

DRUŠTVA ZA OSIGURANJE ŽIVOTA U ULOZI INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA RAZVIJENIM FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA I TRŽIŠTIMA REGIJE

SAŽETAK

Osiguravajuća društva na razvijenim finansijskim tržištima predstavljaju značajne institucionalne investitore. Sagledavanjem strukture finansijskog sektora u SAD-u u periodu 1970. – 2003., te Hrvatske i Bosne i Hercegovine u periodu 2002. – 2008. mogu se donijeti zaključci o mjestu koje osiguravajuća društva zauzimaju na razvijenim finansijskim tržištima, te zemljama regije. Transformacijom zemalja Centralne i Istočne Evrope u modernu tržišnu ekonomiju došlo je do razvoja tržišta kapitala i jačanja uloge osiguravajućih kuća u procesu finansijske intermedijacije.

Analizira se struktura ulaganja osiguravajućih društava za život u SAD-u, Njemačkoj, Hrvatskoj, Srbiji i Bosni i Hercegovini. Zaključuje se da osiguravajuća društva u SAD-u i Njemačkoj igraju značajnu ulogu u segmentu direktnog investiranja na finansijskim tržištima. U Hrvatskoj i Srbiji većina sredstava osiguravajućih društava, uprkos različitim regulativama u polju limita na ulaganje matematičke rezerve, uložena su u vladine obveznice. S druge strane, Bosna i Hercegovina predstavlja endemsku vrstu sa aspekta strukture ulaganja sredstava matematičke rezerve osiguravajućih društava.

Osiguravajuća društva u svom poslovanju izložena su različitim vrstama finansijskih rizika. Jedan od načina suprotstavljanja tim rizicima predstavlja sklapanje derivativnih finansijskih transakcija. Na razvijenim finansijskim tržištima osiguravajuće kuće nisu ključan investitor u ukupnom tržištu finansijskih izvedenica, ali se određene vrste finansijskih rizika pokrivaju na ovaj način. Tako se štite od rizika, te klijentima omogućuju atraktivne proizvode životnih osiguranja. Kakva je praksa na tržištima u regiji?

SUMMARY

Insurance companies are important investors in developed financial markets. By analyzing the structure of the financial system in United States from 1970 to 2003 and in Croatia and Bosnia and Herzegovina from 2002 to 2008, conclusions can be drawn about the role insurance companies play in developed financial markets and regional markets. Through the transformation of central and eastern European economies into modern market economies, capital markets developed and the role of insurance companies strengthened in the process of financial intermediation.

The asset structure of life insurance companies is analyzed in the United States, Germany, Croatia, Serbia, and Bosnia and Herzegovina. It is concluded that insurance companies in the US and Germany play an important role in direct investment in financial markets. In Croatia and Serbia, most insurance companies' assets are invested in government bonds, despite different regulations on the limits of investment of the mathematical reserve. On the other hand, the structure of investment of the mathematical reserve of insurance companies in Bosnia and Herzegovina may be considered endemic types.

Insurance companies are exposed to various kinds of financial risks. One way to counteract various financial risks is by investing in various derivative transactions. In developed financial markets, insurance companies are not key investors in the total market of financial derivatives, but they hedge certain financial risks by entering into derivative transactions. This gives them protection against specific financial risks and enables them to offer attractive products to their clients. What is the practice in regional markets?

1. STRUKTURA FINANSIJSKOG SEKTORA

Da bismo utvrdili kakva je uloga osiguravajućih društava u procesu finansijske intermedijacije u zemljama u regiji, na početku ćemo sagledati strukturu finansijskih sistema u SAD-u, Hrvatskoj i Bosni i Hercegovini. Podaci koji se prikazuju nisu najsvježiji podaci, međutim u međuvremenu nije došlo do promjena, koje bi značajno uticale na zaključke koji proizilaze iz ove analize.

U tabeli **Struktura i stope rasta finansijskog sektora u SAD-u 1970. - 2003.** prikazane su stope rasta aktive finansijskih posrednika u periodima 1970. - 1990., te 1990. - 2003. Možemo zaključiti da su u periodu 1970. - 1990. finansijski posrednici imali ravnomjernu stopu rasta finansijske aktive koja se kretala u rasponu 10% - 13,9%, sa izuzetkom investicijskih fondova tržišta novca, čija je aktiva zabilježila prosječnu stopu rasta od 41,3%.

Period 1990. - 2003. je obilježen skromnijim rastom za većinu institucija, u kojem su štedionice zabilježile pad od 0,3%. Najveći rast imali su investicijski fondovi od 17,4%, investicijski fondovi tržišta novca od 12,4%, te penzioni fondovi od 9,4%. Društva za osiguranje života su u periodu 1970. - 1990. imala rast od 12,8%, dok su u periodu 1990. - 2003. imala najsporiji rast od svih finansijskih posrednika, koji je iznosio 5,4%. Očito je da su u periodu 1990. - 2003. investicijski fondovi i privatni penzioni fondovi ostvarili natprosječan rast od 17,4% i 9,5% na uštrb tradicionalnih finansijskih institucija, kao što su banke i osiguravajuće kuće.

Struktura finansijskog sektora u Hrvatskoj i prosječne godišnje stope rasta prikazane su za period 2002. - 2008. u Tabeli 6. Uloga banaka u ovom periodu nešto je oslabila, pa je učešće aktive banaka opalo sa 85, 62% u 2002.

Tabela 1. Struktura i stope rasta finansijskog sektora u SAD-u 1970. – 2003.

Finansijske institucije	Prosječna godišnja stopa rasta		Ukupna aktiva (u milijardama USD) 31.12.2003	Učešće u ukupnoj aktivni 31.12.2003
	1970-1990	1990-2003		
Depozitarne institucije				
Komercijalne banke	10,1	6,7	7.812	26,7%
Štedionice	10,3	-0,3	1.475	5,0%
Kreditne zadruge	13,6	8,6	617	2,1%
Institucije ugovorne štednje				
Društva osiguranja života	10,2	8,2	3.823	13,0%
Ostala društva za osiguranje	12,8	5,4	1.043	3,6%
Privatni penzioni fondovi	13,1	9,4	4.194	14,3%
Državni penzioni fondovi			2.284	7,8%
Investicijski posrednici				
Investicijski fondovi	13,9	17,5	4.665	15,9%
Finansijske kompanije	11,6	6,9	1.381	4,7%
Investicijski fondovi tržišta novca	41,3	12,4	2.016	6,9%
Ukupna aktiva finansijskih institucija			29.310	100,0%

Izvor: Lloyd B.T., 2003, str. 78

godini na 77.16% u 2008. godini. Međutim, može se zaključiti da se radi o izrazito bankocentričnom sistemu, gdje aktiva banaka čini više od tri četvrtine ukupnog finansijskog sistema.

Reforme penzionog sistema, te liberalizacija na tržištu kapitala uticale su na snažan rast nebankarskih finansijskih institucija, kao što su otvoreni investicijski fondovi, obavezni penzioni fondovi i društva za lizing¹. Očito je da su impozantan rast ostvarili obavezni penzioni fondovi, sa rastom ukupne aktive od 44.76%, te dostizanjem ukupnog učešća od 5.01% u 2008. godini. Otvoreni investicijski fondovi imali su prosječan godišnji rast od 26.07%. Bitno je naglasiti da su efekat globalne finansijske krize i strmoglavni pad vrijednosti na tržištima kapitala imali znatan uticaj na pad učešća otvorenih investicijskih fondova sa 6.52% u 2007., na 2.19% u 2008., a zatvoreni investicijski fondovi zabilježili su također znatan pad učešća u istoj godini. Dobrovoljni penzioni fondovi, kao novi akteri na tržištu u ovom periodu uspjeli su ostvariti ukupno

¹ Jakovčević D., 2009, str. 7

Tabela 2. Struktura i stope rasta finansijskog sektora u Hrvatskoj 2002. – 2008.

	2002.		2008.		2005. – 2008.
	Aktiva u mil. kuna	Učešće	Aktiva u mil. kuna	Učešće	Prosječna stopa rasta*
Banke	165.622	85,62%	348.209	77,16%	13,18%
Stambene štedionice	2.186	1,13%	6.665	1,48%	20,42%
Otvoreni investicijski fondovi	2.463	1,27%	9.890	2,19%	26,07%
Zatvoreni investicijski fondovi	2.659	1,37%	1.299	0,29%	-11,25%
Obavezni penzioni fondovi	2.261	1,17%	22.591	5,01%	46,76%
Dobrovoljni penzioni fondovi	4	0,00%	800	0,18%	141,83%
Osiguravatelji	11.097	5,74%	26.700	5,92%	15,76%
Lizing kompanije	7.149	3,70%	35.117	7,78%	30,38%
Ukupno	193.441	-	451.271	-	-

Izvor: Jakovčević. D., 2009. i vlastite kalkulacije

učešće od 0.18%. Osiguravatelji su također ostvarili zavidan rast od 15.76% na godišnjem nivou i može se zaključiti da je ukupan rast aktive finansijskih institucija rezultat rasta cjelokupne ekonomije.

Struktura finansijskog sistema Bosni i Hercegovini, kao što je prikazano u tabeli **Tabela 3. Struktura i stope rasta finansijskog sektora u Bosni i Hercegovini 2005. -2009.**, dominirana je bankama, koje su u tom periodu ojačale svoje tržišno učešće sa 77,6% na 80,9%, uz prosječnu godišnju stopu rasta od 14,1%. Druga po veličini aktive na kraju 2009. bila su lizing društva uz prosječnu godišnju stopu rasta od 29,7%. U istom periodu najvišu stopu rasta ostvarile su mikrokreditne organizacije sa prosječnom godišnjom stopom od 33,3%, te su na kraju 2009. zauzele tržišno učešće od 4,3%. Osiguravajuća društva ostvarila su nešto manji prosječni rast - od 8,4%, te smanjile svoje tržišno učešće sa 4,4% u 2005. na 3,7% u 2009. I u Bosni i Hercegovini ovaj period označen je visokim rastom aktive finansijskih institucija, osim u posljednjoj godini, gdje je došlo do usporavanja rasta finansijskih institucija i pada aktive investicijskih fondova.

Prema informaciji direktora finansija Penzionog fonda Republike srpske (PF RS), ukupna aktiva tog fonda iznosila je 2.650 mil KM u 2005. godini. Razlog ovako velikog iznosa aktive je vrijednost dionica, koje su u procesu privatizacije dodijeljene Penzionom fondu Republike srpske. Međutim, mnoge firme, čije su dionice pripale PF-u Republike Srpske su ugašene, ili im je

Tabela 3. Struktura i stope rasta finansijskog sektora u Bosni i Hercegovini 2005. -2009.

Finansijske institucije	2005		2009		Prosječna stopa rasta
	Aktiva u mil. KM	Udio	Aktiva u mil. KM	Udio	
Banke	12.156	77,6%	20.605	80,9%	14,1%
Investicijski fondovi	1.792	11,4%	885	3,5%	-16,2%
Osiguravajuća društva	676	4,3%	933	3,7%	8,4%
Mikrokreditne organizacije	344	2,2%	1.087	4,3%	33,3%
Lizing društva	564	3,6%	1.598	6,3%	29,7%
Penzioni fondovi* (FBiH)	124	0,8%	359	1,4%	30,4%
Ukupno	15.656	100,0%	25.467	100,0%	12,9%

Izvor: Agencija za osiguranje Bosne i Hercegovine, Statistika tržišta osiguranja u Bosni i Hercegovini, godišnji izvještaj 2006. i 2009., Federalni zavod za penzijsko i invalidsko osiguranje, Penzioni Fond Republika Srpska

* Podatak o aktivni penzionih fondova sadrži samo podatke za entitet Federacije Bosne i Hercegovine, a razlog je naveden u tekstu

znatno opala vrijednost, tako da je i vrijednost aktive PF-a opadala. Na dan 31. 12. 2011. ukupna aktiva iznosila je 348 mil KM, što je manje od iznosa aktive Penzionog fonda Federacije Bosne i Hercegovine u 2009. godini. Kada bi se uključili podaci Penzionog fonda Republike Srpske, dobili bi se iskrivljeni podaci, te znatno drugačija slika o strukturi finansijskog sektora.

Ukoliko uporedimo strukturu finansijskog sektora u Sjedinjenim Američkim Državama, Hrvatskoj i Bosni i Hercegovini, primjetno je da zemlje regije imaju manje vrsta finansijskih institucija, tako da se u predstojećem periodu, tj. daljim razvojem finansijskih tržišta mogu očekivati nove finansijske institucije. U Bosni i Hercegovini, u poređenju sa Hrvatskom, još uvijek nema formiranih institucija **dobrovoljnih penzionih fondova**, te **stambenih štedionica**. Više vrsta finansijskih institucija za korisnike finansijskih usluga znači veću mogućnost izbora, viši nivo konkurencije, pa tako i viši kvalitet usluga i atraktivnije usluge.

Američko finansijsko tržište, kao policentrično tržište, u kojem različite finansijske institucije imaju podjednak značaj, takvo je da komercijalne banke imaju učešće od 26,7% u 2003. godini. U Hrvatskoj, kao bankocentričnom tržištu, učešće banaka je iznosilo 77.16% u 2008., dok je ono u Bosni i Hercegovini iznosilo čak 80,9% u 2009. godini. U SAD-u, pored banaka kao depozitarnih institucija, djeluju još štedionice i kreditne zadruge, koje zajedno uzimaju učešće na tržištu od 7,2%.

Investicijski fondovi u Bosni i Hercegovini su u vrijeme rasta cjelokupnog tržišta kapitala u 2005. godini zauzeli značajno tržišno učešće u finansijskom sektoru od 11,5%. Kada to uporedimo sa SAD-om, gdje je ono u 2003. godini bilo 15,6%, primjećujemo da se radi o zavidnom učešću. Međutim, globalna ekonomska kriza nije zaobišla ni tržište u razvoju, kakvo je ono u Bosni i Hercegovini, tako da je strmoglavi pad vrijednosti dionica prouzrokovao smanjenje imovine investicijskih fondova, te povlačenje značajnih investitora sa tržišta. Uzrok pada nije samo globalna finansijska kriza, već je očito da su vrijednosti kompanija na berzi bile precijenjene. Učešće investicionih fondova se stoga smanjilo na 3,5% u 2009. godini. Oporavak se očekuje daljim jačanjem ekonomije i ponovnim većim ulaskom stranog kapitala. Međutim i dalje je neizvjesno kada će to vrijeme doći.

Institucije koje nedostaju na bosanskohercegovačkom tržištu su **investicijski fondovi tržišta novca**, koja su u SAD-u imala učešće od 6.9%, te različite vrste finansijskih kompanija sa učešćem od 4.7%. U Bosni i Hercegovini organizovano tržište novca ne postoji, pa tako niti investicijski fondovi, koji bi ulagali svoja sredstva u njih. Investicijski fondovi tržišta novca u Hrvatskoj sadržani su u okviru ukupne aktive investicijskih fondova i oni imaju značajno učešće u njihovoj ukupnoj aktivi.

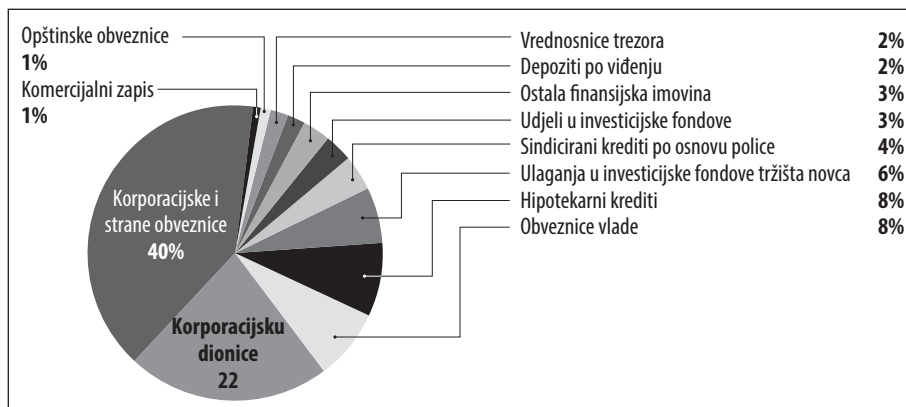
Osiguravajuća društva, u koja spadaju sve vrste osiguranja na bosanskohercegovačkom tržištu, zauzimaju učešće od oko 4%. Ovo učešće se može uporediti sa učešćem koje zauzimaju samo društva za neživotna osiguranja u SAD-u, dok je učešće društava za osiguranja života u Sjedinjenim Američkim Državama čak 13%. U Hrvatskoj, društva za osiguranje imaju učešće od 6%, što svjedoči o višem nivou razvijenosti osiguranja nego u Bosni i Hercegovini. Integracijom zemalja regije u Evropsku Uniju, te reformama penzionih sistema očekuje se dalje jačanje uloge osiguravajućih društava, te penzionih fondova.

Institucije koje potpuno nedostaju na bosanskohercegovačkom tržištu su **privatni penzionni fondovi**. Zakon o privatnim penzionim fondovima donesen je u Republici Srpskoj tokom 2009. godine, međutim do danas još uvijek nije došlo do formiranja ovih fondova. U Federaciji Bosne i Hercegovini se donošenje zakona u okviru reforme penzionih sistema još uvijek nije desilo. Učešće privatnih penzionih fondova u SAD-u iznosi čak 14.3%, a državnih penzionih fondova 7.8%, što nam govori o značaju koje penzionni fondovi zauzimaju u razvijenim tržišnim ekonomijama.

2. STRUKTURA ULAGANJA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE ŽIVOTA U SAD-u I NJEMAČKOJ

Društva za životno osiguranje naplaćuju premiju po osnovu polica osiguranja, koja u sebi reflektira vjerovatnoću isplate osiguraniku, kao i iznos i vrijeme isplate. Iako je teško predvidjeti očekivano trajanje života, osiguravatelji pomoću aktuarskih tablica, istorijski sa visokim nivoom tačnosti,

Graf 1. Struktura ulaganja društava za osiguranje života u SAD-u 2008. god.



Izvor: Federal Reserve Flow of funds accounts (nov, 2009.)

predviđaju obaveze koje trebaju isplatiti vlasnicima polica². Iz ovog razloga, te zbog dugoročne ročne strukture obaveza, njihova ulaganja su usmjerena prevashodno na tržište kapitala.

U ovom dijelu se vrši analiza strukture ulaganja, te vrsta finansijskih instrumenata, u koje ulažu osiguravajuća društva za život u SAD-u, uključujući i historijsku analizu ulaganja u dužem vremenskom periodu. Cilj analize je utvrditi ulogu koju osiguravajuća društva zauzimaju u finansijskoj intermedijaciji u zemlji sa visokim nivoom razvijenosti finansijskog sistema.

Finansijski instrumenti kojima se trguje na razvijenim tržištima kapitala predstavljaju obveznice, dionice i nekretnine. Na manje razvijenim tržištima trgovina nekretninama obavlja se van tržišta kapitala.

Na početku, sagledat ćemo portfolio ulaganja na američkom tržištu. Pregled ulaganja se može vidjeti na grafu Struktura ulaganja društava za osiguranje života u SAD-u 2008. god. Američka društva za osiguranje života su kao predstavnici anglosaksonskog finansijskog sistema najveći udio sredstava uložili u obveznice i dužničke instrumente, čiji je udio u 2008. iznosio 64,2%, što u posljednjoj deceniji nije značajnije variralo.

Korporacijske obveznice su najpopularnija stavka ulaganja osiguravatelja života u Sjedinjenim Američkim Državama, a obično ih čini miks srednjoročnih i dugoročnih obveznica, što im omogućava upravljanje gotovinom i likvidnošću. Samim tim što omogućuju veći povrat od državnih obveznica, one sadrže i veći rizik. Neka društva ulažu u obveznice visokog kvaliteta, dok neki investiraju i u tzv. "junk" obveznice niskog nivoa kvaliteta. S obzirom da sebi mogu priuštiti ulaganja u manje likvidne vrijednosne papire, dio ulaganja vrše direktnim putem u obveznice sa višim stopama povrata, gdje direktno pregovaraju o uslovima transakcije. Pošto su takve nestandardne obveznice

² Madura J., 2010., str. 648

nelikvidne, dovoljna likvidnost postiže se balansom ulaganja u likvidnije obveznice. Manji udio ulaganja odnosi se na inostrane obveznice, a to su, prije svega, obveznice u industrijskim zemljama, tako da nose manji nivo kreditnog rizika. Međutim, tu je prisutan rizik kamatnih stopa i devizni rizik³.

Pored ulaganja u pojedinačne obveznice, osiguravatelji na razvijenim finansijskim tržištima ulažu i u pakete korporacijskih obveznica tzv. **kolateralizovane kreditne obveznice** (eng. collateralized loan obligations - CLO). Komercijalne banke kombinuju veliki broj različitih komercijalnih kredita u paket, a zatim, na osnovu njih, emituju vrijednosne papire i prodaju vlasničke udjele u njima. Kvalitet komercijalnih kredita može biti različitog nivoa, a svi krediti rangirani su po svom kvalitetu od strane rejting agencija. CLO se izdaju u različitim klasama po riziku, tako da osiguravajuća kuća odabira stepen rizika u koji ulazi. Ukoliko se radi o kvalitetu obveznice sa rejtingom BB, tada je njihova cijena LIBOR (London Interbank Offer Rate) plus 3,5%. Za stepen rizika AAA, koji nudi visok stepen zaštite od neplaćanja, cijena će biti oko LIBOR plus 0,25% i slično.

Dionice predstavljaju udjele u vlasništvu jedne kompanije. Druga su po veličini investicijska klasa na američkom tržištu osiguravatelja. Ovo učešće varira iz godine u godinu, pa je tako npr. u 2000. godini iznosilo 28,4%, da bi se postepeno smanjivalo do 2008. na 22%. Dionice su stavka koja u izrazito dugom vremenskom periodu, npr. 30 - 50 godina, istorijski donosi najveće povrate, ali i rizik ulaganja u dionice je najveći. Budući da osiguravatelji najčešće koriste konzervativne politike ulaganja, ulaganje u dionice se uglavnom odnosi na visokokvalitetne kompanije. Međutim, neki osiguravatelji imaju agresivnije politike ulaganja, pa tako i veći udio u rizičnijim dionicama, što ih može dovesti u nezavidnu situaciju.

Dobit po osnovu dionice se može ostvariti na dva načina i to putem rasta cijene dionice, te isplatom dividendi. Dionice su riskantnije od obveznica, s obzirom da u slučaju da emitent dođe u poteškoće, vlasnici obveznica imaju prioritet prilikom isplate. One nemaju rok dospjeća, tako da su s tog aspekta pogodne za osiguravatelje.

Hipotekarni krediti i obveznice - osiguravatelji života ulažu u sve tipove hipotekarnih kredita, od porodičnih i poljoprivrednih do komercijalnih kredita i obveznica. Međutim, na američkom tržištu većinu, tj. 90% ovih kredita, čine komercijalni krediti. Krediti su obično plasirani od strane druge finansijske institucije, a zatim prodani osiguravatelju preko sekundarnih tržišta. Kredite i dalje opslužuje originalna finansijska institucija⁴. Princip je takav da banka ili vladina agencija izda vrijednosni papir, koji je osiguran velikim brojem hipotekarnih kredita i tako se stvara hipotekarni pool⁵. U Sjedinjenim Američkim

³ Madura J., 2010., str. 647

⁴ Madura J., 2010., str. 648

⁵ Mishkin F., Eakins G.S., 2005, str. 305

Državama je ova vrsta vrijednosnih papira (eng. mortgage-backed-securities – MBS) prisutna od 1970. godine, a pored njih postoje i vrijednosni papiri pokriveni komercijalnim hipotekama, a ne stambenim kreditima, tzv. commercial-mortgage-backed-securities - **CMBS**⁶. Na evropskom tržištu CMBS čine samo 11% od ukupnog volumena komercijalnih kredita, dok je u Velikoj Britaniji, kao centru ovog tržišta, taj omjer 25%. S druge strane, u Sjedinjenim Američkim Državama učešće CMBS-a zastupljeno je od 35 do 40% u ukupnom volumenu komercijalnih kredita⁷.

Ulaganja u hipotekarne kredite društava za osiguranje života tokom godina znatno je variralo. Vrhunac ulaganja u hipotekarne kredite dostignut je 20-ih i 60-ih godina prošlog vijeka u Sjedinjenim Američkim Državama kada je udio ulaganja u njih iznosio iznad 35%. Učešće se postepeno smanjivalo, da bi se 90-ih godina smanjilo na niže od 10%, a u posljednjoj deceniji se kreće oko 7%. Smanjenje udjela hipotekarnih kredita u portfolijima društava za osiguranje života, rezultat je pomaka ka manje rizičnoj imovini i nadoknađeno je povećanjem ulaganja u korporacijske obveznice i državne vrijednosne papire. Razlog promjene strategije alokacije sredstava su veliki gubici i bankroti osiguravajućih društava 80-ih godina prošlog vijeka, koji su se desili zbog prevelikog ulaganja u nekretnine i špekulativne obveznice. Tih godina krahirala su neka velika osiguravajuća društva, kao što su Executive Life i Mutual life sa ukupnom aktivom od 14 do 15 milijardi dolara⁸.

Državne obveznice u visoko razvijenim ekonomijama imaju vrlo niske stope povrata, zbog niskog rizika ulaganja. Kamatni rizik, tj. rizik promjene kamatnih stopa, prisutan je kod obveznica i na taj način predstavlja opasnost pada njihove vrijednosti. Kada dođe do rasta kamatnih stopa na tržištu, vrijednost obveznica opada. Kamatni rizik više je prisutan kod dugoročnih obveznica, nego kod instrumenata na tržištu novca, zbog čega su stope povrata na dugoročne vrijednosne papire veće. S druge strane, stope inflacije imaju više uticaja na kratkoročne stope, zato što investitori vjeruju da će se previsoka ili preniska inflacija u dugom vremenskom periodu stabilizirati. Međutim, da bi se potpuno izbjegao rizik inflacije, američka vlada je 1997. godine emitovala obveznice čija se vrijednost veže za indeks potrošačkih cijena.

U portfolijima društava za osiguranje života u Sjedinjenim Američkim Državama državne obveznice uzimaju učešće od 8%, dok obveznice trezora imaju učešće od 1%.

Opštinske obveznice (eng. municipal bonds) izdaju se od strane organa lokalnih vlasti, a u svrhu finansiranja projekata za potrebe lokalnih zajednica. Učešće opštinskih obveznica u portfolijima društava za osiguranje života u Sjedinjenim Američkim Državama iznosilo je 1%. Njihova prednost je u tome

⁶ Bodie Z. et.al, 2005, str. 43

⁷ Barclays, (2006), str.16

⁸ Mishkin F., Eakins G.S., 2005, str. 529

što su vlasnici obveznica oslobođeni plaćanja poreza na dobit, što omogućava emitentima finansiranje uz niže kamatne stope. Ove obveznice nisu potpuno izuzete od rizika neplaćanja, a za razliku od savezne vlade ne mogu printati novac u slučaju potrebe.

Nekretnine – iako osiguravatelji primarno ulažu u nekretnine putem hipotekarnih kredita, oni u određenim ekonomskim uslovima ulažu u nekretnine, te ih iznajmljuju u komercijalne svrhe. Vrijednosti nekretnina mogu veoma varirati, tako da ulaganje u nekretnine predstavlja prilično riskantnu opciju ulaganja, ali i visoke stope povrata⁹. Druga opcija ulaganja u nekretnine na razvijenim finansijskim tržištima su specijalni investicijski fondovi za nekretnine (eng. **Real Estate Investment Trusts - REIT**). Osnovna prednost ulaganja u REIT je visoka stopa likvidnosti, te niži transakcijski troškovi od ulaganja u nekretnine¹⁰.

REIT su prvi put uvedeni u Sjedinjenim Američkim Državama 1960. godine¹¹, a u Njemačkoj tek 2007. godine¹². Oni su slični dioničkim ili investicijskim fondovima, sa razlikom što imovinu ulažu u nekretnine¹³. REIT ulažu sredstva u nekretnine ili kredite pokrivene hipotekom, a finansiraju se izdavanjem dionica, obveznica ili posuđivanjem od banaka. Imaju visoku stopu zaduženosti, koja u prosjeku iznosi 70%. Oslobođeni su plaćanja poreza, ukoliko 95% dobiti isplate dioničarima, dok dioničari plaćaju porez na dividendu¹⁴. Međutim, vrijednost REIT- a izložena je cikličnim rizicima, zavisno od ekonomskih uslova, razvoja cjelokupne ekonomije i tržišta novca¹⁵. Stoga se oni ne mogu svrstati na listu najpoželjnijih investicija za osiguravatelje, jer ne pružaju dovoljan stepen sigurnosti povrata, ali svakako predstavljaju interesantnu opciju ulaganja. U njih je dobro izdvojiti jedan segment sredstava, s ciljem bolje diverzificiranosti portfolija i ostvarivanja viših povrata u vrijeme visokih stopa povrata na nekretnine.

Krediti na osnovu police se izdaju privatnim licima na osnovu polica doživotnog osiguranja života i njihova vrijednost je jednaka otkupnoj vrijednosti police, ili određenom učešću u otkupnoj vrijednosti. Kamatna stopa na ove kredite je najčešće nepromjenjiva tokom cijelog perioda. Zbog toga vlasnici polica preferiraju uzeti kredite od osiguravatelja u vrijeme rastućih i visokih kamatnih stopa, kada bi uzimanje kredita u nekim drugim institucijama bilo preskupo.

⁹ Madura J., 2010, str. 648

¹⁰ Reilly F. K./Brown K. C., 2003, str. 88

¹¹ Maier A. (2005) Financial Times Deutschland

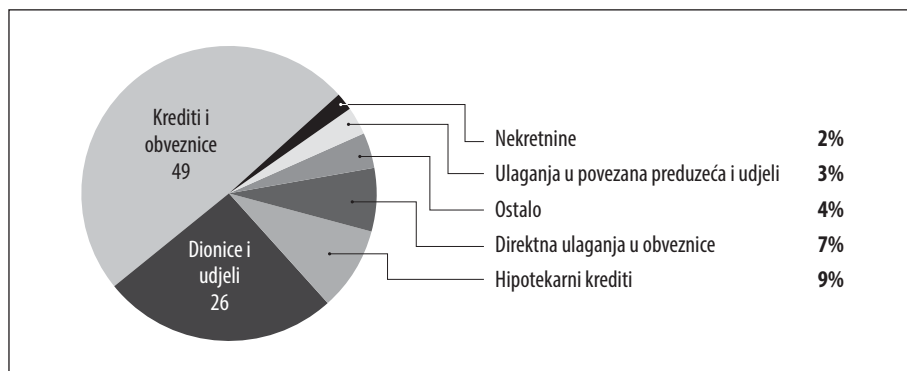
¹² www.reit-in-germany.com (aug, 2011)

¹³ Reilly F. K./Brown K. C., 2003, str. 88

¹⁴ Bodie Z., et.al., 2005, str.111

¹⁵ Reilly F. K./Brown K. C., 2003, str. 88

Graf 2. Struktura ulaganja društava za osiguranje života u Njemačkoj 2008. godine



Investicijski fondovi udružuju sredstva puno malih ulagača tako što njima prodaju udjele u fondu, a zatim ih ulažu u vrijednosne papire. Mnoge financijske institucije, kao što su banke, brokerske kuće i nezavisne firme koje posluju s vrijednosnim papirima, nude veliki broj različitih investicijskih fondova. Kupovinom velikih blokova sredstava, ostvaruju popust pri brokerskim uslugama, te mogu kupiti diverzificirane portfolije. Fondovi ulažu sredstva i u strane dionice, tako da se na taj način ostvaruje manja izloženost lokalnim tržištima, a smanjuju se transakcijski troškovi. Fondovi se prema vrsti ulaganja dijele na: a) dioničke fondove, b) fondove koji ulažu u obveznice, c) hibridne fondove, koji ulažu u dionice i obveznice i d) fondove tržišta novca.

Fondovi mogu biti specijalizirani za ulaganje u određenu vrstu obveznica, određenu industriju, strane vrijednosne papire ili tržišni indeks. Indeksni fondovi ostvaruju obično bolje rezultate od drugih fondova, zato što se njima ne mora aktivno upravljati, a zbog toga imaju manje transakcijske naknade. Zbog navedenih razloga, investicijski fondovi su interesantni i za osiguravatelje, tako da je u Sjedinjenim Američkim Državama 3% ukupnih sredstava osiguravatelja života alocirano u njih. Interesantan podatak je da je u Sjedinjenim Američkim Državama 35% ukupnih sredstava iz penzionog sistema na kraju 2000. godine bilo alocirano u investicijske fondove¹⁶. Međutim, određene vrste fondova nose visok stepen rizika ulaganja, u slučaju ekonomske recesije i pada cjelokupnog tržišta. To je razlog što su mnogi penzioni fondovi doživjeli krah u periodu početka ekonomske krize, pa je u prvih deset mjeseci 2008. godine gubitak privatnih penzionih fondova u zemljama OECD-a iznosio tri trilijarde \$. Od ovog iznosa, 2.2 trilijarde \$ se odnose na Ameriku. U ovom periodu penzioni fondovi su imali prosječan negativan povrat od 22%. Kada se uključe sve vrste privatnih penzija, gubitak njihovih ulaganja u ovom periodu u OECD zemljama iznosio je pet trilijardi \$¹⁷.

¹⁶ Mishkin F., Eakins G.S., 2005, str. 590

¹⁷ IMF Working Paper: Impavido G., Tower I., 2009, str.19

Dostupni podaci o strukturi ulaganja u Njemačkoj nešto su drugačiji u odnosu na američko tržište, pa nemamo informaciju o ulaganju u državne obveznice. Međutim, kada se radi o obveznicama, najveći dio ulaganja čine tzv. *Pfandbriefe*. Ovi vrijednosni papiri dominiraju u portfolijima njemačkih društava za osiguranje života, gdje npr. Allianz Leben, jedno od vodećih društava za osiguranje života u Njemačkoj, 8% svojih ulaganja ima u okviru dionica, 3% čine nekretnine, dok ostatak čine obveznice, gdje dominiraju *Pfandbriefe*¹⁸.

Pfandbriefe (eng. covered bonds) su njemačka inovacija još iz doba Pruske, 1769. godine, a predstavljaju obveznice pokrivenne dugoročnim sredstvima, kao što su hipoteke ili krediti javnog sektora. U novije vrijeme proširile su se na evropsko i američko tržište. Predstavljaju instrument sa niskim stepenom rizika, a nose veću stopu povrata od državnih obveznica. Osnovna razlika u odnosu na vrijednosne papire pokrivenne imovinom (eng. asset-backed securities - ABS) je ta što kredit ostaje u bilansu banke, a sastav kredita se može mijenjati tokom vremena. Vrijednost hipotekarnog kredita po zakonu može iznositi maksimalno 60% od vrijednosti hipoteke, a hipoteke se vrednuju po strogim pravilima. U slučaju da banka bankrotira, vlasnici *Pfandbriefe* imaju prioritet ispred ostalih vlasnika potraživanja. Na njemačkom finansijskom tržištu zauzimaju treće mjesto po volumenu, odmah nakon državnih obveznica i bankovnih kredita¹⁹. U ukupnom svjetskom tržištu pokrivenih obveznica u 2007. godini Njemačka učestvuje sa 42%, Danska sa 16%, Španija sa 13% itd.²⁰. Uobičajena ročnost *Pfandbriefe* je pet do 10 godina, što ih čini podobnim za osiguravatelje. Struktura ulaganja osiguravajućih društava u regiji

Ono što možemo zaključiti na osnovu struktura ulaganja u SAD-u i Njemačkoj je da društva za osiguranje života u ovim zemljama predstavljaju značajne investitore, koji vrše direktna ulaganja na tržištu. Najveći udio u njihovim ulaganjima čine obveznice, prije svega u privredni sektor, ali i državne obveznice. Druga stavka su svakako dionice, koje čine oko četvrtinu portfolija ulaganja u obje zemlje. Hipotekarni krediti su treća stavka i čine oko 8 - 9% portfolija u ovim zemljama. Sa aspekta vrsta ulaganja, portfolio je diverzificiran i čine ga različite vrste finansijskih instrumenata.

Hrvatska, Srbija i Bosna i Hercegovina

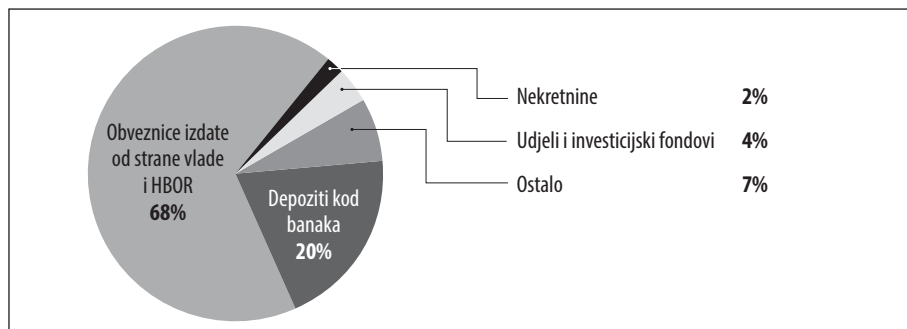
Tržišta jugoistočne Evrope u posljednjim decenijama doživjela su tranzicijske promjene ekonomije sa socijalističkog tipa na tržišnu ekonomiju, pa se na taj način promijenila i struktura cjelokupnih finansijskih tržišta. Finansijsko tržište Bosne i Hercegovine, primarno zbog unutrašnjih političkih previranja, zaostaje za zemljama u okruženju, pa će se stoga u ovom dijelu rada uporediti

¹⁸ GDV (Njemačko udruženje društava za osiguranje života), Intervju sa dr. Maximilianom Zimmererom, predsjednikom Uprave Allianz Leben

¹⁹ Bruns C., Meyer-Bullerdiek F., 2003., str.169

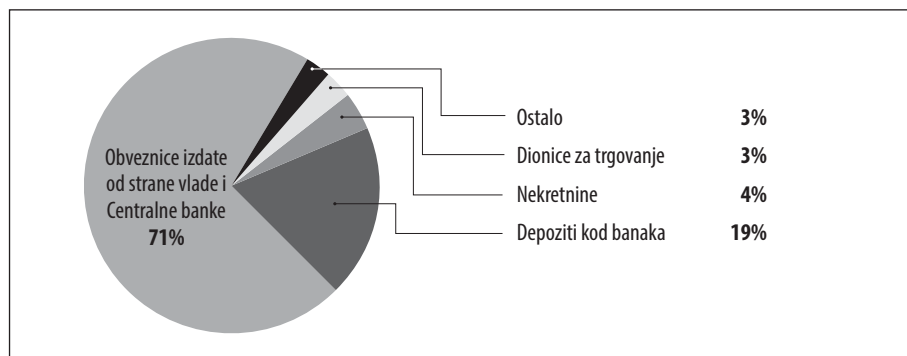
²⁰ European Covered Bond Council (<http://ecbc.hypo.org>, (aug, 2011)

Graf 3. Struktura ulaganja matematičke rezerve osiguravajućih društava u Hrvatskoj u 2008.



Izvor: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga (Hanfa), Narodna Banka Srbije

Graf 4. Struktura ulaganja matematičke rezerve osiguravajućih društava u Srbiji u 2008.



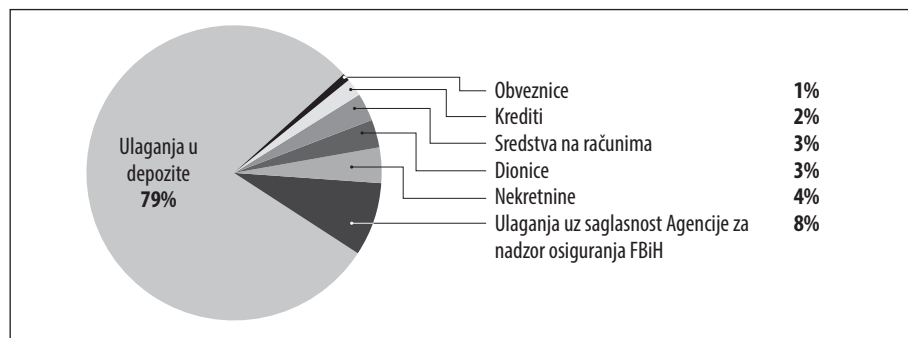
Izvor: Narodna Banka Srbije, Informativni centar

struktura ulaganja u Bosni i Hercegovini sa susjednim zemljama - Hrvatskom i Srbijom. Graf 3 i Graf 4 prikazuju strukturu ulaganja matematičke rezerve osiguravajućih društava u Srbiji i Hrvatskoj za 2008. godinu. Primjećujemo da je struktura ulaganja vrlo slična za ove dvije zemlje, tj. skoro identična. Najveću investicijsku klasu čine obveznice vlade i Hrvatske banke za obnovu i razvoj (HBOR) u Hrvatskoj i Narodne banke u Srbiji, koje obuhvataju oko 70% portfolija. Depoziti plasirani kod banaka čine oko 20% portfolija. Nekretnine i dionice imaju udjel od 3 - 4%. Na osnovu ovog zaključujemo da je važan izvor sredstava kojim se finansiraju dugoročni investicijski projekti država u susjednim zemljama upravo industrija životnog osiguranja²¹.

Ukoliko ovu strukturu pogledamo sa aspekta stepena diverzifikacije, možemo zaključiti da ona nije na zadovoljavajućem nivou, jer je većina sredstava uložena u državne vrijednosne papire. Dakle, uspjeh osiguravajućih društava za život zavisi u prvom redu od uspješnosti države. Jasno je da stepen ra-

²¹ Agić-Šabeta E., Šain Ž., 2010

Graf 5. Struktura ulaganja matematičke rezerve osiguravajućih društava u Bosni i Hercegovini u 2008.



Izvor: Agencija za nadzor tržišta osiguranja Federacije Bosne i Hercegovine, Godišnji bilten 2008.

zvijenosti domaćih finansijskih tržišta ne nudi široku mogućnost ulaganja u sigurne investicije, usljed nedostatka npr. većih volumena korporativnih obveznica visokog kvaliteta. Međutim, sa aspekta finansijske teorije, i portfolio teorije, bilo bi uputno da osiguravajuća društva u Srbiji i Hrvatskoj u vlastitom interesu i interesu vlasnika polica osiguranja, nastoje postići viši stepen finansijske diverzifikacije.

Za razliku od posmatranih tržišta, u Bosni i Hercegovini obveznice su stavka koja ima učešće od 1% u cjelokupnom ulagačkom portfoliju. Najveću stavku imaju depoziti u bankama, koji čine 79% portfolija. Nekretnine, dionice, sredstva na računima i krediti čine od 2% do 4% portfolija. Očigledno je da je tržište u Bosni i Hercegovini specifično po svojoj strukturi u odnosu na najrazvijenije tržište na svijetu, te u odnosu na zemlje okruženja. Nedostatak obveznica na tržištu i nerazvijenost tržišta kapitala utiče na to da je većina sredstava plasirana kod banaka. Najveći gubitnik na bosanskohercegovačkom tržištu, pored osiguravajućih društava i vlasnika polica osiguranja, je država i dugoročni projekti razvoja.

Na osnovu ove strukture može se konstatovati da je posrednička uloga osiguravajućih društava za život na jako niskom nivou u Bosni i Hercegovini, jer je većina sredstava povjerena bankama. Zaključujemo da je ovakva situacija i svojevrsni apsurd, jer osiguravajuća društva plasiraju sredstva bankama, umjesto da vrše direktna ulaganja na tržištu. S druge strane, banke vrše ulaganja u obveznice, oko 90% volumena u obveznice Federacije Bosne i Hercegovine se nalazi u rukama banaka.

U Bosni i Hercegovini situacija u segmentu razvijenosti tržišta kapitala je znatno drugačija od susjednih zemalja. Prve dugoročne obveznice na entitetskom nivou emitirane su 2008. od strane entiteta Republika Srpska po osnovu neizmirenih obaveza budžetskih korisnika. Prva emisija dugoročnih obveznica u entitetu Federacije Bosne i Hercegovine dogodila se 2009. godine po osnovu računa stare devizne štednje.

Na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovni dionice su najznačajniji instrument s kojim se trguje, iako je berza osnovana 2002. godine. Proces privatizacije, koji je izvršen putem certifikata, imao je velike negative posljedice na razvoj tržišta kapitala, međutim vrijednosti na berzi su imale veliki uzlet u periodu 2006. - 2008. Globalna finansijska kriza imala je za posljedicu i pad vrijednosti na lokalnim tržištima, koje još uvijek nije vraćeno na vrijednosti prije krize.

Prve opštinske obveznice u Bosni i Hercegovini emitirane su 2007. godine od strane Opštine Laktaši, entitet Republika Srpska, u nominalnom iznosu od 10 mil KM. U entitetu Federacije Bosne i Hercegovine zakonska regulativa koja omogućava ovom nivou vlasti da emituje obveznice donesena je 2010. godine, a prva emisija dogodila se 2011. godine od strane opštine Tešanj u vrijednosti od 500.000 KM. Tržište opštinskih obveznica u Republici Srpskoj za sada je znatno veće od onog u Federaciji Bosne i Hercegovine. U oba navedena slučaja, Grawe osiguranje a.d. Banja Luka bilo je jedan od ulagača u dugoročne obveznice, što potvrđuje tezu o velikoj potrebi osiguravatelja za ovom vrstom vrijednosnih papira.

U Bosni i Hercegovini prva emisija korporativnih obveznica dogodila se 2004. godine, od strane emitenta Slateks tekstil, Slatina (Republika Srpska), u malom nominalnom iznosu od 200.000 KM. Prva emisija obveznica u entitetu Federacije Bosne i Hercegovine dogodila se u decembru 2009. godine od strane ASA grupacije, u nominalnoj vrijednosti od 1.8 mil. Međutim, nakon ovoga, izdanja korporacijskih obveznica u oba entiteta su se dešavala vrlo rijetko.

Ocjene agencije Standard and Poor's imaju 19 različitih stepena rizika. Bosna i Hercegovina je prema njenim kriterijima ocijenjena sa ocjenom B u 2012. godini, dok je Srbija dvije stepenice iznad, sa ocjenom rizičnosti BB-. Obje spadaju u zonu visokog rizika i u gradaciji vrlo je mala razlika između njih. Na ovoj ljestvici, Albanija je ocijenjena sa jednim nivoom stepena rizika bolje od Bosne i Hercegovina, jer je Bosna i Hercegovina u 2011. godini dobila sniženje rejtinga. Dakle sa ekonomskog i racionalnog aspekta, vrlo je mala razlika između ovih zemalja, dok su izdanja obveznica u susjednim zemljama praćena sa mnogo većim nivoom interesovanja privatnih i institucionalnih investitora. Također, Srbija i Albanija emitovale su i euroobveznice na međunarodnim tržištima, dok Bosna i Hercegovina još uvijek nema niti izdanja državnih obveznica.

3. TRŽIŠTE DERIVATA

Korištenje finansijskih izvedenica u jugoistočnoj Evropi još uvijek se nalazi na vrlo niskom nivou. Trenutno su koriste swapovi i forwardi od strane bankarskih finansijskih institucija i nekih kompanija, dok futures i opcije nisu dostupni na tržištu. Osiguravatelji u Hrvatskoj u posljednje vrijeme koriste

izvedenice za pokrivanje deviznih rizika. Međutim, potencijalni razvoj tržišta izvedenica mogao bi donijeti korist cjelokupnoj ekonomiji radi mogućnosti boljeg upravljanja finansijskim rizicima.

Derivati ili izvedenice predstavljaju finansijske instrumente, čija vrijednost zavisi od neke druge bazne varijable. Vrlo često su te druge bazne varijable cijene sredstava kojima se trguje. Dionička opcija je izvedenica, čija vrijednost zavisi od cijene dionice. Međutim, izvedenice mogu zavistiti od bilo koje druge varijable, od cijene stoke do količine snijega koja pada u nekom skijaškom centru²². S obzirom da njihova cijena zavisi od bazne varijable, pogodne su kao alat za upravljanje rizicima u kompanijama. Derivati pružaju neograničenu mogućnost prilagođavanja potrebama klijenata u modifikaciji strukture rizika s kojim se susreću, što je sigurno jedan od bitnih razloga zašto ih bivši guverner Centralne banke Amerike Alan Greenspan smatra najvažnijim otkrićem u finansijama u drugoj polovini 20. vijeka. Tako je npr. danas aktivno trgovanje kreditnim izvedenicama, strujnim izvedenicama, izvedenicama vremena i izvedenicama osiguranja. Također postoje i različite vrste izvedenica kamatnih stopa, deviznih kurseva i dioničkih izvedenica i svakim danom se razvijaju nove vrste. Posebno su interesantne realne opcije, koje kompanije kupuju kada investiraju u nekretnine, pogone i opremu.

Na berzama izvedenica trguje se standardiziranim ugovorima, koje je definisala berza. Prva berza izvedenica bila je Čikaška berza roba (Chicago Board of Trade), koja je formirana 1848. da bi se organizovala razmjena između poljoprivrednika i trgovaca. Njen osnovni cilj je bio da se standardiziraju količine i kvalitet pšenice kojom se trgovalo. Ubrzo je formiran prvi ugovor po ugledu na futures ugovor, a špekulanti su uvidjeli da je atraktivnije trgovati futuresima, nego pšenicom. Godine 1973. počelo je trgovanje dioničkim opcijama na Čikaškoj berzi opcija (Chicago Board Options Exchange), koje su kao finansijski instrument postojale i prije, ali je ova berza kreirala tržište sa jasno definiranim opcijskim ugovorima. Danas se većinom izvedenica u smislu volumena, trguje putem OTC-a (over-the-counter) tržišta, što je mreža trgovaca uvezanih putem telefona i kompjutera²³.

Trgovanje izvedenicama može biti motivirano finansijskim hedžingom, špekulacijom i arbitražom. U ovom radu govorit će se o jednostavnim vrstama izvedenicama, koje koriste menadžeri finansijskih institucija da bi se zaštitili od rizika, tj. tzv. hedžing transakcijama, a u njih spadaju terminski ugovori (forward i futures ugovori), opcije i swap ugovori. Opcijama i futures ugovorima trguje se na organizovanim berzama, dok se swapovima, forward ugovorima i različitim vrstama opcija trguje na OTC-tržištima, vanberzanskim putem, tj. direktno između finansijskih institucija, menadžera fondova i kompanija.

²² Hull J.C., 2003, str.1

²³ Hull J.C., 2003, str. 1

Izvedenice u SAD-u i Njemačkoj

Osiguravajuća društva imaju zanemarivo učešće u ukupnom tržištu OTC derivata u Sjedinjenim Američkim Državama, koje je sa 30. 6. 2010. god. iznosilo 0.18% u ukupnom tržištu od 466 milijardi dolara, a društva za osiguranje života tu čine 93,4%. Osnovni motiv korištenja derivata je u 90,7% slučajeva hedžing, tj. zaštita od rizika. Najveći partner osiguravateljima u derivativnim transakcija je Deutsche Bank sa 10% učešća u ukupnom iznosu, a slijede JP Morgan Chase i Barclays²⁴.

Podaci o nominalnim iznosima derivativnih transakcija osiguravatelja za njemačko tržište nisu dostupni, jer se u izvještajima za regulatorna tijela ova stavka ne prikazuje. Izvještava se samo tržišna vrijednosti derivata, tj. efekat derivata na bilans uspjeha kompanije²⁵. Ovo govori o još uvijek nedovoljno razvijenoj svijesti o značaju derivata, što utiče i na manjak transparentnosti o ovome tržišnom segmentu. Prema podacima američke National Association of Insurance Commissioners (NAIC) sa 31. 12. 2010. godine osiguravatelji u SAD-u su imali sklopljene sljedeće OTC derivativne ugovore po vrstama i ciljevima transakcije:

Primjećujemo da se više od polovine volumena ugovora, tj. 56,22%, odnosilo na Swap transakcije, 35,62% na kupljene opcije, 3,38% na prodane opcije, 2,86% na forwarde, a 1.93% na futurese. Iz naredne tabele vidljivo je da je kamatni rizik najdominantnija vrsta rizika od kojeg se štite investitori u swapove sa učešćem od 74,9%. Potom slijedi devizni rizik sa učešćem od 12,39%, kreditna sposobnost 6,18%, ukupan povrat 2,8%, te ostali rizici 3,74%²⁶.

Tabela 1. Ulaganje društava za životno osiguranje u derivate u Sjedinjenim Američkim Državama sa 31. 12. 2010.

vrsta izvedenice	nominalna vrijednost u mil. \$	učešće
swapovi	441.984	56,22%
call opcije	280.041	35,62%
put opcije	26.566	3,38%
forwardi	22.456	2,86%
futures	15.150	1,93%
	786.197	

Izvor: National Association of Insurance Commissioners (NAIC), SAD

Tabela 2. Ulaganje u swapove po vrstama rizika sa 31. 12. 2010.

Swapovi po vrstama rizika	nominalna vrijednost u mil. \$	učešće
kamatni rizik	327.804	74,89%
devizni rizik	54.256	12,39%
kreditni rizik	27.058	6,18%
ukupni povrat	12.242	2,80%
ostalo	16.375	3,74%
	437.735	

Izvor: National Association of Insurance Commissioners (NAIC), SAD

²⁴ Blumenfeld M., 2011

²⁵ Forme regulatornog izvještavanja za njemačka osiguravajuća društva dobivene od gosp. Peter Baier, BAFIN.

²⁶ National Association of Insurance Commissioners (NAIC), (11.9.2011)

Primjećujemo da se više od polovine volumena ugovora, tj. 56,22%, odnosno na Swap transakcije, 35,62% na kupljene opcije, 3,38% na prodane opcije, 2,86% na forwarde, a 1.93% na futurese. Iz naredne tabele vidljivo je da je kamatni rizik najdominantnija vrsta rizika od kojeg se štite investitori u swapove sa učešćem od 74,9%. Potom slijedi devizni rizik sa učešćem od 12,39%, kreditna sposobnost 6,18%, ukupan povrat 2,8%, te ostali rizici 3,74%²⁷.

Generalno, napravljeno je vrlo malo istraživanja o temi korištenja derivata u okviru industrije osiguravatelja, a ovdje će biti predstavljeni rezultati nekoliko istraživanja u Njemačkoj i Sjedinjenim Američkim Državama. Raturi Maynak je u studiji, Swiss Re New York, urađenoj 2005. godine sugerira da velike kompanije više koriste derivate od malih, a najčešća svrha korištenja derivata je zaštita od rizika kamatne stope.

Cummins et. al. (1997. – 2001.) istraživanja su putem statističkih analiza pokazala da kompanije sa nižim stepenom kapitaliziranosti više koriste derivate od onih sa višim nivoom kapitaliziranosti. Pored toga, kompanije koriste derivate da bi se zaštitile od rizika nestabilnosti sredstava, prilikom upravljanja likvidnošću i rizika promjene deviznih kurseva. Autori su otkrili da kod korištenja derivata do izražaja znatno dolazi ekonomija obima. Samo velike kompanije sa prosječnom averzijom prema riziku, smatraju da je dobro ulagati u derivate. U 1995. godini 10,9% firmi koristilo je derivate, a u 2002. taj procenat popeo se na 16%. Međutim, ukoliko se posmatra prvih 25 firmi po veličini aktive, koje zauzimaju 55% tržišta u 2002. godini, sve one koriste derivate²⁸. Glavni motivi korištenja derivata od strane osiguravatelja:

- Društvo za osiguranje života se može zaštititi od strmoglavog pada vrijednosti dionica i na taj način zaštititi portfolio sa garantiranim minimalnim anuitetima kod osiguranja života.
- Osiguravatelji koji nude garantirane kamatne stope na proizvode osiguranja sa fokusom na štednju, mogu se zaštititi od niskih kamatnih stopa²⁹.

U principu, osiguravatelji su spori kod uvođenja poslova sa derivativnim transakcijama. Neki od razloga za ovo su sljedeći:

- Nedovoljno poznavanje izvedenica
- Nepovjerenje prema izvedenicama, zbog skandala kao što su bankrot Barings banke, Enrona, okruga Orange u Sjedinjenim Američkim Državama itd.
- Visoki troškovi infrastrukture potrebni su da bi se izbjegao operativni rizik prilikom korištenja derivata
- Bazni rizik prisutan pri ulaganju u izvedenice vezane za tržišne indekse
- Regulative i kompleksnost računovodstva³⁰.

²⁷ National Association of Insurance Commissioners (NAIC), (11.9.2011)

²⁸ Raturi M., (2005), str. 89

²⁹ Raturi M., (2005), str. 88

³⁰ Raturi M., (2005), str. 96

Na osnovu empirijskih istraživanja Raturi M. za SAD, te statističkih podataka iz SAD-a, zaključujemo da se derivati koriste u osiguravateljskoj industriji prije svega u svrhu pokrivanja rizika kamatne stope, zašto se najviše koriste swap transakcije. Generalno, osiguravatelji su oprezniji po pitanju korištenja derivata, te je njihovo učešće u cjelokupnom tržištu derivata u SAD-u iznosilo 0,18% sa 31. 12. 2010. Međutim, volumen sklopljenih derivativnih poslova u industriji osiguravatelja se povećava iz godine u godinu. Velike kompanije, koje imaju uposlenike sa potrebnim znanjem, te dobro izgrađen sistem internih kontrola, su one koje više koriste derivate. Te kompanije koriste derivate u cilju efikasnog upravljanja finansijskim rizicima. Za očekivati je da će daljim širenjem znanja o derivatima kod finansijskih stručnjaka u odjelima za upravljanje imovinom, te direktorima finansijskih institucija, i manje kompanije u budućnosti biti više uključene u tržište izvedenica.

Izvedenice u Bosni i Hercegovini i Hrvatskoj

Na bosanskohercegovačkom tržištu sklopljene derivativne transakcije u 2011. imala je samo jedna banka, a radi se o forward transakcijama za pokrivanje deviznog rizika sklopljenih sa bankom iz iste bankarske grupacije³¹. U prošlosti jedna banka je imala sklopljen kamatni swap ugovor na određeni period, te je više banaka imalo sklopljene forward ugovore za pokrivanje deviznih rizika. Općenito, derivati se još uvijek malo koriste od strane drugih finansijskih institucija i privatnih kompanija; na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini nisu dostupni, a nalaze se u ponudi proizvoda sektora međunarodnih tržišta u nekoliko banaka. Međutim, za sada se koriste vrlo malo, a banke rizike koje nose sklapanjem derivativnih transakcija obično pokrivaju sa bankama majkama u Evropi, ili bankama unutar grupacije.

Najveći razlog niskom nivou korištenja derivata je deficit znanja na tržištu o ovim transakcijama, kako od strane finansijskih institucija, tako i od strane regulatora, te privatnih preduzeća. Privatna preduzeća nisu svjesna gubitaka, koji proizlaze iz transakcija, a koje nisu zaštićene od deviznih rizika, niti ostalih tržišnih rizika. U posljednjih pet godina se u obrazovnim ustanovama poklanja više pažnje temi finansijskih derivata, pa je za očekivati da će u narednom periodu doći do pomaka na ovom tržištu. O koristi, te svojevrsnoj neophodnosti korištenja ovih proizvoda u svrhu pokrivanja finansijskih rizika, te mogućnosti ostvarivanja dodatnih prihoda, bit će riječi u ostatku ovog dijela rada.

S jedne strane, vezanost KM za euro je olakšanje za domaće kompanije, jer nemaju deviznih rizika po tom osnovu. Međutim, određeni dio kompanija radi poslove koji su vezani za \$ i snose velike gubitke u slučaju većih turbulencija na tržištima. Nesagledive i nemjerljive su posljedice nepokrivanja deviznih rizika u Bosni i Hercegovini. U ovom kontekstu navest će se samo primjer javnog preduzeća Elektroprivreda, koje je 2010. godine napravilo gubitak od šest mil. KM po osnovu kursnih razlika³².

³¹ Federalna Agencija za bankarstvo, e-mail korespondencija

³² Elektroprivreda, godišnji finansijski izvještaj, 2010

Na hrvatskom tržištu, stepen korištenja derivata je na znatno višem nivou nego u Bosni i Hercegovini. Do 2008. godine u sektoru osiguranja nije bilo ulaganja u izvedene finansijske instrumente³³, međutim danas nekoliko društava ima sklopljene derivativne ugovore s ciljem pokrivanja deviznih rizika. Naime, na strani ulaganja imali su stavke koje nisu bile u hrvatskim kunama ili eurima, pa su zbog toga morale sklopiti derivativne transakcije, da ne bi došlo do probijanja limita o deviznoj usklađenosti aktive i pasive³⁴. Ugovori se sklapaju sa lokalnim bankama, a one zatim te rizike zatvaraju najčešće sa bankama majkama.

Većinu sklopljenih derivativnih finansijskih ugovora u hrvatskim bankama sa 31. 12. 2010. su činili swapovi sa 67.8%, forwardi sa 30.6%, opcije sa 1.2%, te ostali sa 0.4%. Više od 90% ugovorene vrijednosti odnosi se na velike banke, gdje je **omjer volumena sklopljenih derivativnih instrumenata i ukupne aktive iznosio 29.9%**. U srednjim bankama taj omjer iznosio je 17.9%, a u malima samo 1.3%. Banke derivate koriste, prije svega, s ciljem zaštite od deviznog rizika, i to 71.9%, dok se 27.6% odnosi na derivate vezane za varijabilnu kamatnu stopu, iako se iskazuju kao instrumente namijenjene trgovanju u računovodstvenom smislu. U većini banaka derivativni finansijski ugovori sklopljeni su sa nerezidentima, tj. bankama majkama u inostranstvu, ili bankama iz iste bankarske grupacije. Banke derivate koriste prvenstveno radi pokrivanja duge neto otvorene devizne pozicije, tj. situacije u kojoj je finansijska aktiva u određenoj valuti viša od izvora sredstava u toj valuti. Također, banke ugovore sklopljene s domaćim klijentima zatvaraju sa bankama majkama³⁵.

ZAKLJUČAK

Zaključak je da je bosanskohercegovačko tržište po pitanju derivativnih finansijskih transakcija u velikom zaostatku za Hrvatskom, a u još većem zaostatku za razvijenim finansijskim tržištima, poput američkog ili njemačkog. Djelimično su razlozi ekonomske prirode, tj. zbog vezanosti KM za valutu euro. Međutim, određeni dio poslova odvija se i u američkim dolarima i drugim valutama. Očigledno je da stepen znanja o ovim finansijskim instrumentima nije na zadovoljavajućem nivou i da bosanskohercegovačke kompanije trpe finansijske gubitke, jer svoje devizne pozicije ne štite od promjena u kretanju valuta. O ostalim finansijskim rizicima nećemo ni govoriti, jer je devizni rizik osnovna vrsta rizika koja bi se trebala otkloniti sklapanjem jednostavnih derivativnih ugovora.

Kada sagledamo volumen sklopljenih derivativnih ugovora i ukupne aktive velikih i srednjih banaka u Hrvatskoj, to nam govori koliko su značajni volumeni derivativnih transakcija u toj zemlji. Za očekivati je da će dolaskom novih

³³ Ivan Mučnjak, Sektor za razvoj i naprednija poslovnih procesa, HANFA

³⁴ n.n., vodeće osiguravajuće društvo u Hrvatskoj, razgovor 15.4.2013

³⁵ Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2010, str. 63

generacija na rukovodeće pozicije u bosanskohercegovačkim firmama doći do promjena, ali je isto tako iznimno važno da se u obrazovnim ustanovama detaljno izučava ova oblast. Za sada nažalost, oblast finansijskih izvedenica je još uvijek zastupljena na osnovnom nivou u obrazovnim ustanovama, što ne može polučiti značajnije rezultate. S druge strane, niti jedan regulator finansijskih tržišta u Bosni i Hercegovini ovu oblast nije posebno tretirao, a što je potrebno promijeniti.

Osiguravajuća društva klijentima mogu ponuditi mnogo atraktivnije proizvode i više opcija, kada svoja sredstva ulažu u tržište izvedenica. Dakle, izuzetno značajno za osiguravajuća društva je u svojim timovima imati specijalizirane uposlenike za segment tržišta kapitala i portfolio ulaganja, da bi svojim dioničarima mogli donijeti bolje finansijske rezultate, a klijentima zanimljivije proizvode. U Bosni i Hercegovini niti jedno osiguravajuće društvo nema još uvijek formiran odjel/sektor za segment upravljanja aktivom/pasivom, već se ove aktivnosti obavljaju u različitim sektorima, što će je potrebno promijeniti u što skorijem periodu. Također, nužno je da osiguravajuća društva počnu aktivnije sudjelovati na finansijskom tržištu direktnim ulaganjima.

LITERATURA

1. Knjige

1. *Bodie Z./Kane A./Marcus A.J.*, (2005): *Investments, International Edition*, 6th Edition McGraw Hill
2. *Bruns C., Meyer-Bullerdiek F.* (2003): *Professionelles Portfoliomanagement*, 3.Auflage Schäffer Poeschel Verlag Stuttgart
3. *Hull J.C.*, (2003): *Options, Futures and Other Derivatives, International Edition*, 5th Edition, Prentice Hall
4. *Lloyd B.Thomas*, (2006): *Money, Banking and Financial Markets*, Thomson Southwestern
5. *Madura J.*, (2010): *Financial Markets and Institutions*, South-Western Cengage Learning
6. *Mishkin F. S. et. al.*, (2005), *Financijska tržišta i institucije*, četvrto izdanje, MATE Zagreb
7. *Reilly F. K./Brown K. C.* (2003), str. 88, *Investment analysis and portfolio management*, 7. ed., South-Western Mason, Ohio

2. Naučni radovi i članci

1. *Agić E.*, (2005): *Sintetičko osiguranje portfolija*, magistarski rad u saradnji sa JP Morgan, Univerzitet Reutlingen, Njemačka
2. *Agić-Šabeta E., Šain Ž.*, (2010), *Asset-liability Management of Life-Insurance Companies in Southeast Europe*, *International Conference ICES 2010*, Sarajevo, Database: Proquest
3. *Jakovčević D.*, (2009), *Uticaj krize na hrvatski osiguravateljni sektor*, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet
4. *Raturi M.* (2005): "The use of derivatives by US insurers: Empirical Evidence and Regulatory issues" *Swis Re, New York, The Journal of Risk and Finance*, 6,2, p.87, (Database Proquest)

3. Izvještaji, komercijalne publikacije i slično

1. Barclays Bank PLC, (2006), Hans Vrensen, Securitisation Research, Guide to European CMBS
2. Blumenfeld M., 2011, "Insurance Industry Exposure to Derivatives dipped in 2010", *The SNL Insurance Daily*, 21.06.2011 (Proquest Database)
3. GDV (Gesellschaft der deutschen Lebensversicherer), Intervju sa Dr. Maximilian Zimmerer, predsjednik uprave Allianz Leben
4. http://www.gdv.de/Publikationen/Periodika/Zeitschrift_Positionen/Positionen_73/inhaltsseite26632.html (juli, 2011)
5. Elektroprivreda Bosne i Hercegovine, godišnji finansijski izvještaj, 2010
6. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, kvartalni i godišnji bilteni, 2008
7. Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2010
8. Impavido G., Tower I., (2009) "How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter", *IMF Working Paper* WP 09/151
9. Maier A. (2005): Financial Times Deutschland, "Der Reiz der REITs", 25.04.2005, str.27
10. Narodna banka Srbije, godišnji izvještaj 2008 i informacijski servis NBS
11. National Association of Insurance Commissioners (NAIC), (2011), Special Weekly Report, (http://www.naic.org/capital_markets_archive/110610.htm, sept, 2011)
12. Statistika BH tržišta osiguranja u BiH, Izvještaji za 2006, 2007, 2009, *Agencija za osiguranje u BiH*

4. Zakonski okvir

1. Pravilnik o vrstama i obilježjima imovine za pokriće tehničkih pričuva, njihovom vrednovanju, uskladenosti, pravilima za upotrebu izvedenih finansijskih instrumenata, te načinu i rokovima izvješćivanja, Narodne Novine Republike Hrvatske 119/2009, www.hanfa.hr
2. Odluka o ograničenjima pojedinih oblika deponovanja i ulaganja tehničke rezerve i o najvišim iznosima pojedinih deponovanja i ulaganja garantne rezerve društva za osiguranje, Narodna banka Srbije, Službeni glasnik RS br. 55/2004 i 61/2005, www.nbs.yu

5. Web stranice:

1. <http://ecbc.hypo.org>, European Covered Bond Council
2. www.federalreserve.org, Federal Reserve of the United States of America
3. www.hanfa.hr, Hrvatska Agencija za nadzor finansijskih usluga, statistike
4. www.nados.ba
5. www.reit-in-germany.com