616.000	86.929.101	4.346.455
Uniqa životno	12.090.000.000	103.273.311	8.608.080.000	73.530.597	3.676.529
AMS	10.218.000.000	87.282.604	7.275.216.000	62.145.214	3.107.260
Wiener Re	9.656.000.000	82.481.976	6.875.072.000	58.727.167	2.936.358
Milenijum	8.740.000.000	74.657.464	6.222.880.000	53.156.114	2.657.805
Globos	7.871.000.000	67.234.427	5.604.152.000	47.870.912	2.393.545
Uniqa neživotno	7.716.000.000	65.910.411	5.493.792.000	46.928.212	2.346.410
Generali Re	6.033.000.000	51.534.151	4.295.496.000	36.692.315	1.834.615
Sava neživotno	5.846.000.000	49.936.788	4.162.352.000	35.554.993	1.777.749
Merkur	5.758.000.000	49.185.089	4.099.696.000	35.019.783	1.750.989
DDOR Re	2.865.000.000	24.472.955	2.039.880.000	17.424.744	871.237
Sava životno	1.854.000.000	15.836.949	1.320.048.000	11.275.908	563.795
OTP	1.566.000.000	13.376.840	1.114.992.000	9.524.310	476.215
Sogaz	1.363.000.000	11.642.805	970.456.000	8.289.677	414.483
Ukupno	384.224.000.000	3.282.058.290	273.567.488.000	2.336.825.503	116.841.275

Izvor: Autor na bazi podataka: www.nbs.rs

U prethodnoj tabeli se može videti ukupan potencijal osiguravajućih i reosiguravajućih društava, koje oni mogu plasirati na tržištu kapitala. Kao što je već pomenuto, postoji niz propisanih ograničenja koje menadžeri osiguranja moraju da

se pridržavaju, a od kojih neka predstavljaju izazove u investiraju na domaćem tržištu dužničkog kapitala (posebno u korporativne obveznice). Većina emitenata korporativnih obveznica u Srbiji nema rejting niti imaju obveznice na berzi, što praktično otežava osiguravajućim društvima da ulažu u ove obveznice i podrže razvoj tržišta dužničkog kapitala. Pored toga, i tržište kratkoročnih hartija od vrednosti nema u ponudi komercijalnih zapisa, koje bi omogućile menadžerima neživotnih osiguranja da plasiraju sredstva i time obezbede bolju likvidnost ukupnog finansijskog tržišta uz rast profitabilnosti. Razvojem tržišta kapitala obezbedila bi se za osiguravajuća društva bolja alokacija tehničkih rezervi i povećanje njihove profitabilnosti i bolje upravljanje rizikom. S druge strane, u Srbiji postoji pozitivan trend rasta premije životnog osiguranja, čime će se još dodatno povećati tražnja za finansijskim instrumentima, pa samim tim razvoj tržišta kapitala treba da bude glavni oslonac jačanja uloge institucionalnih investitora, koji imaju velike potencijalne izvore za finansiranje privrede.

V Zaključak

Tržište kapitala u Republici Srbiji je u inicijalnoj fazi razvoja, na šta ukazuje i skroman obim trgovanja hartijama od vrednosti, kao i pokazatelj tržišne kapitalizacije koji za 2023. godinu iznosi 5,9% BDP. S obzirom da je od 2021. godine donesena Strategija razvoja tržišta kapitala, pokrenuto je rešavanje niza pitanja u vezi sa uspostavljanjem savremenog tržišta kapitala. Radi se na vraćanju poverenja investitora kroz bolji sistem njihove zaštite, pre svega putem povećanja transparentnosti, uspostavljanje adekvatne zakonske regulative, ali i kroz uspostavljanje saradnje sa regionalnim i međunarodnim berzama, edukaciju potencijalnih učesnika na finansijskom tržištu. Razvojem tržišta kapitala obezbediće se bolja likvidnost i transparentnost finansijskog sistema, ali i bolja alokacija slobodnih novčanih sredstava.

Osiguravajuća društva kao insitucionalni investitori imaju veliku ulogu na finansijskim tržištima u svetu. Oni značajno kreiraju tražnju za različitim oblicima finansijske imovine. Njihova uloga u razvoju finansijskog tržišta zavisi od stepena razvoja tržišta osiguranja u nacionalnoj ekonomiji. Osnovna karakteristika politike ulaganja osiguravajućih društava u Srbiji je da najviše ulažu u državne obveznice i depozite banaka, jer su nisko rizična aktiva, sa nižim prinosima, obzirom da im finansijsko tržište ne nudi profitabilnije alternative. Vodi se politika konzervativnog ulaganja kroz ulaganje u državne obveznice, a veliki je udeo gotovine u portfeljima. S obzirom da poslednju deceniju, tržište osiguranja u Srbiji ima trend rasta, trebalo bi da sa ovim trendom rasta raste i uloga ovih institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala. Potencijal tržišta osiguranja nije iskorišten u potpunosti, pa samim tim ni potencijal osiguravajućih društava, čija sredstva su značajna za razvoj nacionalne ekonomije.

Literatura:

1. Balaban, M., "Role of insurance company as institutional investors. In: *Contemporary trends and prospects of economic recovery*" CEMAFI International Association, Nice (France) (2014):
2. Blake, D., (1999.) „Portfolio Choice Models of Life Assurance Companies: similarities and differences“, Discussion paper PI-9610, The Pension Institute, Cass Business School, City University, London.
3. "Funding the future Insurers" role as institutional investors, Insurance Europe, Brussels, (2013): June.
4. Marković, M., „Izazovi tržišta osiguranja u Srbiji na putu ka Solvency II“, *Tokovi osiguranja*, br. 2/2024, str. 333-361.
5. Njegomir, V. "Upravljanje imovinom i obavezama osiguravajućih društava", Računovodstvo
6. OECD Report: OECD Insurance Statistics 2022, www.oecd-ilibrary.org (2022)
7. Rejda, G. E. "Principles of Risk Management and Insurance" Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, NJ, 2005
8. Sokić, M., *Osiguravajuće kuće kao institucionalni investitori u Republici Srbiji*, Tokovi osiguranja, broj 4/2015, str. 49 -70
9. Solvency II Set to Reshape Asset Allocation and Capital Markets, Insurance Rating Group
10. Special Report, FitchRatings, New York, June 2011. Vol. 50, Br. 5-6, 2006
11. NBS, *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema za 2023. godinu*, Beograd
12. Wyman, O. The Capital Flywheel, European Capital Markets, A business of Marsh McLennan 2024
13. MAPFRE Economics Global savings and insurance industry investments, Madrid, Fundación MAPFRE 2023,
14. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/fs/finansijska_stabilnost_23.pdf<https://www.nasdaq.com/glossary/c/capital-market>
15. <https://mfjn.gov.rs/sr/dokumenti2-1/strategija-za-razvoj-trita-kapitala-za-period-2021-do-2026-godine-1>