

INOVACIJE U RAZVOJU NOVIH USLUGA OSIGURANJA ŽIVOTA

*Innovation in the development of
new life insurance services*

SAŽETAK

Ulaganje u životno osiguranje jedan je od oblika dugoročne štednje kojim osiguranik nastoji preuzeti dio odgovornosti za svoj materijalni položaj u starosti kada se njegovi prihodi smanjuju. Dio finansijskog kapitala koji su građani Bosne i Hercegovine (BiH) ulagali u bankovnu štednju, u posljednjih petnaest godina usmjeren je u klasična životna osiguranja.

Osiguranici koji za svoja uplaćena sredstva žele osigurati veću dobit, ali uz povećani rizik, umjesto polise klasičnog životnog osiguranja, ugovaraju unit-linked, polisu investicionog životnog osiguranja.

Uvođenje usluge investicionog životnog osiguranja predstavljalo bi svojevrsnu inovaciju na tržištu osiguranja u BiH. U radu je obrađeno nekoliko pitanja. Osnovno pitanje je kako uvesti nove usluge osiguranja života i poboljšati prodaju novih vrsta, na primjeru investicionog životnog osiguranja u BiH. Imajući u vidu činjenicu da nove generacije osiguranika imaju različitu dinamiku poslovnog i privatnog života i preferencije, pokazalo se da postoji potreba za inovacijom ponude i njenom modernizacijom na predmetnom tržištu. Pri pojašnjavanju procesa inovacije važno je obraditi i pojam otvorene inovacije koji je prvi elaborirao Henry Chesbrough 2003. godine.

Dalje, postavlja se pitanje kako doći do integralnog razvoja tržišta životnog osiguranja, koje će postati značajan korektor ukupne privredne aktivnosti u zemlji, a što bi uticalo i na veću sigurnosti populacije u sadašnjem, te naročito budućem vremenu tokom životnog ciklusa.

Beck & Webb¹ (2002.) za osiguranje života navode da olakšava razmjenu finansijskih usluga pojedincima i privredi, kao i način da se pojedincima i njihovim porodicama pomaže u upravljanju rizikom prihoda. Dalje, proizvodi životnog osiguranja su katalizator dugoročnih ušteda i potiču na ulaganje značajnih iznosa u projekte privatnog i javnog sektora. Opšte posmatrano, životno osiguranje mobilize sredstva kroz srednjoročne i dugoročne proizvode ili usluge štednje.

Ključne riječi: otvorena inovacija, investiciono životno osiguranje, istraživanje i razvoj, marketing.

¹ Beck, T & Webb, I. (2002) Determinants of Life Insurance Consumption Across Countries. *The World Bank Development Research Group.*

ABSTRACT

Life insurance investment makes one form of the long-term savings through which the insured one is focused to hold a part of liability for own financial position in advanced age when one's income gradually or rapidly reduces. A part of financial capital the citizens of Bosnia and Herzegovina (BiH) used to invest in banks as bank savings, during the last fifteen years has been directed to classic life insurance policies.

The insured persons who tend to acquire higher profit for the sum paid; instead of classic life insurance policies prefer unit-linked life insurance policies, thus undertaking higher risk.

In BiH market the introduction of unit-linked life insurance policies would represent an innovation. The paper hereof elaborates several points. Major point is how to introduce new life insurance services and improve sale of these new policies in a case study unit-linked life insurance in BiH. Considering the fact that new generations of insured persons have different dynamics of business and private living including different preferences, it has led to the requirements for innovation in offer and modernization in the observed insurance market. When innovation process is explained, it is important to include open innovation too as a term first elaborated by Henry Chesbrough in 2003.

Hence, it is raised how to achieve integrated development of life insurance market that would become a significant pillar and improve overall economic activities in the country, thus increasing economic safety of the population in current and even more so in future during the life cycle.

Beck & Webb (2002) emphasise that life insurance facilitates financial services exchange for individuals and economies, as well as a method of alleviating the risk in income management for individuals and their families. Also, life insurance products i.e. represent the catalyst of long-term savings and instigate significant sums to be invested in private and public sector projects. Generally, life insurance mobilizes assets through mid-term and long-term saving products or services.

Keywords: *open innovation, unit-linked life insurance, research and development, marketing.*

1. UVOD

Životno osiguranje vezano za ulaganja predstavlja veoma popularan vid investiranja u Evropi. Početak razvoja proizvoda ove vrste životnog osiguranja datira od sredine 20. vijeka, a prostorno je raširen na anglosaksonskom području. Riječ je o specifičnim ugovorima životnog osiguranja u kojima rizik investiranja premija snosi sam osiguranik, a ne osiguravajuća kompanija kao što je slučaj u klasičnim ugovorima na život osiguranika. To znači da se prikupljena sredstva od premija osiguranja ulažu u rizičnije investicije, u tzv. fondove, u zavisnosti od želje osiguranika, tj. od njegove spremnosti da rizikuje.

Dio finansijskog kapitala koji su građani Bosne i Hercegovine ulagali u bankovnu štednju, u posljednjih petnaest godina usmjeren je u klasična životna osiguranja. Ulaganje u životno osiguranje jedan je od oblika dugoročne štednje kojim osiguranik nastoji preuzeti dio odgovornosti za svoj materijalni položaj u starosti kada se njegovi prihodi smanjuju.

Osiguranici koji za svoja uplaćena sredstva žele osigurati veću dobit, ali uz povećani rizik, umjesto polise klasičnog životnog osiguranja ugovaraju unit-linked, polisu investicionog životnog osiguranja.

2. ISTORIJSKI RAZVOJ INVESTICIONOG ŽIVOTNOG OSIGURANJA

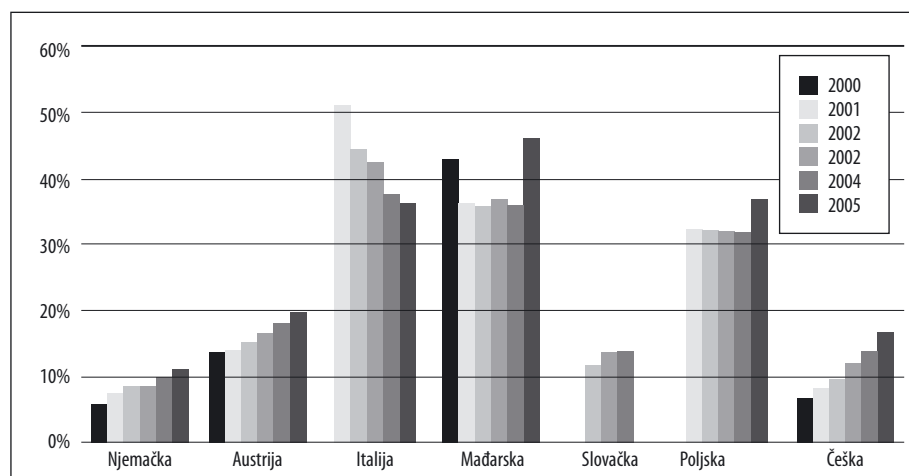
Proizvodi investicionog životnog osiguranja označavaju polise životnog osiguranja u kojima ugovarač snosi rizik investiranja ulažući u investicione fondove. Ova vrsta proizvoda životnog osiguranja nastala je sredinom 20. vijeka na anglosaksonskom području. U kontinentalnoj Evropi ugovori osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove doživljavaju procvat nakon 1997. godine, najprije u Belgiji i Francuskoj, a zatim i u drugim zemljama. Trenutni podaci ukazuju na činjenicu da prema ponudi proizvoda investicionog životnog osiguranja dominiraju SAD, Kanada i Australija, gdje čine više od 50 posto premije životnog osiguranja².

Način funkcionisanja životnog osiguranja vezanog za ulaganja ukratko se može opisati: ugovarač kroz polisu kupuje jedinice fondova, tako da je i sama vrijednost polise vezana uz jedinice fondova. U engleskom govornom području stoga je i zaživio naziv ove vrste osiguranja života kao unit-linked.

Tokom 80-ih godina 20. vijeka u SAD-u ulaganje u investicione fondove i poslovi vezani sa kupovinom i prodajom akcija postali su dostupni širem sloju građana. U zapadnoj Evropi sličan trend javlja se nekoliko godina kasnije. Gore navedeno za posljedicu je imalo veća i nova očekivanja javnosti u pogledu prihoda na dugoročnu štednju koja se do tada u velikoj mjeri artikulisala polisama klasičnog osiguranja života. Osiguravajuća društva su na novonastalu situaciju odgovorila lansiranjem novih proizvoda, a zbog dugoročne prirode životnog osiguranja, polise investicionog životnog osiguranja nametnule su se kao idealan produkt. Slijedila se logika da ukoliko ugovarač ulaže, odnosno štedi, dugoročno 20 ili 30 godina, može dozvoliti ulaganja i u neke manje konzervativne instrumente koji će u pomenutom periodu i rasti i padati, ali dugoročni horizont umanjuje rizik. Vjeruje se da će takva štednja ipak ugovaraču obezbjediti veće prihode nego štednja kroz klasično osiguranje života koje ulaganjem u državne obveznice, depozite i slične instrumente generiše godišnje stope malo veće od stopa inflacije.

² Tišma, N. (2008.): Generator rasta premije životnih osiguranja. *Svijet osiguranja* XI (10), pp. 14 - 17.

Slika 1. Udio premije polisa investicionog životnog osiguranja u ukupnoj premiji osiguranja života³



S obzirom na to da svako tržište različito posmatra rizik, te nema iste načine ili kanale prodaje koji bi uticali na dinamiku razvoja osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove, ova vrsta osiguranja se različito razvijala na pojedinim tržištima. Na primjer, u zemljama gdje u prodaji osiguranja života dominiraju banke, premija polisa investicionog životnog osiguranja je ubrzano rasla, kao što je slučaj u Italiji i Poljskoj. S druge strane, na konzervativnim tržištima poput Njemačke i Austrije proizvodi investicionog životnog osiguranja su prihvaćeni relativno kasno.

Na tržištima u razvoju, naročito na tržištima gdje premija osiguranja života prelazi 100 USD per capita (npr. Slovačka, Češka i Poljska), polise investicionog životnog osiguranja diktiraju rast tržišta osiguranja života, dok porast premije klasičnog životnog osiguranja većinom stagnira. Razliku između konzervativnih i liberalnih tržišta najbolje ilustruje slika 1. koja prikazuje udio premije polisa investicionog životnog osiguranja u ukupnoj premiji osiguranja života u sedam evropskih zemalja.

Od zemalja u okruženju, može se izdvojiti primjer hrvatskog tržišta osiguranja gdje su prve polise investicionog osiguranja života ponuđene krajem 2004. godine. Za ovo tržište je karakteristično da su prve dvije godine postojanja ugovora investicionog životnog osiguranja obilježile jednokratne uplate, dok se prodaja obavljala većinom putem banaka. Slična situacija je zabilježena i na tržištima srednje Evrope gdje su rast tržišta životnog osiguranja u istom periodu takođe diktirale jednokratne polise. U prilog činjenici da su tokom 2005. i 2006. godine dominirale uglavnom jednokratne uplate

³ Ibid

idu podaci naznačeni u tabeli 1. iz kojih se može primijetiti da, iako je broj polisa rastao skoro četiri puta, premija osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove je u 2006. godini bila dva puta veća od premije u 2005. godini. Izvodi se zaključak da su u 2004. i 2005. godini prevladavale jednokratne polise, a u 2006. godini na tržište se postepeno uvode i polise sa višekratnim uplatama⁴.

Godina	Broj polisa	Premija u 000 kn
2004.	206	825
2005.	4.084	54.120
2006.	15.324	103.920
2007.	33.428	223.810

Tabela 1. Polise investicionog životnog osiguranja na hrvatskom tržištu⁵

Iz tabele 1. evidentno je da se od 2004. godine na hrvatskom tržištu osiguranja počinje mijenjati stav građana o štednji tako što se klasični oblici štednje zamjenjuju ulaganjima na tržištu kapitala, u investicione fondove i sl. Drugim riječima, ono što je u SAD-u i Zapadnoj Evropi inicirano 50-ih godina prošlog vijeka, počinje se realizovati i u zemljama okruženja. Ulaganje u investicione fondove postalo je dostupno širem sloju ljudi te postaje uobičajen vid štednje. Prva društva za upravljanje investicionim fondovima osnovana su krajem devedestih godina 20. vijeka, međutim ovaj fenomen poprimio je šire razmjere uključivanjem većih banaka kroz povezana društva za upravljanje investicionim fondovima. Prvenstveno su banke bile zainteresovane da povežu klijente kojima su izdavale kredite sa svojim investicionim fondovima, upravo kroz polise investicionog životnog osiguranja, sa društvima za osiguranje sa kojima su povezane na određeni način. Tako je banko-kanal imao prevlast prvih godina u prodaji ove vrste osiguranja života, te je 2004. i 2005. godine više od 95 % prodaje polisa investicionog životnog osiguranja ostvareno putem banaka kao uslov za kreditiranje. Od 2006. godine u prodaju su se uključili i drugi kanali, a na tržištu se javljaju i novi strukturirani proizvodi osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove⁶.

Strukturirani ugovori investicionog životnog osiguranja zasnivaju se na hartiji od vrijednosti koju društvu za osiguranje u većini slučajeva izdaje banka kod koje osiguravač uzima tranšu od nekoliko miliona eura. Obično su to investicije na 8, 10, 15 ili više godina, pri čemu izdana hartija od vrijednosti za banku predstavlja garanciju da će ostvariti određeni povrat na ulog koji se plasira u određene finansijske instrumente na svjetskom tržištu kapitala. U biti, ulog se investira u određene obveznice, akcije ili indekse, *hedge* fondove i sl. uz garancije da će se ostvariti minimalni prihodi. Dijelove gore pomenutih tranši, osiguravači prodaju klijentima kao polisu osiguranja jer ako takva transakcija ima i značajniji transfer rizika, odnosno zaštitu za slučaj smrti osiguranika, tada se klasifikuje kao proizvod osiguranja. S obzirom na

⁴ Ibid

⁵ Ibid

⁶ Ibid

to da se prodaja strukturiranih polisa osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove odvija u tranšama od po nekoliko miliona eura, u formi jednokratnih uplata tako značajno utiču na porast obračunate premije osiguranja života u kojima osiguravač snosi rizik ulaganja. Može se zaključiti da takve polise odgovaraju klijentima koji ostvaruju primanja iznad prosjeka i u veoma kratkom periodu, poput svih jednokratnih polisa, utiču na obim prodaje i rast tržišnih udjela za one subjekte koji ih prodaju. Međutim, nakon određenog vremena takve polise postaju veliki teret samim osiguravačima s obzirom na činjenicu da kada se osiguravači jednom uključe i počnu sklopiti polise s jednokratnim uplatama, svake sljedeće godine moraju sklopiti više ukoliko nastoje zabilježiti rast premije. Nakon nedavnih događaja na svjetskom tržištu kapitala može se očekivati da će važnost osiguranja života vezanog za ulaganja dodatno rasti jer postoje određene garancije koje ugovaračima više odgovaraju i koje oni zaista cijene.

Nakon prvog talasa polisa investicionog životnog osiguranja prodavanih putem banaka u obliku jednokratnih uplata, a potom i strukturiranih proizvoda osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove, na tržištu se sve češće nude polise investicionog životnog osiguranja sa višekratnim mjesečnim uplatama. U određenim slučajevima takva polisa je prva ili primarna polisa osiguranja života koju ugovarač zaključuje, dok u drugim slučajevima takva polisa predstavlja nadopunu za postojeću klasičnu polisu životnog osiguranja koja je sklopljena prije određenog broja godina, ali sada ugovaraču odnosno njegovim potrebama više ne odgovara suma koju na njoj ima.

Polise investicionog životnog osiguranja sa višekratnim mjesečnim uplatama usmjerene su na prosječne višočlane porodice koje su eventualno kreditno zadužene. Razlozi za to nalaze se upravo u tome što je i polisa investicionog životnog osiguranja, kao i klasična polisa osiguranja života, veoma dobar instrument dugoročne disciplinirane štednje koja pri tome obezbjeđuje finansijsku zaštitu za slučaj smrti osiguranika. Ipak treba naglasiti da polisa investicionog životnog osiguranja za razliku od tradicionalnih polisa životnog osiguranja, imajući u vidu dugoročnost štednje, realno može osigurati znatno veće prihode od klasične polise na život. Polisa osiguranja života vezanog za ulaganja sa višekratnim uplatama ima i tzv. *cost average effect* (metoda prosječnih troškova ili postepeno investiranje). Klijent koji vrši mjesečne uplate kupuje udjele nekada po višim a nekada po nižim cijenama, zavisno od uspjeha fonda, odnosno zavisno od stanja na tržištu kapitala. Tako će isti klijent, ukoliko disciplinovano uplaćuje jednake mjesečne iznose smanjiti rizik ulaganja: jednom će udjeli biti kupljeni po većoj, a drugi put po manjoj cijeni, ali dugoročno posmatrano zabilježiće rast uložениh sredstava. Na isti način, kod većine polisa investicionog životnog osiguranja ugovarač može birati investicioni fond ili fondove u koje će ulagati te se tako pozicionirati prema riziku koji želi prihvatiti.

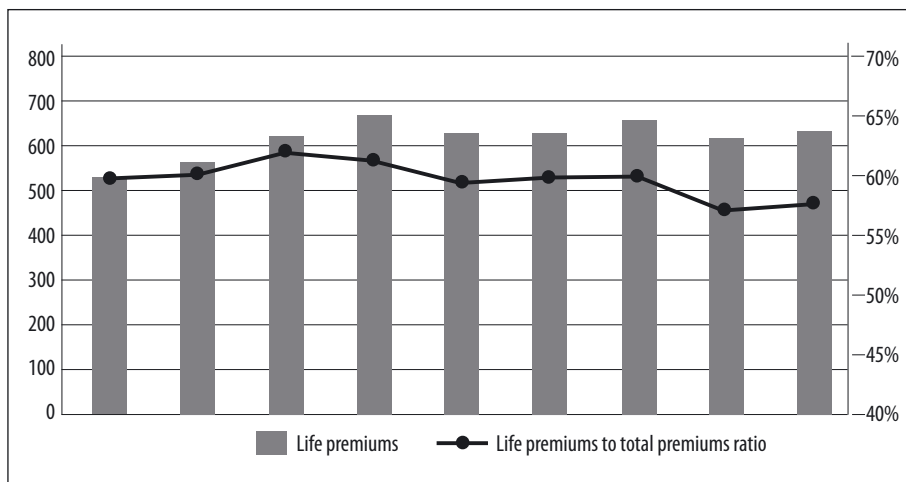
Zemlja	Premija/broj stanovnika			Premija/BDP (%)			Životno/ukupna premija			
	2006.	2007.	2008.	2006.	2007.	2008.	2006.	2007.	2008.	
BiH	RS	42,17	51,15	60,93	1,46	1,43	1,39	3,48	4,69	5,96
	FBiH	59,84	72,87	87,94	2,20	2,16	2,15	13,91	16,69	17,56
Austrija		2.396,70	2.620,50	2.856,80	6,10	5,80	5,80	46,08	45,40	45,30
Bugarska		100,90	139,30	178,60	2,60	2,70	2,70	14,05	14,96	13,70
Grčka		489,30	537,90	593,90	1,80	1,90	1,90	52,47	51,53	51,70
Mađarska		376,20	491,90	501,40	3,40	3,50	3,10	51,30	55,62	53,10
Rumunija		94,50	135,20	165,00	1,70	1,80	1,80	19,52	19,36	19,80
Slovenija		1.100,90	1.294,80	1.483,90	5,80	5,70	5,40	31,30	32,18	31,80
Srbija		77,10	103,10	126,10	1,80	1,80	1,90	9,93	10,31	12,20
Turska		89,20	110,80	116,10	1,60	1,70	1,20	14,59	13,08	12,80
Hrvatska		307,90	370,70	430,70	3,30	3,30	3,20	26,46	27,29	26,30
Češka		519,60	631,30	804,40	3,80	3,70	3,50	38,63	41,35	40,60

Tabela 2. Premija i makroekonomski pokazatelji (u USD)⁷

Postoji nekoliko instrumenata kojima se rizik koji preuzima ugovarač stavlja u određene okvire (dugoročnost ulaganja, diversifikacija u različite fondove, metoda prosječnih troškova). Dosadašnji statistički podaci pojedinih osiguravača ukazuju na činjenicu da su, s obzirom na polise investicionog životnog osiguranja, ugovarači koji mjesečno vrše uplate u proizvode osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove, u biti osiguravači koji nude takve polise osiguranja života dodatni faktor stabilnosti na tržištu kapitala jer ne povlače svoje uloge odnosno otkupne vrijednosti kada je tržište akcija u padu, već upravo suprotno, tada kupuju. Svi menadžeri fondova svjesni su vrijednosti takvih aktivnosti i uvijek nastoje imati osiguravače koji nude polise investicionog životnog osiguranja sa njihovim investicionim fondovima.

S druge strane, osiguravači moraju tako organizovati svoje prodajne mreže da daju prilično oprezna predviđanja u pogledu mogućih prosječnih godišnjih prihoda, a sve u cilju da bi se izbjegla nerealna očekivanja ugovarača osiguranja. Vrijednost polise, odnosno suma po isteku ugovora, veoma je osjetljiva na prosječnu stopu godišnjih prihoda. Na primjer, lice od 35 godina koje mjesečno uplaćuje 100 eura za polis investicionog životnog osiguranja može, uz prosječni godišnji prihod od 8 %, očekivati isplatu kod doživljenja od oko 65.000 eura iako je tokom trajanja polise uplaćeno 30.000 eura. U slučaju da se godišnji prihod precijeni i ugovaraču se ishitreno prezentuje da može očekivati 15 % godišnjih prihoda za vrijeme trajanja polise, ugovarač bi računao na više od 180.000 eura isplate po doživljenju, što je daleko od realnog stanja.

⁷ Izvještaj o stanju sektora osiguranja Republike Srpske za period od 1. 1. 2009. do 31. 12. 2009.

Slika 2. Premija životnog osiguranja i učešće u ukupnoj premiji osiguranja⁸

Dakle, značajnu ulogu u osiguranju ima statistika. Statistika predstavlja bitan element za proces procjene rizika. Statistika pomaže da se utvrdi stepen opasnosti i npr. odredi premija koju treba unijeti u fond osiguranja. U osiguranju je i velika uloga aktuarske matematike. Primjenom principa te nauke izračunava se premija osiguranja života, a u svakoj osiguravajućoj kompaniji postoji u sklopu razvijene interne organizacione strukture i posebna aktuarska služba.

S obzirom na iskustva i statističke podatke zemalja u okruženju i srednje Evrope, u narednim godinama može se očekivati rast tržišta životnih osiguranja u BiH. Očekivanje se zasniva na relativno maloj gustoći tj. premiji per capita koja je u 2008. godini u RS iznosila 60,93 USD, a u Federaciji BiH nešto više od 87,94 USD. Pregled premija i makroekonomskih pokazatelja za pojedine zemlje uključujući BiH i njene entitete sadržan je u tabeli 2. Poređenjem podataka o premiji za posmatrane godine tj. od 2006. do 2008. sa premijama zemalja u regionu može se konstatovati da je sektor osiguranja u Bosni i Hercegovini relativno nerazvijen.

Odnos premije i BDP-a znatno je niži u odnosu na razvijena tržišta. Ipak, treba imati u vidu da među novim članicama EU premija osiguranja prelazi 3 % BDP-a samo u slučaju Češke, Mađarske, Poljske i Slovenije, dok prosjek EU iznosi 9 %. Premija po stanovniku u BiH se povećava, ali je i dalje bitno ispod nivoa ostalih zemalja u tranziciji. Uprkos višegodišnjem dinamičnom rastu, premija životnih osiguranja ne dostiže prosjek zemalja u tranziciji. Za jačanje ovog segmenta osiguranja neophodni su brojni sistemski i makroekonomski preduslovi (ekonomska i monetarna stabilnost, poreski podsticaji kroz poreske olakšice, viši životni standard, razvijena kultura osiguranja, visok stepen povjerenja u finansijski sektor, razvijeno tržište hartija od vrijednosti).

⁸ Insurance Europe Statistics No 49, European Life Insurance Market in 2012, 2014, str. 5.

Na osnovu prikupljenih istorijskih podataka, slika 2. daje pregled premije životnog osiguranja u Evropi i učešće te premije u ukupnoj premiji osiguranja tokom niza godina, odnosno za period od 2003. do 2012. godine.

Razlozi nastanka ugovora investicionog životnog osiguranja mogu se sažeto prikazati kao što slijedi:

- Vremena se mijenjaju – klijenti su sofisticiraniji, mnogi imaju iskustva s ulaganjima.
- Dugoročni prihodi osiguravača života (tradicionalni proizvodi osiguranja života) padaju – niže zagarantovane tehničke kamatne stope i eventualni udjeli u dobiti.
- Pojedini ugovarači osiguranja preferiraju rizičnije ulagačke strategije očekujući bolje prihode.
- Fiksne premije ponekad ne odgovaraju životnom stilu ugovarača, ugovarač želi sam odrediti kada će plaćati premiju i koliko.
- Ugovarač želi pratiti ciklus ulaganja, kako osiguravač ulaže sredstva prikupljena uplatom premije.
- Odgovor na nove zahtjeve ugovarača - uvođenje proizvoda investicionog životnog osiguranja sredinom 20. vijeka prvo na anglosaksonskom području.
- Zlatna godina osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove u zemljama EU bila je 1997. (primjer Belgije i Francuske).
- Investiciono životno osiguranje najviše je zastupljeno i razvijeno u SAD-u, Kanadi i Australiji (više od 50 posto premije osiguranja života odnosi se na investiciono životno osiguranje).

3. KARAKTERISTIKE INVESTICIONOG ŽIVOTNOG OSIGURANJA

Oštra konkurencija zajedničkih fondova, komercijalnih banaka i drugih finansijskih institucija ostavila je posljedice na životna osiguranja. Konkurentska utakmica za oskudna i ograničena sredstva unutar finansijskog sistema uticala je na promjene tradicionalnih gotovinskih polisa. Društva za osiguranje morala su razvijati najrazličitije proizvode doživotnog osiguranja života kombinujući zaštitu osiguranja sa investicionim elementima⁹. Tako su nastale pojedine vrste doživotnog osiguranja života:

- Varijabilno životno osiguranje
- Univerzalno životno osiguranje
- Varijabilno univerzalno životno osiguranje (eng. US. *variable universal life insurance* odnosno eng. UK. *unit-linked life insurance*).

Za varijabilno životno osiguranje karakteristična je nepromjenljiva premija, a naknada za slučaj smrti i gotovinska vrijednost zavise od rezultata odabranog investicionog portfelja¹⁰. Ova vrsta osiguranja života razvila se u

⁹ Ostojić, S. (2007) *Osiguranje i upravljanje rizicima*. Beograd, Data Status.

¹⁰ Hunt, J. (2003) *Variable Universal Life Insurance: Is it Worth it?* [Internet]. Washington DC, CFA.

SAD-u prije 30 godina. Vlasnik polise može ulagati dio premije (neto premije) u različite fondove koji nude različit nivo rizika i prilika a koje se kreću od tržišta novca i vladinih obveznica do domaćih i međunarodnih akcija. Drugim riječima, naknade za slučaj smrti i gotovinska otkupna vrijednost se smanjuje ili povećava ovisno o rezultatima ulaganja sredstava s posebnog računa osiguranika. I kod ove vrste osiguranja postoje različite polise, međutim zajedničke karakteristike varijabilnog osiguranja života mogu se predstaviti kao što slijedi:

- Varijabilna polisa osiguranja života predstavlja trajni doživotni ugovor s fiksnom premijom. Obračun premije vrši se na osnovu prosjeka i garantuje da se neće povećavati.
- Na posebnom računu čuvaju se rezerve koje se ulažu u akcije ili druge finansijske instrumente. Osiguranici mogu da investiraju sredstva u obične akcije, obveznice, instrumente tržišta novca, međunarodne finansijske instrumente i sl. Kada su rezultati ulaganja povoljni, povećava se i nominalni iznos odnosno osigurana suma.
- Kada su rezultati investiranja minimalni, umanjuje se i iznos osiguranja života, međutim taj iznos nikada ne može biti niži od osigurane sume.

Za univerzalno životno osiguranje kao jednu vrstu doživotnog osiguranja života specifično je fleksibilnost plaćanja premije odnosno promjenljiva premija. Osim pri uplati prve premije, osiguranik sam određuje iznos i učestalost uplate premije. Premija umanjena za isplaćene eksplicitne troškove, kreditira se s računa gotovinske vrijednosti (koji se naziva i akumulacioni fond). Iz tih sredstava vrši se isplata mjesečne naknade za slučaj smrti po odbitku i kreditira mjesečna kamata¹¹. Dalje, od polise univerzalnog životnog osiguranja obično se mjesečno uzima odbitak za administrativne troškove.

S druge strane, varijabilno univerzalno osiguranje života (investiciono životno osiguranje) predstavlja važnu vrstu doživotnog osiguranja života, a u biti je nastalo kombinovanjem prethodne dvije vrste doživotnog osiguranja života (varijabilno i univerzalno). Većina polisa varijabilnog univerzalnog osiguranja života prodaje se kao investiciona ili poreska olakšica. Varijabilna univerzalna polisa slična je polisi univerzalnog osiguranja, no prate je dva značajna izuzetka:

1. Osiguranik određuje koliko će se premije ulagati u investicione fondove, što omogućuje značajnu investicionu fleksibilnost.
2. Kod polise varijabilnog univerzalnog osiguranja života nema garancija za najnižu kamatnu stopu ili najnižu gotovinsku vrijednost. Osim ako polisa ima račun nepromjenljivih prihoda, koji garantuje najnižu kamatnu stopu na računu gotovinske vrijednosti.

Available from: Consumer Federation of America <<http://www.consumerfed.org/pdfs/vulreport0203.pdf>> [Accessed 31 March 2014]

¹¹ Ostojić, S. (2007) *Osiguranje i upravljanje rizicima*. Beograd, Data Status.

Varijabilno univerzalno osiguranje života daje osiguraniku mogućnosti ulaganja premije u najrazličitije investicione instrumente. Premija se investira putem jednog ili više posebnih računa, koji su slični jednom zajedničkom fondu u dnevnim operacijama. Društvo za osiguranje obično ima deset ili više posebnih računa na raspolaganju. Ti računi obično obuhvataju račune kupovine akcija, račune kupovine obveznica, račune kupovine međunarodnih hartija od vrijednosti kao i ostale račune¹². Pojedina društva za osiguranje koriste zajedničke fondove kao investiciona društva sa otvorenim podračunima. Premije služe za kupovinu investicionih jedinica koje predstavljaju vrijednost ishodišne investicije. Premija se investira zavisno od investicionih ciljeva osiguranika i njegove tolerantnosti prema riziku.

Za razliku od univerzalnog osiguranja, varijabilno univerzalno osiguranje života ne garantuje najnižu kamatnu stopu ili gotovinsku vrijednost. Kada osiguranik kupi polisu univerzalnog životnog osiguranja, račun gotovinske vrijednosti ostvaruje prihode po osnovu kamatne stope koju je odredilo društvo za osiguranje za određeni period. Međutim, kod polise varijabilnog univerzalnog osiguranja, osiguranik bira jedan ili više posebnih računa i gotovinsku vrijednost sa tih računa. Ne postoji garancija isplate minimalne kamate ili gotovinske vrijednosti, osim ako je stipulisano da se na početku osiguranja bira i račun nepromjenljivih prihoda, samo u tom slučaju postoji garancija isplate najmanje kamate.

Varijabilno univerzalno osiguranje prate relativno visoki troškovi isplate. Jasno je da postojanje takvih troškova dovodi do umanjivanja prihoda ostvarenih od investicija. U SAD-u osiguranici najčešće kupuju polise varijabilnog univerzalnog osiguranja života da bi ostvarili poreske olakšice, odnosno koriste polisu takvog osiguranja kao poreski zaklon. Istraživanja tržišta varijabilnog univerzalnog osiguranja u SAD-u su ukazala na određene nedostatke ove vrste osiguranja¹³:

- Varijabilno univerzalno osiguranje života opterećeno je provizijama i troškovima u rasponu 5 – 10 %.
- Varijabilno univerzalno osiguranje prate i visoke cijene otkupa polisa. U pojedinim slučajevima isplata otkupne cijene premaši iznos premije prve godine, a smanjuje se do nule tokom prvih deset ili dvadeset godina.
- Premije su oporezovane.
- Provizije ili naknade investicionim menadžerima isplaćuju se kao odbitak sa posebnog računa na dnevnoj osnovi, a u rasponu 0,2 – 1,5 %.
- Visoki administrativni troškovi naplaćuju se kao odbitak sa računa gotovinske vrijednosti.

¹² Ibid

¹³ Hunt, J. (2003) *Variable Universal Life Insurance: Is it Worth it?* [Internet]. Washington DC, CFA. Available from: Consumer Federation of America <<http://www.consumerfed.org/pdfs/vulreport0203.pdf>> [Accessed 31 March 2014]

Varijabilno univerzalno osiguranje života jeste jedno od rizičnijih oblika životnog osiguranja. Rizičnost se ogleda u postojanju veoma izraženog investicionog rizika. Pojedini korisnici ove vrste životnog osiguranja označili su to osiguranje kao rulet osiguranje. Investicioni rizik u potpunosti snose osiguranici. Prihod od investicija zavisi od visine investiranih sredstava. U slučaju skromnijeg ulaganja, gotovinska vrijednost može biti nula. U slučaju investiranja u akcije, poseban, izdvojeni račun gotovinske vrijednosti smanjuje se ili povećava kako pada ili raste tržište akcija. Kod konstantnog pada tržišta osiguranici uplaćuju dodatnu premiju kako bi polisa bila aktivna .

Za razliku od Ostojića¹⁴ koji ističe isključivo negativne strane osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove, Hunt¹⁵ u svojoj studiji zaključuje da su proizvodi investicionog životnog osiguranja veoma kompleksni, ali i pored složenosti i nerazumljivosti pojedinih komponenti na prvi pogled, ova vrsta osiguranja ima svoje prednosti koje, generalno posmatrano, premašuju i znatno prevladavaju nad nedostacima. Dalje, Hunt¹⁶ naglašava da bi svaka strategija investiranja trebala da se zasniva na metodi prosječnih troškova ili postepenog ulaganja. Na taj način, periodičnim (mjesečnim ili sl. vremenskim intervalima) ulaganjima više ili manje identičnih iznosa, što je upravo karakteristično za životno osiguranje vezano za ulaganja u investicione fondove, kupuju se veći udjeli kada je tržište u padu, a manji udjeli kada tržište raste. S obzirom na to da se polise investicionog životnog osiguranja zaključuju na čitav životni vijek osiguranika, te tako često osiguranje traje i više od 20 godina, upravo će se njihova efikasnost u toku trajanja osiguranja pokazati na djelu protekom tog vremena. Zbog dugoročnog karaktera proizvoda investicionog životnog osiguranja i gotovine koja se akumulira, premije investicionog životnog osiguranja predstavljaju veliki izvor fondova za osiguravajuća društva. Polise cjeloživotnog osiguranja su forma osiguranja koju pojedinci najčešće kupuju. Dok se kod tradicionalnih polisa garantuje isplata fiksnog ili nominalnog iznosa u slučaju nepredviđenog slučaja, varijabilno univerzalno osiguranje ulaže uplate premija u investicione fondove novca, akcija i obveznica. Nosilac polise obično bira ulaganja uzajamnog i investicionog fonda. Ova vrsta životnog osiguranja pruža mogućnost alternativnog načina gradnje štednje jer se vrijednost polise povećava (i/ili smanjuje) na aktivu u uzajamnim investicionim fondovima u koje se premije ulažu¹⁷. Dakle, osiguravači ulažu premije u investicione fondove novca, akcija i obveznica, a komponenta štednje ili ulaganja u ugovoru odražava stvoreni tržišni profit (dobit).

¹⁴ Ibid

¹⁵ Hunt, J. (2003) *Variable Universal Life Insurance: Is it Worth it?* [Internet]. Washington DC, CFA. Available from: Consumer Federation of America <<http://www.consumerfed.org/pdfs/vulreport0203.pdf>> [Accessed 31 March 2014]

¹⁶ Ibid

¹⁷ Jednak, J. (2007) *Finansijska tržišta*. Beograd, Beogradska Poslovna Škola.

4. KOMPONENTE INVESTICIONOG ŽIVOTNOG OSIGURANJA

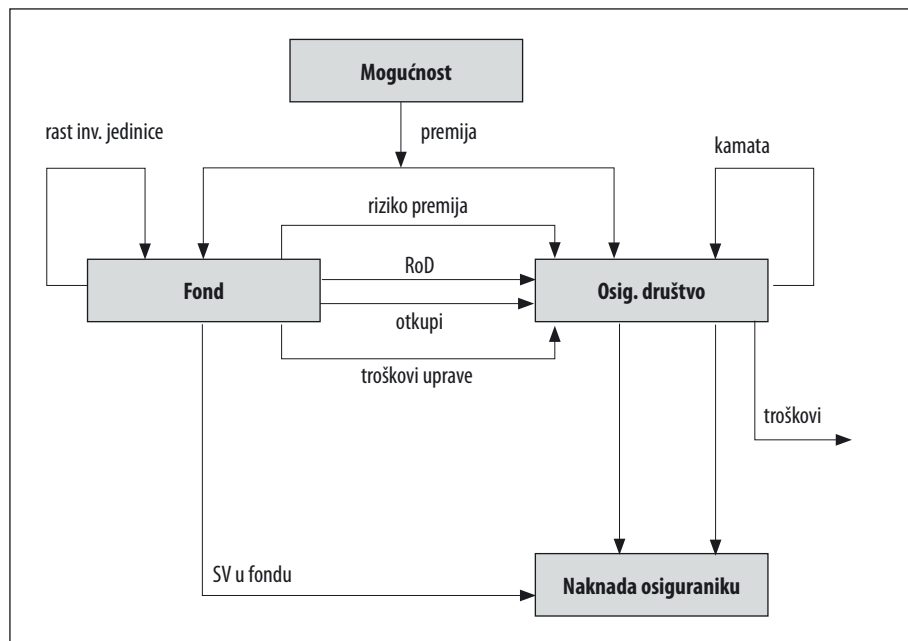
Životno osiguranje vezano za ulaganja sadrži dvije osnovne komponente: komponentu ulaganja (štednje) i komponentu osiguranja. S obzirom na to da investiciono osiguranje života nudi veliki broj opcija za osiguranike i kao takvo pruža značajnu fleksibilnost, npr. polise mogu biti sa ili bez garancije, imati različite opcije plaćanja premije, mogućnost plasiranja sredstava u više fondova te njihova promjena i sl., a osigurana suma se može i mijenjati s obzirom na zdravstveno stanje osiguranika, dozvoljena je i zamjena za drugo životno osiguranje po isteku određenog perioda, obično tri godine, te se uz osiguranje života nudi i mogućnost dodatnih osiguranja, veoma je bitna i uloga regulatora, odnosno organa za praćenje sektora osiguranja.

Između ostalog, u nadležnosti je regulatora da predvidi i utvrdi pravila poslovanja društava za osiguranje koja će obavljati životno osiguranje vezano za ulaganja. U Republici Srpskoj, Agencija za osiguranje donijela je 2006. godine podzakonske akte kojima se reguliše način obavljanja poslova životnog osiguranja povezanog sa investicionim fondovima. Tako se predviđaju situacije s obzirom na način plaćanja premije, da li je premija uplaćena u fiksnom iznosu ili u ratama, regulisani su slučajevi povezivanja polise osiguranja sa internim varijabilnim fondom ili zajedničkim fondom, obaveze društava da navedu sve troškove i penale, precizirane su i metode dozvoljene za obračun pokrića troškova osiguranja i sl.

U posljednjih nekoliko godina došlo je do značajnih promjena u sadržaju polisa investicionog životnog osiguranja. Tako su, na primjer, veliku pažnju 2001. godine u UK privukle polise sa komponentom zaštite kapitala, što je rezultiralo povećanjem prodaje ove vrste osiguranja za 56 %¹⁸. Takva vrsta proizvoda omogućava osiguranicima po isteku polise isplatu uplaćene premije, a ukoliko je vrijednost sredstava u podlozi zabilježila rast, osiguranik ima proporcionalno učešće u dobiti. Društva za osiguranje koja su uvela ove tzv. hibridne proizvode osiguranja života ipak preuzimaju dio rizika ulaganja. Društva mogu taj rizik u potpunosti preuzeti ili prenijeti na tržište kapitala.

I pored brojnih opcija i formi u kojima se mogu javiti polise osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove, svima je zajednički faktor da se cjelokupna premija ili dio premije koristi za kupovinu jedinica u investicionom fondu po cijeni koja vrijedi na dan kupovine. Vrijednost polise nakon kupovine jedinica uglavnom fluktuiru i zavisi upravo od vrijednosti jedinica ugrađenih u polisu koje su podloga ulaganja. Na kraju svakog mjeseca obračunava se prihod u fondu i naplaćuju se troškovi uprave, dok se administrativni troškovi naplaćuju poslije obračuna kamate. U slučaju smrti iznos iz fonda se

¹⁸ Swiss Re, Sigma 3/2003

Slika 3. Osnovni model ugovora investicionog životnog osiguranja¹⁹

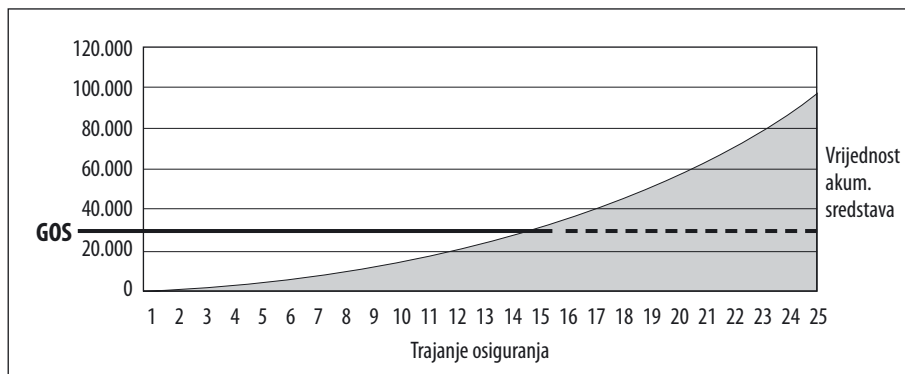
oslobađa i plaća se osigurani slučaj. S obzirom na gore navedeno, osnovni model ugovora osiguranja života vezanog za ulaganja može se shematski prikazati kao što je naznačeno na Slici 3.

Komponente proizvoda osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove podrazumijevaju:

- Ulaganje u jedan fond ili razne vrste fondova
- Ugovarač posjeduje odgovarajući broj jedinica
- Mogućnost opcije promjene fondova
- Dio za riziko pokriva snosi osiguravač
- Metode ugovaranja: definisano (svota), integrisano (svota pod rizikom = naknada za smrt - tržišna vrijednost)
- Opcije indeksacije premije
- Dopunska osiguranja (nezgoda, trajna radna nesposobnost)
- Fleksibilna uplata premije osnovnog osiguranja.

Funkcionisanje pojedinih komponenti polisa osiguranja života vezanog za ulaganja može se ilustrovati primjerom koji grafički pojašnjava Slika 4. Ukoliko se za ugovor investicionog životnog osiguranja odluči npr. osoba muškog pola, 30 godina starosti, a trajanje osiguranja je zaključeno na period od 25 godina, te iznos premije 100 EUR i u pitanju je mjesečno plaćanje, kolika je garantovana osigurana suma, ako se pretpostavi godišnji prinos 11 %?

¹⁹ Ibid

Slika 4. Garantovana osigurana suma i vrijednost akumuliranih sredstava²⁰

U slučaju smrti osiguranika isplaćuje se unaprijed zagarantovana suma osiguranja, sve dok akumulirana sredstva na računu ne prekorače vijednost osigurane sume. Dok, za slučaj doživljena naknada nije zagarantovana, već je jednaka vrijednosti akumuliranih sredstava.

Ako se uzme da je garantovana suma za slučaj smrti 15.000 EUR, godišnja premija 600 EUR, a godišnji prinosi različiti 7 %, 9 % i 11 % (ali isti tokom trajanja jedne godine) tada vrijednost polise numerički posmatrano izgleda kao što je dato u Tabeli 3.

Prihod		7%		9%		11%	
Godina	Premija	Sredstva u fondu	Isplata u slučaju smrti	Sredstva u fondu	Isplata u slučaju smrti	Sredstva u fondu	Isplata u slučaju smrti
1	600	172	15.000	175	15.000	179	15.000
2	1.200	534	15.000	548	15.000	562	15.000
3	1.800	1.027	15.000	1.061	15.000	1.096	15.000
...
14	8.400	10.699	15.000	12.404	15.000	14.407	15.000
15	9.000	11.958	15.000	14.035	15.000	16.508	16.508
16	9.600	13.301	15.000	15.807	15.807	18.829	18.829
17	10.200	14.734	15.000	17.730	17.730	21.329	21.329
18	10.800	16.261	16.261	19.815	19.815	24.223	24.223
...
25	15.000	30.109	30.109	40.275	40.275	54.298	54.298

Tabela 3. Različiti godišnji prihodi (u EUR)²¹

²⁰ Paunović, M. (2007) *Novi proizvodi životnog osiguranja*. [Internet]. <aktuari.googlepages.com/UNI-TLINKEDproizvodisr.pdf > [Accessed 1 March 2014]

²¹ Ibid

5. PRINCIPI FUNKCIONISANJA INVESTICIONOG ŽIVOTNOG OSIGURANJA

Kod investicionog životnog osiguranja o osiguranoj sumi za slučaj smrti, vremenu trajanja polise (ulaganja), te o načinu investiranja štednog dijela premije ne odlučuje osiguravajuće društvo, nego sam osiguranik. Sredstva štednog dijela premije ulažu se u investicione fondove po izboru osiguranika, a u skladu sa stepenom rizika koji osiguranik želi preuzeti.

Štedni dio uplaćene premije ide direktno investicionim fondovima, a odgovornost za dobit prebačena je sa osiguravajućih društava na investicione fondove. Osiguranik u bilo kojem trenutku ima uvid u vrijednost svojih uloženi sredstava.

U razvijenim zemljama sa jakim tržištem kapitala, na tržištu se ravnopravno takmiče osiguravajuća društva i investicioni fondovi. Rast tržišta kapitala i smanjenje kamatnih stopa dva su ključna faktora koja utiču na rast popularnosti unit-linked osiguravajućih proizvoda.

Bitno je napomenuti nekoliko parametara koji su specifični za tarifu unit-linked, odnosno investicionog životnog osiguranja:

- **Premija osiguranja** - osiguranik može uplaćivati zajedničku premiju ili pri ugovaranju osiguranja odrediti koliki iznos uplaćuje za osiguranje života, a koliki za ulaganje u investicijski fond;
- **Udio premije za ulaganje u fond** - funkcija koja iz ukupne premije izračunava iznos premije za ulaganje u investicioni fond (iz tablica, fiksni iznos i sl.);
- **Raspodjela premije za ulaganje po fondovima** - ako osiguranik želi ulagati u različite investicione fondove, na razini tarife moguće je odrediti inicijalni udio premije za ulaganje po investicionim fondovima.

Posmatrajući proizvode osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove i rezimirajući ranije navedeno, bitno je još jednom naznačiti da su naknade ili premije (ili oboje) definisane u odnosu na obračunske jedinice investicionog fonda, da ugovarač osiguranja snosi rizik ulaganja, a vrijednost polise (ulaganja) je transparentna za klijenta. Ulaganje je podijeljeno u udjele, ugovarač osiguranja kupuje udjele, zatim se vrši monitoring odnosno prati se da li vrijednost udjela raste ili pada, zavisno od ulaganja koje se nalazi u podlozi. Isto tako, treba istaći da je jedna od bitnih karakteristika ove vrste životnog osiguranja upravo transparentnost, kako samih naknada tako i ulaganja (u odnosu na klasična osiguranja života). Posmatrajući odnos ugovarača i osiguravača zapaženo je da ugovarač snosi rizik ulaganja, dok osiguravač preuzima rizik osiguranja (isplata za slučaj smrti).

Principi na osnovu kojih funkcioniše osiguranje života vezano za ulaganja u investicione fondove odnose se na:

- Fond (postojeći ili u vlasništvu osiguravača).
- Način ulaganja.
- Rizik ulaganja.

5.1. Fond

Kako bi se razumjela neka od ključnih pitanja vezanih za ulaganje u investicione fondove i njihovo poslovanje, potrebno je pojasniti osnove moderne teorije portfelja. Zato će se u ovom radu dati kratak osvrt na Markowitzovu teoriju portfelja koja je polazna tačka za selekciju ulaganja u rizične hartije od vrijednosti. Dalje, Sharpov model vrednovanja cijena hartija od vrijednosti (CAMP model), pored ostalog, pruža i osnove za mjerenje uspješnosti poslovanja investicionog fonda.

Glavna pretpostavka Markowitzove teorije portfelja leži u činjenici da su prihodi hartija od vrijednosti slučajni, a brojna istraživanja na razvijenim tržištima kapitala to i potvrđuju. U biti, radi se o uspješnosti tržišta. Hipoteza o uspješnosti tržišta koju je postavio Fama govori o tome da su sve dostupne informacije o hartijama od vrijednosti već ugrađene u njihove cijene. S tim u vezi, nameće se zaključak da su i prihodi investicionih fondova slučajni, kao i da je nemoguće unaprijed odrediti kakve će rezultate ili efekte fondovi ostvariti. Isto tako, posmatrajući uspješnost poslovanja fondova primjenom Sharpova omjera prihoda i rizika ili nekih drugih mjerila, može se konstatovati kako su investicioni fondovi, gledano u prosjeku, uspješni onoliko koliko je uspješno i samo tržište. Ta spoznaja direktno utiče na problem selekcije fonda od strane ulagača²².

Teorija portfelja koju je razvio Harry Markowitz smatra se jednim od ključnih elemenata koji pomaže ulagačima da odaberu skup hartija od vrijednosti koji će davati što veći prihod portfelja uz željeni nivo rizika²³. Donošenje odluke o selekciji hartija od vrijednosti, odnosno pronalazak optimalnih udjela, obavlja se na osnovu kriterijuma korisnosti. Markowitz je pretpostavio da je korisnost U veća što je prinos portfelja R_p veći, a rizik portfelja σ_p manji:

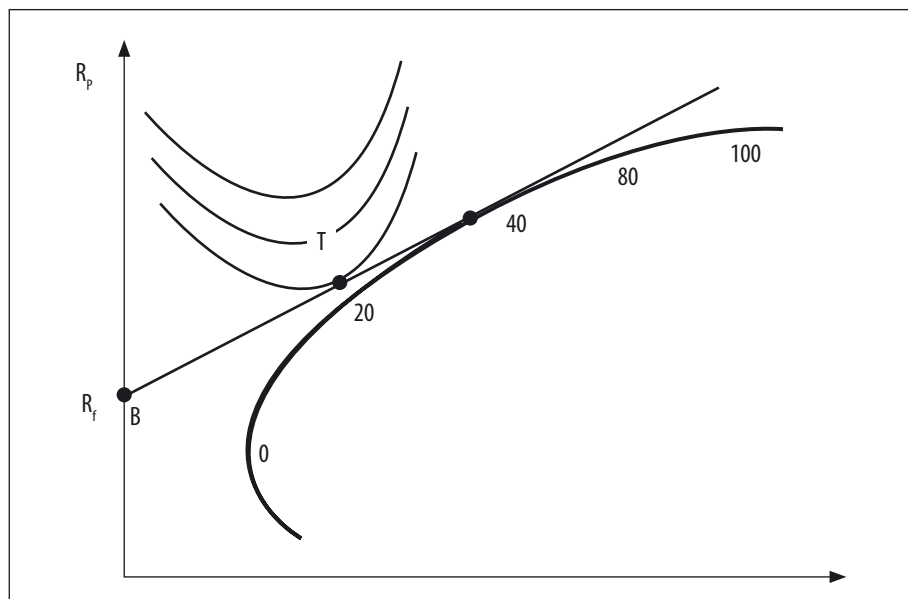
$$U = A \cdot R_p - \frac{1}{2} \sigma_p^2 \quad (1)$$

(Izvor: Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002) Uspješnost poslovanja investicijskog fonda. *Financijska teorija i praksa*. 26 (2), pp. 449)

²² Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002) Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda. *Financijska teorija i praksa*. 26 (2), pp. 447-461.

²³ Markowitz, H.M. (1952) Portfolio selection. *Journal of Finance*. 7 (1), pp. 77-91.

Slika 5. Optimalan portfelj



Veličina A predstavlja faktor tolerancije rizika i objašnjava koliki je rizik lice koje ulaže spremno podnijeti, tj. pokazuje koliko investitor želi da ima jedinica prihoda po jedinici rizika.

Problem koji ulagač treba riješiti jeste pronalaženje udjela koji maksimalno uvećavaju funkciju korisnosti U pri datom skupu ulaznih podataka, a to su očekivani prinosi, rizici, korelacioni odnos između hartija od vrijednosti i faktor tolerancije rizika A . Promjenom faktora A dobiva se niz uspješnih portfelja koji na kraju daju krivu pod nazivom granica uspješnosti, a prikazana je na slici 5.

U tački P prava tržišta kapitala dodiruje granicu uspješnosti (cifre uz liniju vrijednosti pripadaju faktoru A) i određuje optimalan portfelj rizika. Optimalna kombinacija portfelja rizika P i hartije od vrijednosti bez rizika jeste portfelj označen slovom T .

Svi portfelji koji leže na granici uspješnosti su optimalni u smislu prihoda i rizika. Od faktora A odnosno toleranciji rizika investitora zavisi koji će portfelj investitor odabrati. U praksi, investitori nailaze na brojne poteškoće pri primjeni Markowitzove teorije jer se u optimizaciji portfelja mora predvidjeti sve ulazne parametre, što neizbježno unosi pogreške u kalkulaciju. Barac i Latković²⁵ detaljno elaboriraju o pojedinim problemima koji se javljaju tokom optimizacije portfelja, a s posebnim osvrtom na tržište kapitala susjedne Republike Hrvatske.

²⁴ Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002) Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda. *Financijska teorija i praksa*. 26 (2), pp. 449.

²⁵ Barac, Z. & Latković, M. (1999) Kako riješiti problem odabira portfelja na hrvatskom tržištu kapitala. *Hrvatsko gospodarstvo u tranziciji*. pp. 143. Zagreb, Ekonomski Institut.

Uključivanjem u analizu hartija od vrijednosti bez rizika prinosa R_p , prava koja polazi iz tačke B dodiruje granicu uspješnosti i određuje optimalan portfelj u tački P. Za investitora sklonog riziku postoji optimum ulaganja u rizični portfelj P i nerizičnu hartiju od vrijednosti prinosa R_p koja se dobije u tački dodira prave raspodjele kapitala i najviše krive indiferencije funkcije korisnosti ukupnog portfelja²⁶.

Slika 5. prikazuje pravu raspodjele kapitala, a tačka T dodira krive indiferencije ulagača (koja je određena njegovim faktorom rizika A) i prave. Portfelj P veoma je važan jer je to jedini rizični portfelj koji je optimalan. Drugim riječima, sa svakim drugim rizičnim portfeljem realizuje se manji prihod nego što bi se ostvario kombinacijom primanja u zajam ili davanja u zajam nerizične hartije od vrijednosti. Iz svega navedenog proizlazi da bi svi ulagači trebali birati isti portfelj rizične imovine, čime se ostvaruju uslovi ravnoteže na tržištu kapitala²⁷. Dalje, zavisno od sklonosti riziku, dio bogatstva bi bio predmet zajma. Sva odabrana ulaganja leže na pravi koja siječe vertikalnu osu u tržišnoj kamatnoj stopi R_p , tj. prihodu na nerizična ulaganja koja dodiruje granicu uspješnosti u ovom slučaju u tački P.

Promjenom faktora tolerancije A dobivaju se različiti portfelji s obzirom na udio rizičnog portfelja u ukupnom portfelju. Ulagači koji nisu skloni velikom riziku vršiče selekciju portfelja koji sadrži veći udio nerizičnih hartija od vrijednosti. U praksi je nemoguće odrediti optimalan rizični portfelj P jer se temelji na parametrima potrebnim za optimizaciju koji su očekivane vrijednosti. Ulagači uglavnom imaju različita stajališta o očekivanim prinosisima, rizicima i korelacijama između hartija od vrijednosti i zato u praksi postoje razlike u selekciji rizičnog portfelja. Upravo nemogućnost pouzdanog predviđanja sastava optimalnog rizičnog portfelja pruža ulagačima opciju da na osnovu investicione politike koju sprovode odaberu manje ili više rizičan portfelj P. Tako će investitori koji praktikuju konzervativnu politiku ulaganja odabrati portfelj sa malim rizikom i tako omogućiti onim osiguranicima koji nisu skloni velikom izlaganju riziku da odaberu upravo njihov investicioni fond. Prema tome, osnovni kriterijum kojim će se osiguranici rukovoditi pri odabiru fondova jeste njihova spremnost izlaganja riziku. U praksi je veoma teško odrediti stepen tolerancije rizika koji bi osiguranici mogli imati, ali istraživanja upućuju na to da bi se spremnost izlaganja riziku sa starošću trebala smanjivati. Isto tako, s obzirom na činjenicu da neki fondovi imaju sličnu investicionu politiku, neohodno je definisati dalje kriterijume selekcije investicionih fondova²⁸.

²⁶ Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002) Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda. *Financijska teorija i praksa*. 26 (2), pp. 447-461.

²⁷ Sharpe, W.F. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*. 19 (4), pp. 425-442.

²⁸ Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002) Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda. *Financijska teorija i praksa*. 26 (2), pp. 447-461.

Moderna teorija portfelja koju je postavio Markowitz navodi na zaključak da nijedan ulagač u prosjeku ne može ostvariti bolji odnos (omjer) prihoda i rizika s obzirom na omjer prihoda i rizika tržišnog portfelja. Kako bi se odredilo koji od investicionih fondova posluje uspješnije potrebno je odrediti Sharpove omjere fondova, a fond se smatra uspješnim ukoliko je njegov omjer veći od Sharpova omjera tržišnog portfelja. Za očekivati je da će Sharpovi omjeri fondova biti raspoređeni prema slučajnoj (Gaussovoj) raspodjeli oko Sharpovog omjera tržišnog portfelja.

S obzirom na to da se Markowitzeva teorija odnosi na pasivno upravljanje portfeljem, postavlja se pitanje kako ocijeniti uspješnost aktivnog upravljanja. Istraživanja ukazuju da je prosječno aktivno upravljani fond samo nešto uspješniji od pasivnih. Problem je upravo u identifikaciji dobrog aktivnog menadžera *ex-ante*, a jedan od načina jeste posmatranjem njihove uspješnosti u prošlosti. Međutim, problem je tada pokazati kako je uspješnost konstantna, a najnovija istraživanja pokazuju da se u posljednjih desetak godina broj uspješnih menadžera smanjuje, te da se razlike u odnosu na prosjek uspješnosti takođe smanjuju.

Mjerenje uspješnosti dobro diversifikovanih portfelja sprovodi se na osnovu posmatranja prihoda i rizika. Sharpov omjer koji proizlazi iz CAPM modela upravo je omjer uspjeha i varijabilnosti²⁹.

Sharpov omjer nije dobra mjera za fondove koji se mogu smatrati dijelovima većeg portfelja ili kada se želi ocijeniti koliko je nagradu zaslužio menadžer portfelja. U tom slučaju treba koristiti mjeru koja opservira prihod relativno u odnosu na sistematski rizik portfelja. Postoji nekoliko mjera koje se mogu koristiti, a najpoznatije su Jensenova mjera i Treynorov omjer, koje daju odgovor na pitanje koliko je fond bio uspješan relativno u odnosu na portfelj tržišta i nerizične hartije od vrijednosti s istim sistematskim rizikom³⁰.

Treynorov omjer sličan je Sharpovom, osim što je u nazivniku beta koeficijent (sistematski rizik) umjesto rizika portfelja. Treynorov omjer koristi se u slučajevima kada se posmatra aktivno upravljani portfelj kojeg se želi dodati pasivno upravljanoj portfelju. Tipične vrijednosti Sharpovih omjera, Jensenove mjere i Treynorovih omjera za investicione fondove na inostranim tržištima kapitala, koji su obračunati na osnovu mjesečnih prinosa tokom perioda od deset godina, prikazani su u Tabeli 4.

Osnovni problem koji stoji pred investitorima jeste problem odabira fonda koji će biti najuspješniji u poslovanju. Ukoliko se polazi od pretpostavke da se želi odabrati neki od već postojećih fondova čije poslovanje se može pratiti više godina unatrag. Postavlja se pitanje da li je dovoljno odrediti najuspješnije

²⁹ Sharpe, W. F. (1994) The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management*. Fall 1994.

³⁰ Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002) Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda. *Financijska teorija i praksa*. 26 (2), pp. 447-461.

Fond / Indeks	Sharpe	α	β	Treynor
Fidelity Magellan Fund	0,22	0,17	1,09	1,05
Putnam Growth & Income	0,23	0,03	0,77	1,09
Vanguard Index TR 500	0,18	-0,03	1,00	0,84
Dreyfus Fund	0,14	-0,02	0,74	0,72
S&P 500 Composite	0,19			

Tabela 4. Indikatori uspješnosti investicionog poslovanja pojedinih fondova u svijetu³¹

fondove npr. na osnovu Sharpovog kriterijuma i u njih ulagati? Prije nego se da odgovor na to pitanje, neophodno je analizirati problem efikasnosti tržišta uzimajući u obzir nekoliko aspekata.

Eror-Matić & Latković³¹ kao primjer navode investitora koji u januaru 1926. godine uloži \$1 u jednomjesečne američke trezorske zapise, jednu od najsigurnijih hartija od vrijednosti na svijetu. Nastavi li svaki mjesec reinvestirati kamatu, u decembru 1996. godine imao bi \$14. U istom razdoblju mogao je uložiti \$1 u akcije, npr. u indeks SP-500, a na kraju perioda zarada bi iznosila \$1.370. Ukoliko se pretpostavi da investitor svaki mjesec može predvidjeti koja će od dvije hartije od vrijednosti, trezorski zapis ili indeks akcija, imati veću zaradu, te da iz mjeseca u mjesec ulaže u tu hartiju od vrijednosti, ova strategija sa savršenim predviđanjem na kraju perioda omogućila bi zaradu u iznosu \$2.303.981.824.

Gore navedeni primjer obrazlaže postojanje velikog broja lica koja pokušavaju iskoristiti i najmanje mogućnosti predviđanja kretanja tržišta, te tako ostvariti natprosječne prihode. Svaka uočena mogućnost predviđanja cijena hartija od vrijednosti naziva se anomalija. Istraživanja na tržištima kapitala ukazuju na anomalije koje se odnose, npr. na premiju veličine povezanu s akcijama manje kapitalizacije, zatim na tzv. januarski efekat kada cijene akcija na tržištima uglavnom padaju, reakcije tržišta na dobre ili loše vijesti, itd.

Profesionalni investitori već vrlo dugo koriste različite tehnike predviđanja kako bi pronašli anomalije. Najstarije i relativno jednostavne metode tehničke analize, koje se uglavnom svode na jednostavne postupke proučavanja kretanja cijena, obima trgovanja i drugih pokazatelja, zamjenjuju se postepeno s naprednim genetskim algoritmima i neuralnim mrežama koje se pokreću na snažnim računarima. Današnja tehnologija predviđanja cijena podrazumijeva ulaganje u istraživanja i razvoj koja dosežu cifru od 100 miliona US dolara, a zahtjevi za kadrovima i računarskim resursima ne razlikuju se od zahtjeva etabliranih naučnih institucija. Moderna tehnologija dovela je do napuštanja

³¹ Ibid

³² Ibid

upotrebe dnevnih cijena hartija od vrijednosti u modelima za predviđanja, te prelaska na transakcije u realnom vremenu. Potrebno je napomenuti da uprkos intenzivnoj potrazi za uzorcima koji ukazuju na predvidljivost cijena hartija od vrijednosti, često se pokazuje da u realnom trgovanju profitabilnosti nema. Jedan od razloga postojanja ovog samo naizgled paradoksa leži u činjenici da nije ispravno koristiti najnoviju tehnologiju za pronalaženje uzoraka u podacima iz prošlosti kada takva tehnologija nije bila dostupna u dato vrijeme na tržištu.

S druge strane, profesionalni investitori čiji su ciljevi dugoročni i dalje koriste fundamentalnu analizu koja se zasniva na proučavanju poslovanja preduzeća, a posebno njihovih zarada, te samog poslovnog okruženja kojem preduzeća pripadaju. Uspješnost takvih predviđanja takođe je upitna jer je poslovno okruženje preduzeća vrlo složeno, a buduće zarade teško je predvidjeti u detalje. Neophodno je dodati da vrlo mala odstupanja od predviđenih zarada mogu dovesti do značajnih promjena u cijenama akcija.

Na osnovu mnogobrojnih istraživanja, većina u akademskim krugovima zastupa stajalište da su prinosi hartija od vrijednosti posve slučajni. Eugene Fama, predvodnik ideje o efikasnosti tržišta, kao osnovni razlog navodi činjenicu da su sve dostupne informacije o preduzećima već ugrađene u cijene hartija od vrijednosti³³. Učesnici na tržištu trenutno reaguju na pojavu novih vijesti i u odnosu na njihov karakter donose odluke o prodaji ili kupovini hartija od vrijednosti. S obzirom na to da nove informacije dolaze na tržište u vremenima koja su slučajna te da je karakter tih vijesti (dobra, loša, neutralna) takođe slučajan, može se zaključiti da će i promjene cijena takođe biti slučajne. Napuštanje dotadašnjih razmišljanja o svrsishodnosti tehničke i fundamentalne analize, te prihvatanjem stajališta da su prinosi hartija od vrijednosti slučajni, omogućilo je Markowitzu da postavi osnove moderne teorije portfelja, a kasnije Sharpu da postavi uvjete ravnoteže na tržištu kapitala i dade model za vrednovanje cijena vrijednosnica.

Vodeći akademici nerijetko imaju vrlo suprotna stajališta o efikasnosti tržišta. Većina njih podržava hipotezu o efikasnosti, ali je oprezna i često ukazuju da tržišta nisu potpuno efikasna, te da se s vremenom pojavljuju mogućnosti dodatnih zarada. Postoje četiri osnovna viđenja teorije o efikasnosti tržišta. Tako Haugen³⁴ navodi da postoje velike, predvidljive premije u prihodima akcija, te da mnoge regularnosti koje se pojavljuju na tržištu kapitala predstavljaju mogućnost dodatne zarade. Samuelson³⁵ je bio mnogo oprezniji

³³ Fama, E. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. 25 (3), pp. 383-417.

³⁴ Haugen, R. (1995) *The New Finance: The Case Against Efficient Markets*. Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall.

³⁵ Samuelson, P. (1965) Proof the Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*. Spring 1965, pp. 41-50.

zastupajući stanovište da od mnogobrojnih uočenih pravilnosti samo nekoliko njih predstavlja izuzetke i daje mogućnost za dodatnu zaradu. Prihvata mogućnost da može da postoji nekoliko izuzetnih pojedinaca koji mogu iskoristiti anomalije, ali da je vrlo teško unaprijed imati saznanja o anomalijama. Dalje, Black & Kaplan³⁶ navode da mnogobrojne anomalije i nisu anomalije već jednostavno rezultat slučajnih uzoraka u podacima o prihodima hartija od vrijednosti, te da takve anomalije ubrzo nestaju čim se otkriju. Dok, Roll³⁷, Chen et al³⁸ prema sopstvenom iskustvu tvrde da su, pokušavajući dodatno zaraditi putem iskorištavanja anomalija, došli do saznanja kako niti jedna od njih ne funkcioniše u praksi.

Bez obzira na sva dugogodišnja nastojanja da se objasni dinamika tržišta kapitala, te pronadu dokazi za ili protiv teorije o njihovoj efikasnosti, čini se da ostaju nepremostive razlike između onih koji zastupaju suprotna stajališta. S jedne strane, neki akademski krugovi i profesionalni investitori tvrde da je svaki pokušaj pobjeđivanja tržišta unaprijed osuđen na neuspjeh, te da se investitor s dugoročnim ciljem treba držati strategije kupi i drži na dobro diversifikovanom portfelju hartija od vrijednosti. Njima u prilog ide činjenica da u prosjeku većina investicionih fondova ostvaruje prihode jednake prihodu tržišta. Činjenica koja im ne ide u prilog jeste postojanje investitora, kao što je npr. Warren Buffett, koji već decenijama uspješno ulažu na tržištu hartija od vrijednosti. Objasnjenje da se radi o čistoj sreći nije posve uvjerljivo. S druge strane, nalazi se mnogo onih, kako iz profesionalnih tako i akademskih krugova, koji tvrde da su tržišta neefikasna, te da se pažljivo smišljenom strategijom mogu ostvariti natprosječni prihodi. S obzirom na to da su detalji tih dobitnih strategija obavijeni velom tajni, teško je samo na osnovu prihoda, a bez detaljnog poznavanja rizika kojima su portfelji investitora izloženi, reći da li se zaista radi o prihodima iznad prosjeka.

Samuelson je naznačio da ima nekoliko genija koji mogu "pobjeđivati" tržište, ali da je vrlo teško ili nemoguće unaprijed znati ko su oni. Dalje, Fama je naveo da ako ih nakon nekog vremena i prepoznamo, u narednom periodu polovina njih će izgubiti novac, a polovina zaraditi, što znači da nema prediktivne vrijednosti u činjenici da ih poznamo. Ova tvrdnja najpribližnije određuje problem selekcije investicionog fonda - bez obzira da li se pojedinac odlučuje po prvi put za neki od fondova ili to radi nakon npr. 5 godina, kada će se sigurno moći vidjeti prvi pokazatelji uspješnosti njihovog poslovanja, ne postoji sigurnost da će se ispravno odabrati uspješan fond za idući period.

³⁶ Black, F. & Kaplan, R (1973) Yes, Virginia, There Is Hope: Tests of the Value Line Ranking System. *Financial Analysts Journal*. 29 (5), pp. 10, 12, 14, 92.

³⁷ Roll, R. (1981) A Possible Explanation of the Small Firm Effect. *Journal of Finance*. 36, pp. 879-888.

³⁸ Chen, N., Roll, R. & Ross, S. (1986) Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*. 59(3), pp. 383-403.

S aspekta osiguranika to se ne smije smatrati nedostatkom, već pozitivnom činjenicom koja svakog osiguranika, bez obzira da li je isti bez ulagačkog iskustva i ne posjeduje potrebna znanja iz ekonomije tržišta kapitala ili se radi o menadžeru fonda s dugogodišnjim iskustvom, stavlja u ravnopravan položaj.

Investitori donose odluke o ulaganjima na osnovu Markowitzeve teorije portfelja koja zahtjeva poznavanje očekivanih prihoda, rizika i korelacija hartija od vrijednosti, te faktora tolerancije rizika od strane ulagača. Kao osnovne doprinose teorije možemo istaknuti smanjenje rizika diversifikacijom ulaganja, te objašnjenje uslova ravnoteže na tržištu kapitala. Investitor koji ulaže u rizične hartije od vrijednosti nije u mogućnosti u prosjeku ostvariti bolje prihode u odnosu na rizik kojeg poduzima nego što je to moguće ostvariti s tržišnim portfeljem. Uspješnost poslovanja investicionih fondova određuje se na osnovu omjera ostvarenog prihoda i rizika portfelja.

Analiza uspješnosti poslovanja određenog fonda u periodu od nekoliko godina zavisi od sistematskog provođenja tržišne discipline koja se obično iskazuje u nastojanjima da se ostvari zadovoljavajući nivo diversifikacije, kako u odnosu na broj akcija u portfelju, njihove disperzije prema industrijskim granama i likvidnosti, tako i u odnosu na međunarodne diversifikacije u cilju dodatnog smanjenja rizika ulaganja.

Akadska istraživanja, kao i iskustva mnogih investitora, govore u prilog tezi o efikasnosti tržišta. To znači da nije samo nemoguće unaprijed znati koji će investicioni fondovi biti uspješni, nego i ako nakon nekoga vremena uočimo uspješne fondove, nemoguće je reći koji od njih će i u narednom periodu ostati uspješni. Ova činjenica stavlja one osiguranike koji ne posjeduju specifična znanja iz ekonomije tržišta kapitala u ravnopravan položaj sa svim ostalih učesnicima koji takva znanja posjeduju.

5.2. Način ulaganja

Strategija ulaganja u određeni investicioni program prilagođena je ličnim očekivanjima osiguranika i sklonostima vezanim za sigurnost i ostvarenje primjerenog nivoa prihoda. Grinblatt et al³⁹, Grinblatt & Titman⁴⁰ analiziraju različite strategije ulaganja investicionih fondova i do koje se mjere investicioni fondovi rukovode pri kupovini akcija istorijskim podacima kao i nivoom uspješnosti ulaganja. Može se zaključiti da postoji nekoliko vrsta ulaganja: konzervativna, uravnotežena i dinamična ulaganja.

Konzervativna strategija ulaganja primjerenija je osiguranicima koji se odlučuju na sigurnost ulaganja uz niže očekivani prihod.

³⁹ Grinblatt, M., Titman, S. & Wermers, R. (1995) Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. *The American Economic Review*. 85 (5), pp. 1088-1105.

⁴⁰ Grinblatt, M. & Titman, S. (2002) *Financial Markets and Corporate Strategy*. Burr- Ridge IL. McGraw-Hill/Irwin.

Karakteristike:

- Mali rizik
- Stabilan prihod
- Optimalan horizont ulaganja: 10 - 20 godina
- Minimalno trajanje osiguranja: 10 godina

Odabirom ove strategije ulaganja vrši se ulaganje u fond koji karakteriše investiranje minimalno 80 % imovine u inostrane investicione fondove koji ulažu u obveznice, a do 15 % imovine u inostrane investicione fondove koji ulažu u akcije najuspješnijih svjetskih kompanija.

Uravnotežena strategija ulaganja primjerenija je osiguranicima koji žele ostvariti optimalan povrat sredstava putem optimalno diverzifikovanog portfelja, uz sigurnost koja proizlazi iz ovakvog načina ulaganja.

Karakteristike:

- Umjeren rizik
- Viši prihod
- Optimalan horizont ulaganja: 20 - 45 godina
- Minimalno trajanje osiguranja: 15 godina

Odabirom ove strategije ulaganja sredstva će biti uložena u investicioni fond koji minimalno 50 % imovine ulaže u inostrane investicione fondove koji ulažu u obveznice te do 50 % imovine u inostrane investicione fondove koji ulažu u akcije najuspješnijih svjetskih kompanija.

Dinamična strategija ulaganja izbor je za one koji pri odluci o ulaganju žele dugoročno ostvarivati viši prihod. U skladu s navedenim mogu očekivati i jednak omjer sigurnosti koja prati ovakvu vrstu ulaganja.

Karakteristike:

- Veći rizik
- Viši prihod
- Horizont ulaganja: 20 - 45 godina
- Minimalno trajanje osiguranja: 15 godina

Ulaganja se vrše u investicioni fond koji investira minimalno 70 % imovine u inostrane investicione fondove koji ulažu u akcije najuspješnijih svjetskih tvrtki, a ostatak (minimalno 20 % imovine) u inostrane investicione fondove koji ulažu u obveznice. Izborom spostvene strategije i pripadajućeg fonda bira se optimalan način ulaganja primjeren željama i mogućnostima osiguranika.

5.3. Rizik ulaganja

Za gotovo sve razvijene finansijske sisteme, pa tako i one sisteme zemalja u tranziciji, karakteristično je da institucionalni investitori kao što su npr. društva za osiguranje, penzijski fondovi, zajednički fondovi, investicioni fondovi i investicione banke, koriste usluge kompanija za procjenu rizika da bi razumjeli vezu između ekonomskih jedinica i njihovih ulaganja u hartije

od vrijednosti⁴¹. Tako se, smatra Chiappe⁴², dokazuje da institucionalni investitori i finansijske institucije vrše usaglašavanje sa regulativom i upravljaju izlaganjem riziku svojih portfelja hartija od vrijednosti. Pri ulaganju u hartije od vrijednosti važni su rizik i profitabilnost ili drugim riječima prinos od ulaganja u hartije od vrijednosti. Rizik je mogućnost da će stvarni prinos od ulaganja u hartije od vrijednosti odstupati od očekivanog prihoda od tog ulaganja. Može se zaključiti da je rizik od ulaganja u hartije od vrijednosti veći što je veće odstupanje i što je veća vjerovatnoća da će se to odstupanje ostvariti⁴³. Radi što jednostavnijeg prikaza mjerenja rizika ulaganja u određene hartije od vrijednosti, potrebno je pretpostaviti da svaki racionalni investitor očekuje da će godišnji prihodi od ulaganja, npr. u obične akcije, zavisiti od niza parametara, od koji su najznačajniji očekivani prinos od ulaganja (srednja mjera) i standardno odstupanje (devijacija) kao mjera odstupanja stvarnog prihoda od očekivanog. Raširenost ili veličina rasporeda vjerovatnoće mogućih prihoda predstavlja stepen neizvjesnosti investitora. Raspored vjerovatnoće sa niskim standardnim odstupanjem od očekivane vrijednosti pokazuje malu raširenost i visok stepen sigurnosti realizacije određenog događaja, dok raspored vjerovatnoće sa visokim standardnim odstupanjem pokazuje visok stepen neizvjesnosti u pogledu mogućeg prinosa takve investicije⁴⁴. Predstavljena očekivana vrijednost je u biti aritmetička sredina koja je pogodna kao mjera središnje tendencije rasporeda vjerovatnoće. Prosječan prinos je umnožena funkcija prihoda koji se ostvaruje svake godine, stoga treba koristiti geometrijsku sredinu godišnjeg prihoda⁴⁵. Rizik portfelja ne zavisi isključivo od same rizičnosti hartija od vrijednosti već i od odnosa između tih hartija od vrijednosti. Relativni rizik investitor može smanjiti raspodjelom hartija od vrijednosti u parove koji su međusobno slabo zavisni. Diverzifikacija je kombinovanje dvije vrste hartija od vrijednosti s ciljem smanjivanja njihovog relativnog rizika.

Kod proizvoda investicionog životnog osiguranja rizik ulaganja se prenosi sa društva za osiguranje na osiguranika čime se društvu omogućuje povećanje profitabilnosti, a potencijalni povrat od ulaganja investicionog životnog osiguranja pruža opciju da osiguravajuće društvo konkuriše investicionim fondovima. Uvođenjem proizvoda osiguranja života vezanog za ulaganja u investicione fondove neminovan je porast premije osiguravajućeg društva, a ono društvo koje među prvima počne nuditi proizvod investicionog životnog osiguranja može privući i nove distribucijske kanale. U slučaju redovne

⁴¹ Ostojić, S. (2007) *Osiguranje i upravljanje rizicima*. Beograd, Data Status.

⁴² Chiappe, R. (2005) Ocjenjivanje rizika – nova industrija u Srbiji. *Beogradska berza*. Beograd.

⁴³ Van Horn, J. C. (1992) *Financijski menadžment*. Zagreb, Mate.

⁴⁴ Gitman, L. J. (2003) *Principles of Managerial Finance*. New York. Addison Wesley.

⁴⁵ Ostojić, S. (2007) *Osiguranje i upravljanje rizicima*. Beograd, Data Status.

štednje s polugodišnjom uplatom štednih uloga, osiguranik može iskoristiti kratkoročne padove cijena na tržištu kapitala i za fiskno utvrđene premije osiguranja kupiti više jeftinijih udjela. Takvi udjeli kasnije postaju, u vrijeme rasta, glavni pokretač pri valorizaciji cijelog portfelja. Životno osiguranje vezano za ulaganja omogućuje individualni pristup osiguraniku jer za svaku od primarnih strategija ulaganja postoji fond ili portfelj po osiguranikovom izboru odnosno koji odgovara različitim situacijama: dinamična, uravnotežena, konzervativna i defanzivna strategija o čemu je ranije u radu naznačeno i pojašnjeno. Dalje, osiguranik mora znati i pratiti što se događa s uloženim finansijskim sredstvima putem konsultanta-savjetnika te je za ovu vrstu osiguranja života vrlo značajna postprodajna podrška kao jedan od instrumenata postprodajnog servisa. Isto tako, neophodno je redovno objavljivati aktuelne cijene jedinica udjela (hartija od vrijednosti) i obavještavati osiguranike kako doći do tih informacija. U cilju utvrđivanja tzv. otpornosti na investicione rizike potencijalni osiguranici prolaze određeni test čiji će rezultati ukazati na odnos konkretnog potencijalnog osiguranika prema samom riziku ulaganja i prihvatu istog. Dakle, neophodno je izvršiti proces profiliranja budućeg osiguranika.

5.4. Računovodstveni aspekti ugovora investicionog osiguranja života

Računovodstvo osiguranja je, samo po sebi, specifično u odnosu na računovodstva trgovinskih, proizvodnih i kompanija registrovanih za obavljanje nekih drugih djelatnosti. Ta uslovljenost proizilazi iz prirode poslovanja društava za osiguranje koja za osnovi cilj poslovanja imaju osiguranje bilo imovine bilo lica od budućih, eventualnih rizika i ostvarenje određenog profita uz maksimalno zadovoljenje potreba osiguranika. U razvijenim privredama, poput Ujedinjenog kraljevstva, dugo godina se veoma malo pažnje posvećivalo posebnostima računovodstvenog praćenja društava za osiguranje, tek pod uticajem Direktive, tadašnje Evropske zajednice, za računovodstvo osiguranja eliminiše se pritisak i brišu izuzeci kojima društva za osiguranje podliježu, a stimuliše se razvoj nove osnove za računovodstveno bilježenje dobiti i rezultata menadžmenta u osiguranju života⁴⁶.

Specifičnosti računovodstva društava za osiguranje uočavaju se u načinu knjiženja pojedinih kategorija i stavki koje su prisutne isključivo kod ove vrste poslovnih subjekata, npr. premije, odštetni zahtjevi, preventiva, režijski dodatak, rezerve sigurnosti, garantne rezerve, matematička rezerva, nezarađena premija, neisplaćeni odštetni zahtjevi, saosiguranje i reosiguranje.

⁴⁶ Horton, J. & Macve, R. (1996) *Accounting for Insurance* [Internet]. OECD Seminar on the Accounting Reform on the Baltic Rim, Oslo, Norway. Available from: London School of Economics <http://www.lse.ac.uk/accounting/pdf/MacveandHortonLIFEOS.pdf> [Accessed 20 March 2014]

Društva za osiguranje imaju obavezu sastavljanja i dostavljanja Agenciji za osiguranje, kao nezavisnom, nadzornom tijelu, tri osnovna finansijska izvještaja: bilans uspjeha, bilans stanja i izvještaj o tokovima novčanih sredstava. Pomenuta tri izvještaja sastavni su dio konsolidovanih izvještaja koje sastavljaju društva za osiguranje jer posluju putem razgranate mreže filijala u zemlji i inostranstvu. Lukić⁴⁷ pojašnjava tehniku sastavljanja konsolidovanih finansijskih izvještaja osiguravajućih kompanija koja se ne razlikuje od konsolidovanih finansijskih izvještaja drugih kompanija, tako konsolidovani bilans uspjeha prikazuje samo prihode i troškove nastale kao posljedica realizovanih eksternih transakcija. Konsolidovani bilans stanja pokazuje samo potraživanje i obaveze prema vanjskim subjektima tj. eksterna potraživanja i obaveze. Tako konsolidovani pomenuti finansijski izvještaji predstavljaju osnovu za nastanak konsolidovanog izvještaja o tokovima novčanih sredstava društava za osiguranje. Svi navedeni izvještaji daju pregled stanja finansijske slike osiguravajućeg društva: bonitet, profitabilnost, finansijsku snagu, performans, kvalitet poslovanja i sl. Korisnici pomenutih podataka su brojni, od osiguranika, akcionara, preko investitora, agencija za nadzor, do javnosti i drugih osiguravača.

U Ujedinjenom kraljevstvu, Horton & Macve⁴⁸ navode da kompanije koje isključivo zaključuju polise investicionog osiguranja života, uglavnom su povezane sa, ili su dio podružnice banaka (bankoosiguravači). Dalje, isti autori ističu razlike polise osiguranja života vezanog za ulaganja i konvencionalnog životnog osiguranja kroz činjenicu da se kod prvih razlika od uvećanog kapitala i veoma često prinosa od fondova ponovo ulaže u investicioni fond, što se reflektuje u uvećanoj vrijednosti jedinica investicionog fonda. Na taj način, osiguranik direktno ima korist od ukupnog rasta prihoda i investicija.

U RS, Pravilnik o obliku i sadržaju nadzornih i statističkih izvještaja društava za osiguranje i reosiguranje objavljen u Službenom glasniku Republike Srpske broj 91/14 od 15. 10. 2014. godine propisuje vrstu, oblik, sadržaj, način i rokove dostavljanja nadzornih i statističkih izvještaja koje društva za osiguranje i reosiguranje sastavljaju na osnovu podataka iz poslovnih knjiga i statističkih evidencija i dostavljaju Agenciji za osiguranje Republike Srpske. Društvo za osiguranje obavezno je da sastavlja:

- 1) Izvještaj o premiji osiguranja (Obrazac P-D),
- 2) Izvještaj o štetama (Obrazac Š-D),
- 3) Bilans stanja (Obrazac BS-D),
- 4) Bilans uspjeha (Obrazac BU-D),

⁴⁷ Lukić, R. (2009) *Računovodstvo osiguravajućih kompanija*. Beograd, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta.

⁴⁸ Horton, J. & Macve, R. (1996) *Accounting for Insurance* [Internet]. OECD Seminar on the Accounting Reform on the Baltic Rim, Oslo, Norway. Available from: London School of Economics <http://www.lse.ac.uk/accounting/pdf/MacveandHortonLIFEOS.pdf> [Accessed 20 March 2014]

- 5) Bilans tokova gotovine (Obrazac TG-D),
- 6) Izvještaj o promjenama na kapitalu (Obrazac PK-D),
- 7) Izvještaj o troškovima sprovođenja osiguranja (Obrazac TSO-D) ,
- 8) Izvještaj o transakcijama sa povezanim licima (Obrazac TPL-D),
- 9) Izvještaj o troškovima pribave i razgraničenim troškovima pribave (Obrazac TP-D),
- 10) Izvještaj o troškovima uprave (Obrazac TU-D),
- 11) Izvještaj o premiji osiguranja i mjerodavnoj premiji u samopridržaju (Obrazac P1-D),
- 12) Analitički izvještaj o premiji životnih osiguranja I (Obrazac PŽ1-D),
- 13) Analitički izvještaj o premiji životnih osiguranja II (Obrazac PŽ2-D),
- 14) Izvještaj o premiji osiguranja od odgovornosti za motorna vozila (Obrazac P-AO-D),
- 15) Izvještaj o obračunatoj premiji i naknadama po prodajnim kanalima (Obrazac KP-D),
- 16) Izvještaj o premiji i štetama za osiguranje od ostalih šteta na imovini (Obrazac OŠI-D),
- 17) Izvještaj o štetama i mjerodavnim štetama u samopridržaju (Obrazac Š1-D),
- 18) Izvještaj o štetama osiguranja od odgovornosti za motorna vozila (Obrazac Š-AO-D),
- 19) Izvještaj o strukturi bruto rezervi za štete (Obrazac RŠ-D),
- 20) Izvještaj o matematičkoj rezervi (Obrazac MR-D),
- 21) Izvještaj o rezervi za učešće u dobiti (Obrazac RUD-D),
- 22) Izvještaj o promjenama kod životnih osiguranja (Obrazac PRŽ-D)
- 23) Izvještaj o regresnim potraživanjima (Obrazac RP-D),
- 24) Izvještaj o neto tehničkom rezultatu za neživotna osiguranja (Obrazac TRNŽ-D),
- 25) Izvještaj o neto tehničkom rezultatu za životna osiguranja (Obrazac TRŽ-D),
- 26) Izvještaj o kvalifikacionoj strukturi i broju zaposlenih (Obrazac KS-D),
- 27) Izvještaj o riješenim štetama - Run-off trougao za IBNR (Obrazac IBNR-LŠ-D),
- 28) Izvještaj o isplaćenim štetama - Run-off trougao za IBNR (Obrazac IBNR-IŠ-D),
- 29) Izvještaj o rezervama za nastale prijavljene štete - Run-off trougao za IBNR (Obrazac IBNR-RŠ-D) i
- 30) Izvještaj o prijavljenim štetama - Run-off trougao za IBNR (Obrazac IBNR-BRŠ-D).

Pravilnik o životnom osiguranju vezanom za ulaganja objavljen u Službenom glasniku Republike Srpske broj 116/06 od 30. 11. 2006. godine, propisuje uslove za obavljanje ove vrste osiguranja života. Tako se, za slučaj da se premija

plaća u fiksnom iznosu, broj jedinica navodi u ugovoru o osiguranju, a povećanje jedinica se vrši dodatkom na premiju. Ako se plaćanje premije osiguranja vrši u ratama tada u polisi osiguranja mora da se navede dio premije koji je na raspolaganju za kreditiranje jedinica za račun ugovarača osiguranje. Ako dolazi do povezivanja polise osiguranja sa internim varijabilnim fondom, društvo za osiguranje ima obavezu da donese akt koji će da sadrži pravila poslovanja tog fonda i način tarifiranja pripadajućih jedinica. U situaciji da dolazi do povezivanja polise sa zajedničkim fondom, koji je odobrio nadležni organ, kada se za neto vrijednost po jedinici smatra neto vrijednost po jedinici ili vrijednost raspolaganja jedinicama zajedničkog fonda (u slučaju da se zajednički fond koristi kao investiciona vrijednost polisa osiguranja), izbor neto vrijednosti po jedinici navodi se u uslovima ugovora o osiguranju. Društvo za osiguranje ima obavezu da navede sve troškove koji se dodaju na neto vrijednost po jedinici tokom važenja polise osiguranja. Isto vrijedi i za penale u slučaju otkupa. Ako polisa osiguranja ima dva dijela, investiranje i pokriće smrti, koji su izraženi u KM na godišnjem osnovu, onda će za dio o investicijama povezanim sa nekom jedinicom važiti ranije pomenuta pravila.

Kad god ugovor o osiguranju predviđa da će se u slučaju kad premija nije plaćena za određeni period, premija za pokriće smrtnih slučajeva nadoknaditi iz djela za investicije, važi sljedeće:

1. Na dan povlačenja jedinica ili dijela jedinica sa računa ugovarača osiguranja, čija vrijednost odgovara premiji za pokriće smrti, premija za pokriće smrti će se podijeliti po vrijednosti jedinica tog dana, a od računa jedinica ugovorene strane izvršiće se oduzimanje u skladu s tim.
2. Na dan kada se gornje oduzimanje izvrši, društvo za osiguranje obavezno je da obavijesti ugovarača osiguranja o potražnom saldu, kao i o povlačenju jedinica iz investicionog djela za troškove pokrića smrti i ostale povezane troškove.

Za obračun pokrića troškova osiguranja povezanog sa investicijama zaštićuje se primjena Cilmmerovog metoda.

Pravilnik dalje propisuje, za vrijednost otkupa smatra se da je vrijednost potražnog salda, jedinica ugovarača osiguranja, umanjena za iznos kažnjavanja otkupa.

Društvo za osiguranje je obavezno da vodi posebnu evidenciju u kojoj će registrovati svoju imovinu kojom raspolaže za pokriće svojih obaveza povezanih sa investicijama.

Društvo za osiguranje je obavezno da pokrije svoje obaveze koje proizilaze iz polisa životnog osiguranja povezanog sa investicijama imovinom koja se odnosi na te obaveze, sa danom uplaćivanja jedinica na račun osiguranika.

Ako društvo za osiguranje raspolaže sa više od jednog internog varijabilnog fonda onda se vode posebni registri. Nakon raspolaganja svakim internim varijabilnim fondom društvo za osiguranje ima obavezu da obavijesti Agenciju za osiguranje Republike Srpske.

Za vođenje pomenutog registra svi dokazni elementi moraju biti na raspolaganju za formiranje neto vrijednosti svih jedinica.

Imovina svakog internog varijabilnog fonda vodi se po tekućim vrijednostima na posebnim računima.

Imovina kojom se raspolaze za pokriće obaveza društva za osiguranje povezanih sa investicijama povjerava se samo jednoj banci koja posluje u Bosni i Hercegovini, Republici Srpskoj. Držanje stranih prenosivih hartija od vrijednosti u banci, a koje kotiraju na stranoj berzi, se može povjeriti banci u inostranstvu sa kojom je banka koja posluje u Republici Srpskoj neposredno povezana. Banka je obavezna da najmanje jedan mjesec ranije obavjesti Agenciju o imovini internog varijabilnog fonda kojom društvo za osiguranje raspolaze. U slučaju da društvo za osiguranje raspolaze sa više od jednog internog varijabilnog fonda, banka je, nakon što je u pisanom obliku obavjestila društvo za osiguranje, obavezna da obavjesti Agenciju o imovini svakog varijabilnog fonda, u skladu sa naznakom društva za osiguranje koja je dostavljena Agenciji.

Društvo za osiguranje postavlja lice koje će biti odgovorno za pojedinosti koje se odnose na navarijabilni fond, a pojedinosti o tom licu (ime, adresa, JMB, broj lične karte), kao i svaku promjenu tog lica i pojedinosti o tom licu dostavlja Agenciji i ona se bilježi u registar.

Pravilnik takođe definiše kojom imovinom društvo za osiguranje može formirati interni varijabilni fond:

1. prenosive hartije od vrijednosti koje kotiraju na berzi u Bosni i Hercegovini, Republici Srpskoj ili zemljama članicama Evropske unije;
2. obveznice i hartije od vrijednosti javnih, ili opštinskih (gradskih) organa Bosne i Hercegovine, Republike Srpske ili zemalja članica Evropske unije, kao i obveznice i dugovne hartije od vrijednosti kreditnih ustanova koji uživaju garanciju Bosne i Hercegovine, Republike Srpske ili zemalja članica Evropske unije;
3. jedinice investicionih fondova u prenosivim hartijama od vrijednosti ;
4. oročeni depoziti u bankama;
5. prenosive hartije od vrijednosti koje kotiraju na inostranim berzama prema odredbama odgovarajućeg nacionalnog zakona;
6. novoizdate hartije od vrijednosti, čije izdavanje uključuje obavezu da u roku od jedne godine kotiraju na berzi Bosne i Hercegovine, Republike Srpske ili zemalja članica Evropske unije;
7. novoizdate hartije od vrijednosti koje se odnose na pokriće akcionarskog kapitala akcionarskih društava sa javnim izdavanjima.

Procjena vrijednosti prenosivih hartija od vrijednosti navedenih u stavu

1. ovog člana vrši se na sljedeći način:

- za imovinu koja je navedena pod rednim brojevima od 1. do. 5 je tekuća vrijednost,
- za imovinu koja je navedena pod rednim brojevima 6. i 7. u stavu je nabavna vrijednost.

Prenosive hartije od vrijednosti koje kotiraju na berzi procjenjuju se na osnovu zaključene vrijednosti berzanskih transakcija u gotovini istog dana. Kad god na inostranim berzama ovo nije izvodljivo zbog vremenske razlike, vrijednost se procjenjuje na osnovu zaključne vrijednosti akcija prethodnog dana.

Ako se prethodnog dana nije obavila ni jedna transakcija i ako se ni jedna transakcija ne obavlja ni tog dana, onda je to vrijednost na dan prije. Ako ni tog dana nije obavljena nikakva transakcija u obzir se uzima posljednja vrijednost ponude ili potražnje.

Za jedinice zajedničkih fondova vrijednost koja se uzima u obzir je vrijednost raspolaganja jedinicama koja se određuje prethodnog dana ili kako je određeno u skladu sa poslednjim objavljivanjem.

Agencija najmanje jednom u dva mjeseca kontroliše posebne evidencije i pokriće rezervi koje odgovaraju polisama osiguranja povezanim sa investicijama te sačinjava izvještaj.

Polise životnog osiguranja povezane sa investicijama moraju izričito navoditi investicionu jedinicu sa kojom su naknade povezane. U slučaju kada su investicione jedinice:

- a) jedinice investicionih fondova u prenosivim hartijama od vrijednosti koji podliježu zakonima Republike Srpske, tada akt o tom uzajamnom fondu čini integralni dio opštih uslova polisa osiguranja povezanih sa investicionim jedinicama;
- b) jedinice “internog varijabilnog fonda”, koji je formiran od imovine društva za osiguranje, onda se sačinjava poseban akt o poslovanju internog varijabilnog fonda koji minimum mora sadržavati sljedeće stavke:
 - elemente imovine društva za osiguranje koji čine “interni varijabilni fond”;
 - način procjene elemenata imovine (aktive) društva za osiguranje koji čine “interni varijabilni fond”;
 - datum formiranja “internog varijabilnog fonda” i vrijednost jedinica nakon izdavanja;
 - obračun vrijednosti jedinica;
 - način raspodjele dobiti.

U slučaju životnog osiguranja povezanog sa jedinicama uzajamnih fondova kojima se ne može raspolagati u Republici Srpskoj i Bosni i Hercegovini, i u slučaju da se cijena po jedinici određuje više nego jednom jedinicom uzajamnog fonda, onda će se primjenjivati odredbe navedene pod b.

Posebni akti “internog varijabilnog fonda” čine sastavni dio opštih uslova ugovora životnog osiguranja povezanog sa investicijama.

Opšti uslovi ugovora životnog osiguranja povezanih sa investicijama moraju sadržavati i posebne uslove u kojima se navodi:

- a) vrijeme uplate jedinica na račun osiguranika. Vrijeme između plaćanja premija i uplate jedinica ne može prelaziti sedam radnih dana;
- b) vrijeme određivanja jedinične cijene investicije u slučaju nadoknade ili otkupa polise osiguranja. U slučaju nedostatka neodređivanja, važeća cijena je cijena na dan plaćanja.

Na prvoj strani polise osiguranja treba da bude navedena podjela plaćenog iznosa ugovarača osiguranja:

- a) ukupan plaćeni iznos,
- b) iznos koji će se investirati,
- c) vrijednost jedinica,
- d) broj jedinica.

Na kraju finansijske godine društvo za osiguranje prosljeđuje ugovaraču osiguranja izvještaj koji sadrži najmanje sljedeće podatke:

- a) ukupne iznose koje je ugovarač osiguranja platio,
- b) ukupne iznose koji će se investirati,
- c) ukupan broj jedinica,
- d) vrijednost jedinice,
- e) stavke u koje su uložene jedinice i koje navode njihove vrijednosti, naročito za:
 - 1) akcije, kupoprodajnu cijenu,
 - 2) neto vrijednost jedinica uzajamnih fondova,
 - 3) kupoprodajnu cijenu dugovnih hartija od vrijednosti.

Neto vrijednost jedinice investicije polisa životnog osiguranja povezanog sa investicijama, cijena po kojoj se nudi investicija, kao i otkupna cijena jedinice, obračunavaju se svakog radnog dana i objavljuju u dnevnim novinama narednog dana, o čemu se brine društvo za osiguranje.

Na zahtjev Agencije, društvo za osiguranje je obavezno da o svom trošku sprovede objavljivanje s ciljem objašnjavanja i ispravljanja, u slučaju da je javnost pogrešno obavještena prethodnim oglašavanjima.

U slučaju povlačenja, ako se ugovor odnosi samo na investicije, smatra se da je ukupna premija povezana sa investicionim jedinicama. Društvo za osiguranje nadoknađuje iznos koji odgovara vrijednosti otplate tih jedinica. Vrijednost otplate je vrijednost koja je objavljena jedan dan nakon objavljivanja povlačenja društva za osiguranje.

U slučaju da ugovor osim investicije predviđa i garantno pokriće, onda se od ukupne premije oduzima premija koja odgovara garantnom pokriću od kog se može zadržati mjesečna komercijalna premija.

Za bilans ukupne premije smatra se da je povezan sa investicionim jedinicama. Društvo za osiguranje nadoknađuje iznos koji odgovara vrijednosti otplate tih jedinica. Vrijednost otplate je vrijednost koja je objavljena jedan dan nakon objavljivanja povlačenja društva za osiguranje.

Kontni okvir za društva za osiguranje kao sastavni dio Pravilnika o kontnom okviru i sadržini računa u kontnom okviru za društva za osiguranje, koji je objavljen u Službenom glasniku Republike Srpske, broj 90/09 i 93/09.

6. OTVORENA INOVACIJA

Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) razradila je koncept nacionalnog inovacionog sistema koji predstavlja jedan skup institucija koje kako zajednički tako i pojedinačno doprinose razvoju novih tehnologija, a vlade aktivno rade na razvijanju i uvođenju politika koje podstiču proces inovacija u privredi matičnih zemalja. Prema tom sistemu, inovaciju se smatra društvenim procesom s mnogo različitih učesnika, a njihovo društveno okruženje uključuje pet kategorija organizacija, kao što slijedi: kompanije, univerziteti, istraživački instituti (istraživačke organizacije), organizacije koje podstiču naučni i tehnološki napredak (npr. organizacije koje se bave tehnološkim transferima, komore i sl.) i sama država (kroz resorna ministarstva). Ističe se kako su se zbog bržeg tehnološkog razvoja, rastuće i globalne konkurencije životni ciklusi proizvoda i usluga značajno skratili.

Dalje, to traži brži i efikasniji razvoj novih proizvoda i usluga. Za postizanje konkurentnosti, stalne promjene na tržištu postavljaju pred preduzeća izazove u smislu da se u svom poslovanju otvore prema vani, dok istovremeno postaju osjetljivi u odnosu na spoljašnje znanje i ideje, koje dovršavaju njihov interni proces istraživanja i razvoja. Za razvoj uspješnih inovacija potrebna je sve veća integracija različitih tehnologija, što dovodi do povećanja troškove i određenih rizika poslovanja, kao i otežanog poslovanja uopšte. Neophodno je da preduzeća primijene interdisciplinarni pristup, posegnu za komplementarnim znanjem i tehnologijama izvan svoje poslovne organizacije. Chesbrough⁴⁹ prikazuje uticaj i ekonomske pritiske na inovacije zbog promjena poslovnog okruženja, gdje su se prihodi od prodaje zbog kraćih životnih ciklusa proizvoda smanjili, a troškovi internog razvoja inovacija uvećali. Dovodi se u pitanje opravdanost ulaganja u zatvorene inovacije. Upotrebu modela otvorenih inovacija u tvrtki Chesbrough⁵⁰ opravdava činjenicom da postoji mnogo veća fleksibilnost, čime se preduzećima otvaraju brojne mogućnosti i pruža vrijeme za donošenje odluka u pogledu inovacija. U slučaju da kompanija nije zadovoljna određenim inovacijama ili da se iste ne uklapaju u poslovni model, može ih ponuditi na prodaju drugim kompanijama putem licence, prodaje tehnologije ili osnivanja "spin-off" preduzeća. Pojedini autori ističu da proces otvorenog inoviranja omogućuje mobilnost znanja visokokvalifikovanog kadra. Uz pravilnu integraciju eksternih resursa i u pravnom smislu adekvatno podržanim učešćem

⁴⁹ Chesbrough, H. W. (2007). *Open innovation: the new imperative for creating and profiting from technology*. Boston (Mass.): Harvard Business School Press.

⁵⁰ Chesbrough, H. W. (2011). *Everything You Need to Know About Open Innovation*, <http://www.forbes.com/sites/henrychesbrough/2011/03/21/everything-you-need-to-know-about-open-innovation/> [Accessed 25 March 2014]

inovatora na tržištu, otvorena inovacija znači korak naprijed u izgradnji neprocjenjive konkurentске prednosti. Chesbroughovo tumačenje⁵¹ odnosi se na spoljni aspekt otvorenog inoviranja koji podrazumijeva uvođenje ideja i tehnologija u kompanije, a potom i unutrašnji aspekt, prema kojem se ideje i tehnologije koje se ne koriste ili su nedovoljno u upotrebi u kompaniji, prenose u inovacijske procese izvan poslovne organizacije. Za kompanije otvorene inovacije predstavljaju profitabilniji način inoviranja, jer se njime mogu smanjiti troškovi razvoja, povećati brzina izlaska na tržište, povećati diferencijacija na tržištu i ostvariti novi izvori prihoda. Prema Lee et al⁵² mala i srednja preduzeća koriste eksterne resurse primarno kao način za pristup kanalima marketinga i prodaje. Za njih je koncept otvorenih inovacija važan, jer posjeduju potrebnu fleksibilnost i specifične vještine, međutim, u isto vrijeme nemaju potrebne kapacitete kako bi sami upravljali inovacionim resursima. U slučaju kompleksne tehnologije, koju mala i srednja preduzeća ne razvijaju sama, za potrebe upravljanja tim tehnologijama vrlo su značajna i neophodna znanja i izvan kompanije. Mulej (2008: 8) upravljanje inovacijama pojašnjava i razlikuje dvije faze: menadžment stvaranja inovacija – kao novih i potencijalno obećavajućih ideja i menadžment inovacija – kao procesa u kojem se nešto što je u principu već postalo inovacija, provodi među korisnicima i proširuje među ljudima pomoću difuzije inovacija. Inovacijski menadžment kako ga tumače pojedini autori podrazumijeva da poslovna poduzeća vode sveobuhvatnu politiku pronalaženja inovacija kako bi ista održala i ojačala svoju poziciju (kao i poziciju firme uopšte) u odnosu na konkurente. Dalje, predstavlja razumno usklađivanje težnje za promjenama, savlađivanje procesa i metoda kod tih promjena, postizanje novih odnosa na poslu ili usavršavanje znanja i kvalifikacija. Ističe se da je od svih vrsta inovacija najvažnija i najuticajnija inovacija menadžmenta. Pravi se razlika između inovacijskog menadžmenta i rutinskog tako se, kod prvog radi o otkrivanju, razvijanju i provođenju inovacija, a ne o dobro uspostavljenoj, svakodnevnoj, ponavljajućoj praksi (rutini). Inovacijski menadžment ima zadatak da ekonomično, efikasno i na bazi uspješnog ostvarivanja i otkrivanja provodi i primjenjuje novosti koje će postati *inovacije*, kada se za njih odluče korisnici/klijenti/kupci, koji ustanove, da im novosti donose određene koristi. Kod toga je vrlo važno, da se inovacije nadopunjuju praksama koje se često mogu usavršiti kako bi postale jednostavnije, ekonomičnije i produktivnije. Dodana vrijednost po zaposlenom kao važan finansijski pokazatelj uspješnosti poslovanja preduzeća, na osnovu spoznaja i zaključaka različitih autora u velikoj mjeri zavisi od stepena inovacije proizvoda i stepena inovacije procesa tvrtke. Postavlja se pitanje: ko vodi ključnu ulogu u razvoju inovacione djelatnosti kompanija? Glavna odluka o rastu i povećanju inovacija poslovnih subjekata

⁵¹ Ibid

⁵² Lee, S., Park, G., Yoon, B., Park, J. (2010). Open innovation in SMEs — An intermediated network model. *Research Policy*, (39), str. 290–300.

ne leži u rukama države, regionalnih i lokalnih institucija, već na strani vlasnika, preduzetnika i menadžera. Potrebno je naglasiti koliko je važan način na koji uprava preduzeća percipira procese vezane uz inovacije, u koje je procese usmjeren menadžment inoviranja i koliko je isti inovativan, jer sve to zajedno, utiče na konkurentnost preduzeća, a time i na stvaranje dodane vrijednosti poslovne organizacije i za kupce, a time i u generisanju dodane vrijednosti za preduzeće, a ne samo u stvaranju novih proizvoda, usluga ili procesa. Chesbrough⁵³ smatra da otvoreni model inoviranja zahtijeva jasan angažman i podršku od samog vrha odnosno najviših nivoa upravljanja preduzeća, a kako bi se to omogućilo, neophodna je profitabilnost i potvrda potencijalne vrijednosti novih projekta na tržištu. U primjeni modela otvorenog inoviranja preduzeće djeluje samostalno i savladava sve izazove poput adekvatne zaštite intelektualnog vlasništva, dok ugovorima precizno postavlja način i parametre saradnje sa eksternim partnerima. Među najvažnijim faktorima koji utiču na veću inovacijsku djelatnost preduzeća su: adekvatno komuniciranje i predstavljanje vizije i misije preduzeća svim zaposlenima, podrška menadžmenta razvoju i inovativnosti djelatnosti, adekvatna kultura preduzeća (istorijat sistema, stil upravljanja, unutrašnja komunikacija, odgovarajući sistem vrijednosti, stav prema razvoju, kreativnosti, učenje, rizici, timski rad, sistem nagrađivanja i dr.), tržišna orijentacija, kompetencija i motiviranost zaposlenih, adekvatna organizacijska struktura koja omogućuje veću fleksibilnost.

7. ZAKLJUČAK

Savremeno tržište životnog osiguranja u BiH je tek u začetku, ne postoje dovoljno razvijene, savremene institucije tržišta. Iz tog razloga su dragocjena iskustva zemalja u tranziciji, jer nas na svojevrsan način usmjeravaju na procese i promjene koji neizostavno slijede u daljnjem razvoju BiH. Ova iskustva su svakako bitna i treba da posluže za izbjegavanje nepotrebnih grešaka i lutanja u tim procesima, čime bi se omogućio brži privredni razvoj i rast, što je, u stvari, i osnovni cilj reformi.

Stvarnost u BiH i dalje karakterišu neriješeni mnogobrojni problemi političke prirode, koji su prouzrokovali nizak nivo privrednog razvoja i visoku stopu nezaposlenosti, što usporava finansijsku konsolidaciju privrednih subjekata, povećava njihovu insolventnost i nelikvidnost podiže na zabrinjavajući nivo. Time se otvara mogućnost za razvijanje neloyalne konkurencije koja postepeno dovodi u pitanje egzistenciju osiguravajućih društava na tržištu.

Neefikasnost države u rješavanju problema na tržištu i stvaranju povoljnog okruženja za poslovanje posebno je izražena. Sve ovo ima za posljedicu lakšu kupovinu domaćih osiguravajućih društava od strane inostranih kompanija koje su dočekle povoljno vrijeme za ulazak na tržište ili za proširenje postojećih kapaciteta na tržištu.

⁵³ Chesbrough, H. W. (2007). Open innovation: the new imperative for creating and profiting from technology. Boston (Mass.): Harvard Business School Press.

Uprkos ekonomskim pokazateljima koji ukazuju na značajno učešće osiguravajućih društava na domaćem finansijskom tržištu, u BiH djelatnost osiguranja, a posebno osiguranje života, nije dovoljno razvijeno. BiH se već godinama nalazi na začelju evropske i svjetske rang liste koja se sastavlja na osnovu pokazatelja o finansijskom učešću premija osiguranja u ekonomijama pojedinih zemalja.

I pored nezavidne trenutne situacije, kada je u pitanju osiguranje života i potencijal za skoro uvođenje proizvoda investicionog životnog osiguranja, može se reći da ono, pokazuje izvjestan trend rasta. Ovaj trend će biti utoliko više izražen ukoliko dođe do stabilizacije političkih i ekonomskih prilika, te rasta životnog standarda i plata stanovništva u BiH. Stoga marketing strategija kompanija za životno osiguranje mora biti usmjerena na prezentaciju svih prednosti ovog osiguranja, kao vida štednje i obezbjeđenja finansijske stabilnosti stanovništva. Samo tako će osiguranje života u BiH postepeno zadobiti ono mjesto koji ima u razvijenim evropskim zemljama.

Realno sagledavajući ukupno stanje i našu poziciju u okviru evropskog sistema zaštite života neophodno je uskladiti i harmonizovati položaj finansijskih uslužnih investicionih subjekata sa komunitarnom strukturom Evropske unije respektujući Direktive ove asocijacije zemalja. Jedinstven cilj ovih Direktiva je stvaranje slobodnog tržišta pružanja usluga osiguranja života na cijelom prostoru Evropske unije pod istim uslovima osnivanja i poslovanja osiguravajućih kompanija.

LITERATURA:

1. Barac, Z. & Latković, M. (1999) Kako riješiti problem odabira portfelja na hrvatskom tržištu kapitala. *Hrvatsko gospodarstvo u tranziciji*. pp. 143. Zagreb, Ekonomski Institut.
2. Beck, T & Webb, I. (2002) Determinants of Life Insurance Consumption Across Countries. *The World Bank Development Research Group*.
3. Black, F. & Kaplan, R (1973) Yes, Virginia, There Is Hope: Tests of the Value Line Ranking System. *Financial Analysts Journal*. 29 (5), pp. 10, 12, 14, 92.
4. Chen, N., Roll, R. & Ross, S. (1986) Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*. 59(3), pp. 383-403.
5. Chesbrough, H. W. (2007). Open innovation: the new imperative for creating and profiting from technology. Boston (Mass.): Harvard Business School Press.
6. Chesbrough, H. W. (2011). Everything You Need to Know About Open Innovation, <http://www.forbes.com/sites/henrychesbrough/2011/03/21/everything-you-need-to-know-about-open-innovation/> [Accessed 25 March 2014]
7. Chiappe, R. (2005) Ocjenjivanje rizika – nova industrija u Srbiji. *Beogradska berza*. Beograd.
8. Eror-Matić, B. & Latković, M. (2002) Uspješnost poslovanja investicijskog fonda: mirovinska reforma i problem odabira fonda. *Financijska teorija i praksa*. 26 (2), pp. 447-461.

9. Fama, E. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. 25 (3), pp. 383-417.
10. Gitman, L. J. (2003) *Principles of Managerial Finance*. New York. Addison Wesley.
11. Grinblatt, M. & Titman, S. (2002) *Financial Markets and Corporate Strategy*. Burr-Ridge IL. McGraw-Hill/Irwin.
12. Grinblatt, M., Titman, S. & Wermers, R. (1995) Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. *The American Economic Review*. 85 (5), pp. 1088-1105.
13. Haugen, R. (1995) *The New Finance: The Case Against Efficient Markets*. Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall.
14. Haugen, R. (1996) Finance from a New Perspective. *Financial Management*. 25 (1), pp. 86-97.
15. Horton, J. & Macve, R. (1996) *Accounting for Insurance* [Internet]. OECD Seminar on the Accounting Reform on the Baltic Rim, Oslo, Norway. Available from: London School of Economics <http://www.lse.ac.uk/accounting/pdf/MacveandHortonLIFEOS.pdf> [Accessed 20 March 2014]
16. Hunt, J. (2003) *Variable Universal Life Insurance: Is it Worth it?* [Internet]. Washington DC, CFA. Available from: Consumer Federation of America <<http://www.consumerfed.org/pdfs/vulreport0203.pdf>> [Accessed 31 March 2014]
17. Jednak, J. (2007) *Finansijska tržišta*. Beograd, Beogradska Poslovna Škola.
18. Lee, S., Park, G., Yoon, B., Park, J. (2010). Open innovation in SMEs — An intermediated network model. *Research Policy*, (39), str. 290–300.
19. Lukić, R. (2009) *Računovodstvo osiguravajućih kompanija*. Beograd, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta.
20. Markowitz, H.M. (1952) Portfolio selection. *Journal of Finance*. 7 (1), pp. 77-91.
21. Ostojić, S. (2007) *Osiguranje i upravljanje rizicima*. Beograd, Data Status.
22. Paunović, M. (2007) *Novi proizvodi životnog osiguranja*. [Internet]. <aktuari.googlepages.com/UNITLINKEDproizvodisr.pdf > [Accessed 1 March 2014]
23. Pravilnik o kontnom okviru i sadržini računa u kontnom okviru za društva za osiguranje, Službeni glasnik Republike Srpske, broj 90/09 i 93/09.
24. Pravilnik o životnom osiguranju vezanom za ulaganja, Službeni glasnik Republike Srpske, broj 116/06.
25. Roll, R. (1981) A Possible Explanation of the Small Firm Effect. *Journal of Finance*. 36, pp. 879-888.
26. Roll, R. (1983) On Computing Mean Returns and the Small Firm Premium. *Journal of Financial Economics*. 12 (3), pp. 371-386.
27. Samuelson, P. (1965) Proof the Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*. Spring 1965, pp. 41-50.
28. Sharpe, W.F. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*. 19 (4), pp. 425-442.
29. Sharpe, W. F. (1994) The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management*. Fall 1994.

30. Tišma, N. (2008) Generator rasta premije životnih osiguranja. *Svijet osiguranja*. XI (10), pp. 14-17.
31. Van Horn, J. C. (1992) *Financijski menadžment*. Zagreb, Mate.
32. Zakon o društvima za osiguranje, Službeni glasnik Republike Srpske, broj 17/05, 01/06 i 64/06.
33. Zakon o investicionim fondovima, Službeni glasnik Republike Srpske, broj 92/06.
34. Zakon o obligacionim odnosima, Službeni glasnik Republike Srpske, broj 17/93 i 3/96.
35. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, Službeni glasnik Republike Srpske, broj 92/06.
36. www.azobih.gov.ba
37. www.azors.rs.ba
38. www.cea.eu
39. www.insuranceeurope.eu
40. www.komvp.gov.ba
41. www.secrs.gov.ba
42. www.svijetosiguranja.eu
43. www.swissre.com