

Dr. sc. Mirjana Hladika

Viši asistent
Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu
E-mail: mhladika@efzg.hr

Marija Marić, mag. oec.

Studentica
Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu

ANALIZA INVESTICIJSKOG PORTFELJA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE U REPUBLICI HRVATSKOJ

UDK / UDC: 330.322:368.03](497.5)

JEL klasifikacija / JEL classification: G11, G22

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 10. srpnja 2014. / July 10, 2014

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 19. studenog 2014. / November 19, 2014

Sažetak

Društva za osiguranje su vrlo važni institucionalni investitori na financijskom tržištu. Iz temeljne djelatnosti društava za osiguranje proizlazi značaj investicijskih aktivnosti i kreiranja investicijskog portfelja. U radu se analizira struktura investicijskog portfelja društava za osiguranje u razdoblju od 2007. do 2012. godine te se analiziraju kretanja i trendovi na nacionalnom i međunarodnom tržištu osiguranja. Rezultati istraživanja pokazuju da je u promatranom razdoblju, kojeg obilježava globalna financijska kriza, došlo do preslagivanja investicija u investicijskom portfelju, što je uslijedilo kao posljedica strožih regulatornih zahtjeva i ograničenja pri kreiranju investicijske politike. Analizom je utvrđeno da su povećana ulaganja u sigurnije financijske instrumente (državne obveznice i depozite banaka), a smanjena ulaganja u rizične financijske instrumente poput dionica i udjela u investicijskim fondovima. Kod životnih osiguranja najveći dio ulaganja klasificiran je u ulaganja koja se drže do dospijeca i financijsku imovinu raspoloživu za prodaju, dok kod neživotnih osiguranja dominiraju zajmovi i potraživanja, a podjednako su zastupljena ulaganja koja se drže do dospijeca i financijska imovina raspoloživa za prodaju temeljem čega se zaključuje da se najveći dio investicijskog portfelja društava za osiguranje naknadno mjeri po amortiziranom trošku, a smanjuje se udio investicijskog portfelja koji se naknadno mjeri po fer vrijednosti.

Ključne riječi: teorije upravljanja portfeljem, regulatorna ograničenja i investicijski portfelj, životna i neživotna osiguranja, računovodstveni tretman financijske imovine, financijska kriza, Hrvatska

1. UVOD

Nedavni trendovi globalizacije i deregulacije utjecali su na slabljenje uloge tradicionalnih bankovnih institucija i jačanje uloge društava za osiguranje kao financijskih posrednika. Društva za osiguranje važni su sudionici financijskog tržišta i predstavljaju bitan čimbenik gospodarskog razvoja svake zemlje. Primarna funkcija društava za osiguranje je osiguranje pojedinaca od opasnosti koje donosi neizvjesna budućnost. U gospodarskom smislu, osiguranje predstavlja instrument kojim pojedinac relativno mali iznos premije osiguranja zamjenjuje za relativno velik i neizvjestan financijski gubitak koji bi bio moguć kad ne bi bilo osiguranja. Istraživanjem su obuhvaćena društva za osiguranje koja se bave poslovima životnog i neživotnog osiguranja.

Iz temeljne djelatnosti društava za osiguranje proizlazi značaj investicijske djelatnosti i kreiranje investicijskog portfelja. Najvažnija pozicija u aktivni društava za osiguranje je investicijski portfelj koji se kreira ulaganjem sredstava prikupljenih od naplate premija po osnovi zaključenih ugovora o osiguranju. Prilikom kreiranja investicijskog portfelja važno je osigurati optimalan odnos prinosa i rizika, a spomenuto se osigurava kroz pridržavanje regulatornih zahtjeva i vođenje snažne investicijske politike. Cilj je društava za osiguranje oblikovanje stabilnog investicijskog portfelja koji će svojom veličinom i kvalitetom osigurati dovoljno sredstava za pokriće rizika preuzetih osiguranjem, pokriće troškova poslovanja osiguravajućeg društva i ostvarenje zarade. Društva za osiguranje svojom strategijom ulaganja pridonose razvoju svih segmenata financijskog tržišta, odnosno njihova razborita, promišljena, a ujedno i konzervativna strategija ulaganja pridonosi stabilizaciji gospodarstva neke zemlje i društvene zajednice u cjelini.

U radu su sistematizirane i objašnjene teorije upravljanja portfeljem te su sustavno izneseni regulatorni zahtjevi koji određuju okvire i strukturu investicijskog portfelja društava za osiguranje. Također, u radu je provedena analiza strukture investicijskog portfelja društava za osiguranje koja posluju u Hrvatskoj te je dana usporedba u odnosu prema investicijskom portfelju društava za osiguranje u odabranim zemljama. U radu je ukazano na utjecaj financijske krize na promjenu strukture ulaganja društava za osiguranje u promatranom razdoblju.

U istraživanju su korišteni sekundarni izvori podataka koji su obrađeni primjenom relevantnih znanstveno istraživačkih metoda od kojih se kao najvažnije spominju metoda indukcije i dedukcije, metoda kompilacije i

komparacije, dok su podaci prikupljeni iz financijskih izvještaja obrađeni metodama deskriptivne statistike.

Članak pruža važan doprinos znanstvenicima u istraživanju razine razvijenosti financijskog tržišta u zemljama u razvoju, uloge društava za osiguranje kao financijskog posrednika na razvijenim tržištima i tržištima u razvoju te služi kao vrijedna podloga za provedbu komparativne analize sa susjednim zemljama u području analize investicijske strategije društava za osiguranje.

2. PREGLED TEORIJA UPRAVLJANJA PORTFELJEM

Krajem 19. stoljeća u Lausanne u Švicarskoj, izvođenjem teorije matematičke ravnoteže, Léon Walras i Vilfredo Pareto započeli su razvoj teorija upravljanja portfeljem (Krišto, 2007., str. 72). Tradicionalna teorija portfelja temeljila se na jednostavnim kvantitativnim i kvalitativnim metodama, a budući da se prema toj teoriji, bez podrobnije analize rizika i prinosa, struktura vrijednosnih papira u portfelju prilagođavala potrebama investitora, bila je prilično neprecizna i subjektivna (Anđelinović, 2011., str.80).

Teorija upravljanja portfeljem doživjela je prekretnicu objavom članka „Portfolio selection“ američkog nobelovca Harryja M. Markowitza 1952. godine u časopisu „Journal of Finance“ (Rubinstein, 2002., str. 1043). Taj je događaj označio početak moderne teorije portfelja koja se dalje razvijala u pozitivnom i normativnom smjeru. Dok se normativni smjer teorije portfelja bavio ponašanjem i odlukama racionalnog investitora koji teži maksimiziranju svojega bogatstva u uvjetima neizvjesnosti, predstavnici pozitivnog smjera (CAPM i APT) usredotočili su se na proučavanje tržišne ravnoteže pod uvjetom da se investitori ponašaju racionalno, tj. u skladu s normativnom teorijom portfelja (Anđelinović, 2011., str. 82).

Krajem 20. stoljeća razvila se i nova faza teorije upravljanja portfeljem, postmoderna teorija portfelja. Ta se faza naslanja na zaključke moderne teorije portfelja. Raščlanjuje varijabilnost portfelja na dvije komponente, pozitivnu i negativnu varijabilnost, a kako investitor teži pozitivnoj varijabilnosti, usredotočuje se na rizik kretanja cijene vrijednosnice na niže kao na kategoriju koju diversifikacijom želi smanjiti (Rasiah, 2012., str. 70-71).

2.1. Markowitzev model

Harry M. Markowitz, glavni predstavnik moderne teorije portfelja, u svojoj je knjizi „*Portfolio selection: efficient diversification of investments*“ objavljenoj 1959. godine razvio teoriju prema kojoj se rizik i prinos mogu uravnotežiti u dobro odabranoj kombinaciji vrijednosnica, odnosno portfelju.

Osnovne pretpostavke za funkcioniranje Markowitzevog modela su (Markowitz, 1952., str. 77-91):

- 1) investitori žele maksimizirati svoju ekonomsku korisnost u određenom razdoblju,
- 2) funkcija korisnosti investitora je funkcija očekivanih prinosa i varijance očekivanih prinosa,
- 3) investitori su racionalni i imaju averziju prema riziku te između dva jednako rizična portfelja preferiraju onaj s višim prinosom, a između dva portfelja s jednakim prinosom preferiraju manje rizičan portfelj,
- 4) investitori raspoložu svim informacijama relevantnim za donošenje odluka,
- 5) distribucija očekivanih prinosa je normalna,
- 6) nema transakcijskih i poreznih troškova.

U skladu sa svojom funkcijom korisnosti i stupnjem averzije prema riziku, racionalni investitor odabrat će portfelj s efikasne granice (efikasni portfelj). Prema Anđelinović (2011., str. 86-87), efikasni portfelj je dominantan portfelj koji predstavlja niz Pareto optimalnih kombinacija prinosa (mjereno očekivanom vrijednošću) i rizika (mjereno varijancom). Kako bi se oblikovao efikasan portfelj, Markowitz (1952., str. 77) predlaže diversifikaciju portfelja kojom je moguće eliminirati njegov specifični rizik. Naime, specifični se rizik odnosi na utjecaj pojava i prilika specifičnih za poduzeće koje izdaje vrijednosnice te se, za razliku od tržišnog rizika, može izbjeći diversifikacijom portfelja. Prema tome, uz pretpostavku raspolaganja svim potrebnim informacijama, Markowitzevim modelom moguće je oblikovati portfelj koji na određenom stupnju rizika donosi najveću stopu prinosa, odnosno portfelj koji za zadanu stopu prinosa ima minimalan rizik (Jerončić i Aljinović, 2011., str. 585).

2.2. Model procjenjivanja kapitalne imovine

Model procjenjivanja kapitalne imovine (CAPM) naslanja se na zaključke i pretpostavke Markowitzevog modela, a zasluge za prvi CAPM model mogu se pripisati Jack L. Traynoru (French, 2003., str. 61). Ipak, njegovim začetnicima smatraju se William Sharpe, John Lintner i Jan Mossin (Akdeniz, Altay-Salih i Aydogan, 2000., str. 1). Oni su rizik podijelili na dio koji se može i dio koji se ne može smanjiti diversifikacijom, te su Markowitzevu modelu dodali pretpostavku o postojanju nerizičnih vrijednosnica koje donose potpuno siguran očekivani prinos, ne koreliraju s rizičnom imovinom, a standardna devijacija takvih vrijednosnica jednaka je nuli. Ulaganjem u kombinaciju rizičnog portfelja i nerizične imovine postiže se bolje investicijsko rješenje nego na Markowitzevoj efikasnoj granici.

CAPM je usvojio sve bitne elemente Markowitzevog modela, pa tako i većinu njegovih pretpostavki. Naime, usvojene su pretpostavke o savršenosti tržišta (ne postoje porezi, transakcijski troškovi, inflacija ni promjene u kamatnim stopama), kao i pretpostavka da su investitori racionalni i da imaju averziju prema riziku te je, s ciljem olakšavanja primjene CAPM-a, dodano nekoliko novih pretpostavki (French, 2003., str. 64):

- 1) tržište kapitala je efikasno, informacije su besplatne i istovremeno su dostupne svim investitorima, a budući da svaki investitor posjeduje efikasan portfelj, tržišni portfelj (suma tih portfelja) također je efikasan,
- 2) svi investitori imaju ista očekivanja u vezi s očekivanim prinosima i rizicima,
- 3) nerizično pozajmljivanje/uzajmljivanje dostupno je investitorima po istoj nerizičnoj stopi, neovisno o količini,
- 4) investitori svojim ponašanjem na tržištu ne mogu promijeniti cijenu vrijednosnica.

Dok su neke vrijednosnice i portfelji izrazito osjetljivi na promjene na tržištu, drugi su puno stabilniji. Investitore prvenstveno zanima kako će dodavanje nove vrijednosnice u diversificirani portfelj utjecati na ukupnu rizičnost portfelja. Prema CAPM-u, upravo osjetljivost pojedinačnih dionica na promjene u povratu tržišnog portfelja određuje povrat koji investitor može očekivati od neke dionice (Bendeković, 2000., str. 1293). Ta osjetljivost na tržišna kretanja može se procijeniti na osnovi prethodnih kretanja i mjeri se beta koeficijentom. Po CAPM-u, beta koeficijent je ključna veličina koja uz nerizičnu kamatnu stopu pokazuje profitabilnost i volatilnost neke investicije (Krišto, 2007., str. 80). Predstavlja kovarijancu prinosa na vrijednosnicu i tržišni portfelj, tj. opisuje vezu prinosa na promatranu vrijednosnicu u odnosu prema tržišnom portfelju (Anđelinović, 2011., str. 95). Odnosno, beta koeficijent je brojčani zapis tržišnog rizika, a njegova je kalkulacija u biti usporedba između kretanja pojedinačne dionice (ili portfelja) i kretanja cjelokupnog tržišta. Vrijednosnice na višem stupnju tržišnog rizika imaju veći beta koeficijent tako da uključivanje vrijednosnice s višim stupnjem beta koeficijenta povećava rizičnost portfelja i suprotno (Anđelinović, 2011., str. 96). Budući da prosječni investitor ima averziju prema riziku, u interesu mu je uključivanje vrijednosnice s nižim beta koeficijentom, a velika potražnja za takvim vrijednosnicama povisuje njihovu cijenu i posljedično smanjuje njihov prinos. Iz ovoga proizlazi zaključak koji je u samoj srži CAPM-a, da vrijednosnice s višim tržišnim rizikom mjerenim beta koeficijentom, zahtijevaju viši očekivani prinos, a vrijednosnice s nižim rizikom, niži prinos (Anđelinović, 2011., str. 95). Testiranja beta koeficijenta dovela su do zaključka da je taj pokazatelj dobro sredstvo strukturiranja portfelja, ali su pokazala njegove nedostatke u primjeni kod procjene troška kapitala individualnih investicija (Palmiter, 2003.).

2.3. Arbitražna teorija vrednovanja (APT)

Arbitražna teorija vrednovanja (APT) jedan je od „multi-indeks“ modela u kojem se kovarijance pojedinih vrijednosnih papira povezuju s dva ili više čimbenika, uključujući i tržište (Krišto, 2007., str. 80). Začetnik tog modela je Stephen Ross (Ross, 1976.) koji je razvio teoriju vrednovanja financijske imovine zasnovane na konceptu arbitraže i zakona jedne cijene (Huberman i Wang, 2005., str. 1).

Kao i CAPM, APT polazi od pretpostavke da ne postoji korelacija između specifičnih rizika dviju vrijednosnica, nego samo korelacija između tržišnih rizika. Razlika između tih dvaju modela je što CAPM smatra da je samo jedan čimbenik, beta koeficijent, dovoljan u funkciji mjere tržišnog rizika, dok APT smatra da na razine tržišnog rizika i očekivanog prinosa utječe više čimbenika (kao na primjer inflacija, promjene BDP-a, promjene i kretanja kamatnih stopa i ostalo) te da postoji određeni stupanj osjetljivosti vrijednosnice na kretanje pojedinog čimbenika (Anđelinović, 2011., str. 115-116). Mogućnost uključivanja različitih makroekonomskih varijabli osigurava APT-u preciznost i točnost te veću razinu signifikantnosti u modeliranju budućeg prinosa portfelja. Pretpostavke APT-a su (Huberman i Wang, 2005., str. 5-8):

- 1) investitori imaju averziju prema riziku,
- 2) investitori mogu kvantificirati rizik,
- 3) nema ograničenja trgovine vrijednosnicama,
- 4) nema transakcijskih i poreznih troškova,
- 5) mora biti znatno više raspoloživih vrijednosnica nego faktora tržišnog rizika,
- 6) arbitraža na konkurentnim financijskim tržištima omogućuje da vrijednosni papiri koji ne sadrže rizik imaju istu očekivanu stopu prihoda.

APT model objašnjava da do stanja ravnoteže na tržištu dolazi zbog toga što pojedinci ulažući sredstva u vrijednosne papire arbitriraju između brojnih faktora nastojeći pri tome maksimizirati svoju stopu prinosa. Polazi od zakona jedne cijene prema kojem cijena iste vrijednosnice na različitim tržištima mora biti jednaka (Papanikolau, 2013., str. 11). Ukoliko postoji razlika između cijena vrijednosnice na dva različita tržišta, arbitražeri će kupovati vrijednosnicu na tržištu na kojem je cijena niža sve dok se pod utjecajem ponude i potražnje cijena vrijednosnice ne izjednači na oba tržišta. Investitor može prodati na kratko precijenjenu vrijednosnicu i tako pribavljen novac investirati u podcijenjenu vrijednosnicu. Na taj način investitor stvara svoj arbitražni portfelj u kojem bez inicijalnih sredstava i bez preuzimanja rizika ostvaruje dobit. Naime, takvo ponašanje investitora koji uoče mogućnost za arbitražu, povisit će cijenu podcijenjenu vrijednosnice zbog povećane potražnje, a smanjiti cijenu

precijenjene vrijednosnice zbog povećane ponude te će ponovno doći do ravnoteže (Anđelinović, 2011., str. 117).

2.4. Post-moderna teorija upravljanja portfeljem

Moderna teorija portfelja često je kritizirana zbog zanemarivanja nekih karakteristika rizika, posebno kritike normalne distribucije prinosa na vrijednosnice ili portfelje i korištenja standardne devijacije kao mjere investicijskog rizika, što je pridonijelo razvoju post-moderne teorije portfelja (*Australian Independent Financial Advisers*).

Postmodernom teorijom portfelja odbačena je normalna distribucija te je uveden pojam asimetrične distribucije prinosa koji pretpostavlja da realizirani prinosi ispod i iznad očekivanog nisu jednoliko raspoređeni (Swisher i Kasten, 2005., str. 5). Spomenuta teorija varijabilnost portfelja raščlanjuje na dvije komponente, pozitivnu i negativnu varijabilnost. Dok je pozitivna varijabilnost poželjna, negativna se diversifikacijom želi smanjiti. Rizik kretanja prinosa ispod očekivane razine mjeri se negativnom devijacijom, a može se izračunati uz pomoć diskretne i kontinuirane formule. Prema Rasiah (2012., str. 74-77), diskretna formula podrazumijeva računanje drugog korijena godišnje razine standardne devijacije prinosa ispod očekivane razine, a kontinuirana računanje drugog korijena ponderiranih kvadrata prinosa ispod očekivanog (gdje su ponderi vjerojatnost nastupanja pojedinog odstupanja).

Post-moderna teorija portfelja uvodi i korištenje Sortino koeficijenta koji računa ostvarene prinose u odnosu prema ciljanom prinosu i riziku kretanja prinosa ispod očekivane razine (Rasiah, 2012., str. 85-86).

3. REGULATORNI ZAHTJEVI I STRUKTURA INVESTICIJSKOG PORTFELJA

Prilikom upravljanja investicijskim portfeljem društava za osiguranje, potrebno je ostvariti usklađenost izvora sredstava i plasmana, ali i pridržavati se zakonskih ograničenja ulaganja u pojedine imovinske oblike i razrede koje određuje zakonodavac i kontrolira regulator tržišta osiguranja (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga – HANFA).

Investicijska politika društva za osiguranje obuhvaća dva segmenta: alokaciju imovine raspoložive za investiranje unutar pojedinih imovinskih razreda te alokaciju konkretne vrijednosnice unutar pojedinog imovinskog razreda (Jakovčević i Krišto, 2012., str. 220). Zakonski okvir regulira oba segmenta investicijske politike, najprije ograničivši plasmane u pojedine investicijske razrede, a potom postavivši limite na pojedinačne investicije unutar imovinskih razreda.

3.1. MSFI 4 Ugovori o osiguranju

S ciljem poboljšanja kvalitete prezentacije ugovora o osiguranju (i reosiguranju) i njegovih elemenata u financijskim izvještajima te poboljšanja priznavanja i mjerenja ugovora o osiguranju (i reosiguranju), usvojen je MSFI 4 Ugovori o osiguranju. Temeljni cilj zbog kojeg je razvijen i usvojen MSFI 4 Ugovori o osiguranju je povećati transparentnost u financijskom izvještavanju osiguravajućih društava te olakšati investitorima razumijevanje profitabilnosti i financijskog poslovanja osiguravajućih društava. Odnosno, cilj donošenja MSFI 4 Ugovori o osiguranju je osigurati objavljivanja dodatnih računovodstvenih informacija koje detaljnije objašnjavaju i tumače iznose prezentirane u financijskim izvještajima koji su proizašli iz ugovora o osiguranju (i reosiguranju) te korisnicima olakšati razumijevanje značenja tih iznosa prezentiranih u financijskim izvještajima, kao i nesigurnosti i neizvjesnosti budućih novčanih tokova koji nastaju vezano uz ugovore o osiguranju (i reosiguranju).

MSFI 4 Ugovori o osiguranju zahtijeva da osiguravatelj na svaki datum izvještavanja provodi test adekvatnosti obveza kojim se mora provjeriti jesu li pričuve društva za osiguranje adekvatne za ispunjenje obveza. Ukoliko se procjenom adekvatnosti priznatih obveza iz osiguranja (pri čemu se koriste tekuće procjene budućih novčanih tokova iz ugovora o osiguranju) pokaže da je knjigovodstvena vrijednost obveza iz osiguranja neadekvatna u odnosu prema procijenjenim budućim novčanim tokovima, razlika se u cijelosti iskazuje u dobiti ili gubitku (Narodne novine, 2009a, MSFI 4, t. 15), što izravno utječe na uspješnost poslovanja te na financijski položaj društva za osiguranje (i reosiguranje).

3.2. Solventnost II

Osiguranje solventnosti jedno je od osnovnih načela poslovanja društava za osiguranje. Solventno društvo za osiguranje može bez teškoća nadoknaditi osiguranicima sve štete, bez obzira na njihov broj i veličinu, kao i udovoljiti svim novčanim obvezama prema državi, zaposlenima, drugim osiguravateljima i reosiguravateljima, u roku njihovog dospijea (Njegomir, 2007., str. 59).

Brojni nedostaci različitih oblika regulacije solventnosti, dinamika financijskog sektora i industrije osiguranja te donošenje novog regulatornog okvira Basel II u bankovnom poslovanju rezultirali su potrebom implementacije regulative Solventnost II, odnosno novih pravila solventnosti koja će bolje kvantificirati cjelokupnu izloženost riziku osiguravatelja.

Solventnost II predstavlja projekt usvajanja novoga zakonodavnog i regulatornog okvira osiguratelja i reosiguratelja u Europskoj uniji, a započeo je još 2000. godine (EC, 2002.). Sam proces usvajanja i implementacije Solventnosti II provodi se kroz četiri razine tzv. Lamfalussyjevog procesa (CEA, 2007., str. 6). Prema KPMG (2009., str. 21-23), prva razina podrazumijeva

donošenje direktive Solventnost II (Direktiva Solventnost II 2009/138/EZ) koja je izglasana i objavljena 2009. godine. U drugoj razini potrebno je izraditi i usvojiti mjere za provedbu te direktive, treća razina podrazumijeva preporuke i načela supervizije, a u četvrtoj razini Europska komisija će nadzirati i vrednovati implementaciju i usklađivanje Solventnost II regulative u poslovanje osiguratelja i reosiguratelja u EU.

Struktura regulative Solventnost II temelji se na tri stupa. Prema *Swiss Re* (Sigma 04/2006., str. 8-13), prvi stup predstavljaju kapitalni zahtjevi, odnosno harmonizirani standardi procjene imovine, obveza i kapitala potrebnog za osiguranje solventnosti koji određuju granicu solventnosti. To je ona razina kapitala koja omogućuje društvu za osiguranje apsorpciju svih šteta i solventno poslovanje s obzirom na preuzete rizike. Drugi stup, čija je svrha da bude dopuna prvom, pretpostavlja proces supervizije, razvijanje internih kontrola i procesa upravljanja rizicima, a treći se stup odnosi na tržišnu disciplinu i transparentnost poslovanja. Osnovni ciljevi regulative Solventnost II su (Swiss Re, 2006., str. 7):

- 1) zaštita osiguranika i održavanje povjerenja u tržište osiguranja,
- 2) postavljanje granice solventnosti koja će predstavljati ukupnu izloženost riziku,
- 3) izbjegavanje nepotrebne kompleksnosti,
- 4) ocrtavanje i praćenje promjena na tržištu,
- 5) uspostavljanje principa i izbjegavanje strogih pravila te
- 6) izbjegavanje nepotrebne prekapitalizacije.

3.3. Dopuštena ulaganja društava za osiguranje u Republici Hrvatskoj

Europska komisija je dopuštena ulaganja društava za osiguranje odredila Direktivom 2002/83. Prema toj direktivi, da bi društvo za osiguranje postiglo optimalnu sigurnost, prinos i utrživost ulaganja, ono mora voditi računa da njegova imovina za pokriće tehničkih pričuva odražava vrstu poslova koje obavlja (Direktiva 2002/83, čl. 22.). U skladu sa smjernicama Europske komisije o ulaganju društava za osiguranje, HANFA je kao regulator tržišta osiguranja u Republici Hrvatskoj donijela jasne smjernice o dopuštenim ulaganjima imovine za pokriće tehničke i matematičke pričuve.

Prema Pravilniku o vrstama i obilježjima imovine za pokriće tehničkih pričuva, pravilima za disperziju i ograničenje ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva, njihovom vrednovanju, usklađenosti, pravilima za upotrebu izvedenih financijskih instrumenata te načinu i rokovima izvješćivanja (dalje u tekstu: Pravilnik) (Narodne novine, 2009b, čl. 3. i 7.), imovinu za pokriće tehničke, odnosno matematičke pričuve potrebno je ulagati u skladu s pravilima

struke te načelima opreznog i savjesnog gospodarstvenika. Zbog toga se društva za osiguranje prilikom ulaganja rukovode načelima raznovrsnosti i disperzije kojima je cilj očuvanje vrijednosti imovine te ograničenje rizika gubitaka od ulaganja tako da, u okviru zakonskih ograničenja, bilo koja vrsta imovine, tržišta ili druga ulaganja nemaju prevladavajući utjecaj u cjelokupnoj strukturi imovine za pokriće tehničke, odnosno matematičke pričuve. Članak 28. istog Pravilnika određuje da se sva ulaganja imovine za pokriće tehničke, odnosno matematičke pričuve početno priznaju po fer vrijednosti transakcija, odnosno po trošku stjecanja, a naknadno se mjerenje provodi ovisno o vrsti imovine i klasifikaciji provedenoj prema odluci društva za osiguranje kojom se imovina razvrstava u jednu od četiri kategorije financijske imovine definirane MRS-om 39 Financijski instrumenti: priznavanje i mjerenje.

3.3.1. Imovina za pokriće tehničke pričuve

Prema Zakonu o osiguranju (Narodne novine, 2005., čl. 114.), imovina za pokriće tehničke pričuve je imovina društva za osiguranje namijenjena pokriću budućih obveza iz osiguranja koje ono sklapa i s obzirom na koje je dužno oblikovati tehničke pričuve osiguranja. Imovina za pokriće tehničke pričuve, osim matematičke pričuve, smije se ulagati u sljedeće investicijske kategorije, maksimalno do sljedećih vrijednosti (Narodne novine, 2005., čl. 115. i 116.):

1) vrijednosne papire čiji je izdavatelj Republika Hrvatska, HNB i HBOR te obveznice i druge dužničke vrijednosne papire za koje je Republika Hrvatska dala jamstvo mogu se ulagati bez ograničenja,

2) obveznice i druge dužničke vrijednosne papire čiji je izdavatelj jedinica lokalne i regionalne samouprave u Republici Hrvatskoj ili su te jedinice za njih izdale jamstvo, te ostale dužničke vrijednosne papire kojima se trguje na organiziranim tržištima u Republici Hrvatskoj mogu se zajedno ulagati do maksimalno 35% ukupne imovine za pokriće tehničke pričuve,

3) obveznice i druge dužničke vrijednosne papire kojima se ne trguje na organiziranim tržištima, ako je njihov izdavatelj pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj do maksimalno 5%, ali ne više od 1% po vrijednosnim papirima istog izdavatelja,

4) dionice kojima se trguje na organiziranom tržištu vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj do maksimalno 25% ukupne imovine za pokriće tehničke pričuve,

5) dionice kojima se ne trguje na organiziranom tržištu, ako je njihov izdavatelj pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj i udjele trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj do najviše 5%, ali ne više od 1% u takve plasmane pojedinih izdavatelja,

6) udjele i dionice investicijskih fondova registriranih u Republici Hrvatskoj do maksimalno 40% ukupne imovine za pokriće tehničke pričuve,

7) zajmove osigurane založnim pravom ili pravom vlasništva nekretnine, ako je založno pravo upisano u zemljišnoj knjizi, te ako vrijednost zajma nije veća od 60% tržišne vrijednosti nekretnine procijenjene od ovlaštenog sudskog procjenitelja do 20%, ali ne više od 2% po pojedinom zajmoprimcu,

8) zajmove osigurane garancijom banke ili dužničkim vrijednosnim papirima koje izdaju ili za njih jamče Republika Hrvatska, HNB, HBOR te jedinice lokalne i regionalne samouprave maksimalno 20%, ali ne više od 2% po pojedinom zajmoprimcu,

9) nekretnine i druga stvarna prava na nekretnini maksimalno do 30%, s tim da su ulaganja u jednu ili više međusobno povezanih nekretnina ograničena na najviše 10% ukupne imovine za pokriće tehničke pričuve,

10) depozite u bankama u Republici Hrvatskoj i zajmove bankama u Republici Hrvatskoj maksimalno 30%, a ulaganja u depozite i zajmove iste ili više povezanih banaka ne smiju prelaziti 5% imovine za pokriće tehničke pričuve,

11) sredstva na poslovnom računu društava za osiguranje ne smiju prelaziti 3% imovine za pokriće tehničke pričuve.

Osim ulaganja unutar Republike Hrvatske, društvo za osiguranje, prema Zakonu o osiguranju (Narodne novine, 2005., čl. 115.), može svoju imovinu za pokriće tehničke pričuve uložiti u sljedeće inozemne vrijednosne papire, ali takva ulaganja zajedno ne smiju prelaziti 15% ukupne imovine za pokriće tehničke pričuve:

1) dugoročne obveznice i dugoročne vrijednosne papire čiji je izdavatelj država članica ili država članica OECD-a ili inozemni nedržavni subjekt neke od tih država,

2) dionice čiji je izdavatelj inozemno dioničko društvo kojima se trguje na organiziranim tržištima kapitala država članica ili država članica OECD-a,

3) udjele investicijskih fondova koji se prodaju u državi članici ili državi članici OECD-a.

3.3.2. Imovina za pokriće matematičke pričuve

Prema Zakonu o osiguranju (Narodne novine, 2005., čl. 119.), imovina za pokriće matematičke pričuve namijenjena je pokriću obveza društva za osiguranje iz onih vrsta osiguranja za koje je potrebno oblikovati matematičku pričuvu i smije se upotrijebiti samo za isplatu obveza iz onih vrsta osiguranja u vezi s kojima je oblikovana. Zakonski okvir za ulaganje imovine za pokriće matematičke pričuve znatno je rigorozniji od zakonskog okvira za ulaganje imovine za pokriće tehničke pričuve i zahtijeva veću konzervativnost fond menadžera (Jakovčević i Krišto, 2012., str. 222). Naime, Zakon o osiguranju

(Narodne novine, 2005., čl. 115.) ne dopušta ulaganje u vrijednosne papire kojima se ne trguje na organiziranom tržištu, kao ni ulaganje u udjele trgovačkih društava sa sjedištem u Republici Hrvatskoj te propisuje ulaganje minimalno 50% ukupne imovine za pokriće matematičke pričuve u najsigurnije investicijske kategorije (vrijednosne papire koje izdaje Republika Hrvatska, HNB i HBOR te dužničke vrijednosne papire za koje je Republika Hrvatska dala jamstvo). Umjesto ulaganja u zajmove osigurane založnim pravom na nekretnini ili prijenosom vlasništva koje se može odobriti iz imovine za pokriće tehničke pričuve, iz imovine za pokriće matematičke pričuve se u istom relativnom iznosu mogu odobriti ulaganja u predujmove i zajmove u iznosu otkupne vrijednosti osiguranja na temelju ugovora o životnom osiguranju.

Prema članku 121. Zakona o osiguranju vrijednost imovine za pokriće matematičke pričuve mora u svakom trenutku biti najmanje jednaka visini traženog pokrića, a društvo za osiguranje mora krajem svakog tromjesečja za račun imovine za pokriće matematičke pričuve steći dodatnu imovinu ako je to nužno radi usklađivanja vrijednosti imovine za pokriće matematičke pričuve i traženog pokrića.

Društva za osiguranje pružaju ekonomsku zaštitu pojedincima i pravnim subjektima prodajom polica osiguranja za koje naplaćuju premiju osiguranja te iz tako prikupljenih sredstava, uvažujući načela društveno odgovornog poslovanja, kreiraju portfelj životnih i neživotnih osiguranja. Prikupljena sredstva koriste za ulaganja u različite financijske instrumente na tržištima kapitala pri čemu nastoje optimizirati investicijski portfelj kako bi osigurali ispunjenje obveza proizašlih iz sklopljenih polica osiguranja te ispunili očekivanja dioničara o povećanju vrijednosti njihovih dionica (Jakovčević, 2011., str. 8).

Brojni su faktori koji utječu na strukturu i vrstu ulaganja društava za osiguranje, a kao najznačajniji se spominju: razvijenost financijskog tržišta, motivi vlasnika, osiguranika i uprave, iznos prikupljenih financijskih sredstava putem premija osiguranja, način plaćanja premija i način isplate ugovorenih iznosa, razdoblje na koje je zaključen ugovor o osiguranju, tekuće tržišne kamatne stope, metode kalkulacije troškova, zakonska i regulatorna ograničenja, različiti rizici u poslovanju, porezno opterećenje te trendovi i promjene u svjetskoj financijskoj i osigurateljnoj industriji (Labudović, 2010., str. 2).

Ciljevi ulaganja sredstava osiguranja su: ostvariti sklad između imovine i obveza osiguravatelja (osiguravatelji trebaju težiti tome da što točnije definiraju svoj portfelj obveza kako bi mogli pravilno strukturirati svoj investicijski portfelj), osiguravanje i održavanje solventnosti te maksimiziranje profita (Babić, 2004., str. 14).

Da bi društva za osiguranje postigla stabilnost i kontinuitet u poslovanju, svoj investicijski portfelj moraju oblikovati prema sljedećim načelima (Andrijašević, 1999., str. 578-580):

1) **načelo sigurnosti** (osiguravatelj mora voditi brigu da sredstva budu uložena u sigurne plasmane, kako bi mogao pokriti svoje obveze prema osiguranicima, makar i uz niži prinos na ta ulaganja),

2) **načelo likvidnosti** (osiguravatelj mora biti sposoban u svakom trenutku udovoljiti svojim obvezama iz ugovora o osiguranju),

3) **načelo profitabilnosti** (osiguravatelj mora ulagati sredstva tamo gdje će mu povrat biti najviši, odnosno gdje će ostvariti najviši prosječan prinos, ali uz strogo pridržavanje načela sigurnosti) i

4) **načelo stabilnosti** (osiguravatelj u svojem poslovanju uvijek ostvaruje priljev novca koji je veći od odljeva, i to ne samo u normalnim, nego i u kriznim situacijama u gospodarstvu, pa time postiže stabilnost i pokriće obveza).

Zato se struktura investicijskog portfelja društava za osiguranje značajno razlikuje s obzirom na vrstu osiguranja. Naime, zbog stabilnih priljeva i predvidivog korištenja gotovine, društva za životno osiguranje najveći dio svojeg portfelja drže u dugoročnim vrijednosnim papirima, u kreditnim vrijednosnim papirima s fiksnom kamatnom stopom, a manji dio u vlasničkim vrijednosnim papirima kao što su dionice, dok su društva za neživotno osiguranje usmjerena na ulaganje u kratkoročne, likvidnije vrijednosne papire, te u strukturi njihovih portfelja dominiraju obveznice (Njegomir, 2006., str. 55-56).

4. EMPIRIJSKA ANALIZA STRUKTURE INVESTICIJSKOG PORTFELJA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE

4.1. Metodologija istraživanja

Primarna svrha i cilj ovoga istraživanja je analizirati strukturu investicijskog portfelja životnih i neživotnih osiguranja koja posluju u Republici Hrvatskoj. Istraživanjem su obuhvaćena društva za osiguranje koja obavljaju isključivo djelatnost životnog ili neživotnog osiguranja te složena društva koja obavljaju djelatnost životnog i neživotnog osiguranja. U istraživački uzorak za analizu strukture investicijskog portfelja društava za osiguranje uključena su 23 društva za osiguranje što predstavlja više od 85% ukupne aktive svih društava za osiguranje. Struktura društava za osiguranje koja su uključena u istraživački uzorak je sljedeća: 10 društava za osiguranje obavlja poslove životnog i neživotnog osiguranja (složena društva), 6 društava za osiguranje obavlja isključivo poslove životnog osiguranja, a 7 ih obavlja isključivo poslove neživotnog osiguranja. U istraživanje o ukupnim ulaganjima na tržištu osiguranja u Republici Hrvatskoj uključena su sva društva koja su u određenoj godini poslovala u Republici Hrvatskoj te društva za reosiguranje. Istraživanje obuhvaća razdoblje od 2007. do 2012. godine. U tom kontekstu, važno je istaknuti da

promatrano razdoblje karakterizira duboka recesija, kako na nacionalnoj, tako i na međunarodnoj razini, što značajno utječe na donošenje odluka o kreiranju investicijskog portfelja i promjene investicijske politike društava za osiguranje.

Podaci potrebni za provođenje istraživanja preuzeti su iz javno dostupnih revidiranih financijskih izvještaja društava za osiguranje uključenih u istraživački uzorak kojeg vodi Financijska agencija te iz Godišnjih izvješća HANFE za promatrano razdoblje. Podaci prikupljeni istraživanjem obrađeni su metodama deskriptivne statistike.

Prilikom analize sveukupnog investicijskog portfelja društava za osiguranje, isti je analiziran s aspekta značajnosti investicijskog portfelja u ukupnoj aktivi društava za osiguranje. Nadalje, istražena je zastupljenost i važnost pojedine kategorije financijske imovine u investicijskom portfelju društava za osiguranje u djelatnosti životnog osiguranja i društava za osiguranje u djelatnosti neživotnog osiguranja. Također, analizirana je struktura ulaganja imovine za pokriće matematičke pričuve, kao i struktura ulaganja imovine za pokriće tehničke pričuve.

4.2. Rezultati istraživanja

Na temelju podataka iz financijskih izvještaja društava za osiguranje uključenih u istraživački uzorak, prikupljeni su podaci o iznosima ulaganja društava za osiguranje u promatranom razdoblju te je u nastavku dan prikaz ukupnih ulaganja društava za životno osiguranje i društava za neživotno osiguranje, kao i struktura tih ulaganja s obzirom na kategoriju financijske imovine u koju su ulaganja klasificirana.

Tablica 1.

Ukupna ulaganja društava za osiguranje i društava za reosiguranje u razdoblju od 2007. do 2012. godine (u 000 kn)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Životna osiguranja	-	-	11.889.872	13.189.405	14.072.466	15.532.546
Udio u aktivi životnih osiguranja	-	-	89,31 %	89,11 %	89,16 %	89,52 %
Neživotna osiguranja	-	-	9.330.280	10.163.424	10.815.320	11.386.808
Udio u aktivi neživotnih osiguranja	-	-	60,22 %	62,86 %	63,17 %	64,67 %
Ukupno (životna + neživotna osiguranja)	17.897.489	19.344.666	21.220.152	23.352.829	24.887.786	26.919.355
Udio u ukupnoj aktivi	73,50 %	72,70 %	73,66 %	75,40 %	75,63 %	77,01 %

Izvor: obrada autora prema Godišnjim izvješćima HANFE

Ulaganja predstavljaju najznačajniju poziciju aktive društava za osiguranje. Pri kreiranju investicijskog portfelja društva za osiguranje ulažu u financijske instrumente kojima se trguje na financijskim tržištima pri čemu

provode investicijsku politiku uvažavajući načela sigurnosti i likvidnosti u odnosu prema profitabilnosti ulaganja, čime se pridržavanju načela društveno odgovornog institucionalnog investitora. Vrsta financijske imovine u koju društva za osiguranje ulažu svoja sredstva, kao i rok dospijeca njihovih plasmana, određeni su, između ostalog, obilježjima i karakteristikama obveza i izvora financiranja poput njihove izvjesnosti (predvidivosti) i roka dospijeca (Kočović, Rakonjac Antić, Jovović, 2011.). U tom kontekstu, potrebno je istaknuti da postoji značajna razlika u investicijskom portfelju životnih u odnosu prema neživotnim osiguranjima.

Prema podacima Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga i na temelju provedene analize računovodstvenih informacija sadržanih u temeljnim financijskim izvještajima, udio ulaganja u ukupnoj aktivni na razini svih društava za osiguranje i društava za reosiguranje kretao se u rasponu od 73,5% 2007. godine (HANFA, 2009.) do 77% 2012. godine (HANFA, 2013.). Udio ulaganja u strukturi ukupne imovine životnih osiguranja u promatranom razdoblju kretao se u rasponu od 89,3% 2009. godine (HANFA, 2010.) do 89,5% 2012. godine (HANFA, 2013.), dok se udio ulaganja u strukturi ukupne imovine neživotnih osiguranja u promatranom razdoblju kretao u rasponu od 59,5% 2009. godine do 64,7% 2012. godine (HANFA, 2013.).

U financijskim izvještajima društava za osiguranje ulaganja su sistematizirana u tri osnovne kategorije: ulaganja u zemljišta i građevinske objekte koji ne služe društvu za provođenje djelatnosti, ulaganja u podružnice, pridružena društva i sudjelovanje u zajedničkim ulaganjima te ostala financijska ulaganja. Ovisno o klasifikaciji ulaganja u jednu od spomenutih kategorija, razlikuje se i njihov računovodstveni tretman, a posljedično i njihov utjecaj na financijski položaj i uspješnost poslovanja društva za osiguranje.

U 2012. godini udio ulaganja društava za životno osiguranje u zemljišta i građevinske objekte koji ne služe društvu za provođenje djelatnosti u ukupnim ulaganjima društava za životno osiguranje bio je svega 3,88% (od promatranih 16 društava, njih 7 je iskazalo ulaganja u spomenutu investicijsku kategoriju). U istoj godini, društva za neživotno osiguranje su u zemljišta i građevinske objekte koji ne služe društvu za provođenje djelatnosti plasirala 16,24% svojih ukupnih ulaganja.

Računovodstveni tretman zemljišta i građevinskih objekata koji ne služe društvu za provođenje djelatnosti reguliran je MRS-om 40 Ulaganja u nekretnine, a društva za osiguranje ih drže radi ostvarivanja prihoda od najma i/ili radi porasta njihove tržišne vrijednosti (Narodne novine, 2009a, MRS 40). U skladu s MRS-om 40 Ulaganja u nekretnine prezentiraju se odvojeno u izvještaju o financijskom položaju. Kod inicijalnog priznavanja i mjerenja, ulaganja u nekretnine mjere se po trošku pri čemu se u trošak ulaganja u nekretnine uključuju svi transakcijski troškovi. Na financijski položaj i profitabilnost društva za osiguranje utječe naknadno mjerenje ulaganja u nekretnine za što se može primijeniti model troška ili model fer vrijednosti. Ako društvo za osiguranje, kao model naknadnog mjerenja, odabere model troška, sva se njegova ulaganja u

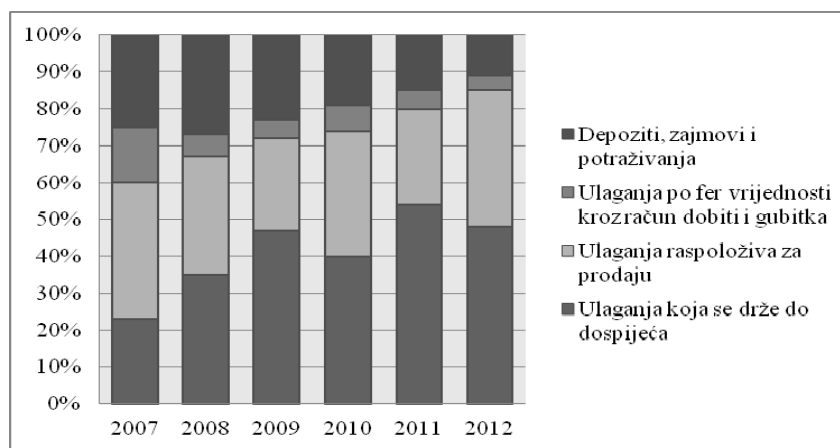
nekretnine naknadno mjere po trošku umanjenom za akumuliranu amortizaciju i akumulirane gubitke od umanjenja. Ukoliko društvo za osiguranje primjenjuje model fer vrijednosti, sva svoja ulaganja u nekretnine naknadno mjeri po fer vrijednosti, pri čemu se dobitak ili gubitak koji nastaje iz promjene fer vrijednosti ulaganja u nekretnine priznaje u dobit ili gubitak u razdoblju nastanka (Narodne novine, 2009a, MRS 40). Razmatra li se značajnost spomenute kategorije ulaganja u ukupnoj strukturi ulaganja promatranih društava za osiguranje, može se zaključiti da je veći utjecaj naknadnog mjerenja ulaganja u nekretnine na financijski položaj i uspješnost poslovanja društava za neživotno u odnosu prema društvima za životno osiguranje.

Ulaganja u podružnice, pridružena društva i sudjelovanje u zajedničkim ulaganjima u financijskim izvještajima za 2012. godinu prikazala su samo dva društva za životno osiguranje i to u iznosima manjim od 1% njihovih ukupnih ulaganja. U istu investicijsku kategoriju ulagalo je i šest društava za neživotno osiguranje, s ukupnim udjelom od 3% ukupnih ulaganja.

Slijedom spomenutoga, može se zaključiti da u strukturi ulaganja društava za osiguranje dominiraju ostala financijska ulaganja. Ostala financijska ulaganja obuhvaćaju ulaganja klasificirana u jednu od četiri kategorije financijske imovine: ulaganja koja se drže do dospeljeća, financijska imovina raspoloživa za prodaju, financijska imovina po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka te zajmovi i potraživanja. Detaljna i sveobuhvatna analiza strukture ulaganja prema klasifikaciji u određenu kategoriju financijske imovine važna je s aspekta računovodstvenog tretmana te imovine, a samim time i analize utjecaja naknadnog mjerenja pojedine kategorije financijske imovine na financijski položaj i uspješnost poslovanja društava za osiguranje.

Grafikon 1.

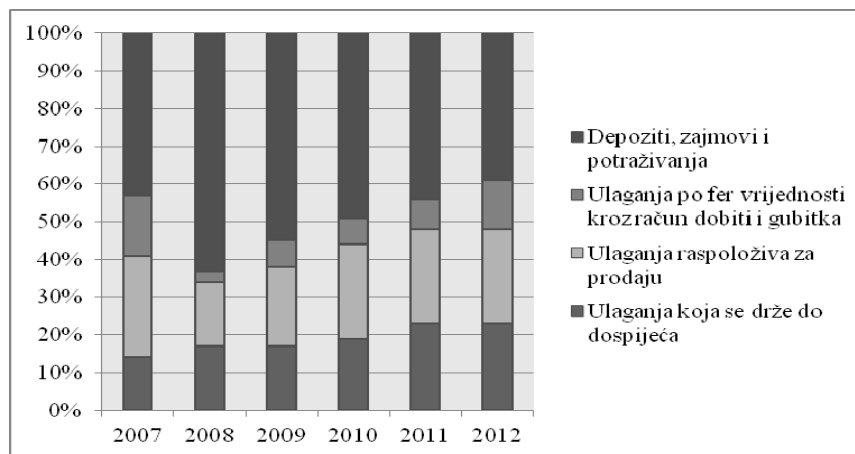
Struktura ulaganja društava za životno osiguranje



Izvor: obrada autora na temelju financijskih izvještaja promatranih društava

Grafikon 2.

Struktura ulaganja društava za neživotno osiguranje



Izvor: obrada autora na temelju financijskih izvještaja promatranih društava

Razmatra li se struktura investicijskog portfelja društava za osiguranje s aspekta klasifikacije ulaganja u jednu od četiri kategorije financijske imovine, zaključuje da su u istome zastupljene sve četiri kategorije financijske imovine.

S obzirom na ročnost ulaganja, imovina klasificirana u portfelj financijske imovine po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka predstavlja kratkoročni portfelj, odnosno imovinu koju društvo za osiguranje drži s namjerom trgovanja (prodaje) u relativno kratkom roku. Ulaganja koja se drže do dospijeca predstavljaju financijsku imovinu koju društvo za osiguranje ima namjeru i mogućnost držati do dospijeca i s kojom neće trgovati na financijskom tržištu. Zajmovi i potraživanja su financijska imovina koju je kreiralo samo društvo za osiguranje i koja ne kotira na aktivnom tržištu. Financijska imovina raspoloživa za prodaju predstavlja rezidualnu kategoriju u koju se određena financijska imovina klasificira ukoliko se ne može klasificirati niti u jednu od ostalih kategorija spomenute imovine (Gulin, Perčević, 2013., str. 329).

Rezultati istraživanja pokazuju da najveći udio ulaganja u aktivi društava za osiguranje čini dugoročni investicijski portfelj. U društvima za osiguranje koja obavljaju poslove životnog osiguranja najveći udio kratkotrajnih ulaganja bio je 2007. godine kada je iznosio oko 15%, dok se od 2008. godine uočava trend smanjenja udjela kratkoročnog investicijskog portfelja te se isti kreće u rasponu od 4% do 8% u ukupnom investicijskom portfelju životnih osiguranja. Kod društava za osiguranje koja obavljaju poslove neživotnog osiguranja najveći udio kratkotrajnih ulaganja bio je 2007. godine kada je iznosio oko 17%, dok se u narednim godinama, koje obilježava globalna financijska kriza, uočava trend smanjenja udjela kratkotrajne imovine u ukupnom investicijskom portfelju.

Sve kategorije financijske imovine početno se mjere po trošku stjecanja u koje se uključuju i transakcijski troškovi nastali vezano uz stjecanje određenog oblika financijske imovine, uz iznimku financijske imovine po fer vrijednosti kroz račun dobiti ili gubitka koja se inicijalno mjeri samo u visini fer vrijednosti plaćene za njezino stjecanje bez uključivanja transakcijskih troškova. Financijska imovina po fer vrijednosti kroz račun dobiti ili gubitka te financijska imovina raspoloživa za prodaju naknadno se mjere po fer vrijednosti na datum izvještavanja. Pri tome, efekti promjene fer vrijednosti se, kod financijske imovine po fer vrijednosti kroz račun dobiti ili gubitka, iskazuju u računu dobiti ili gubitka tekućeg razdoblja (prihod, ako je došlo do povećanja fer vrijednosti, ili rashod, ako je došlo do smanjenja fer vrijednosti) te utječu na uspješnost poslovanja društva za osiguranje tog razdoblja. Kod financijske imovine raspoložive za prodaju, efekti promjene fer vrijednosti se iskazuju u kapitalu, na kontu revalorizacijske rezerve (ostala sveobuhvatna dobit) i utječu na financijski položaj društva za osiguranje, a u prihode ili rashode se priznaju u trenutku prodaje ili otuđenja financijske imovine klasificirane u portfelj raspoloživo za prodaju. Financijska imovina koja se drži do dospijeca te zajmovi i potraživanja naknadno se mjere po amortiziranom trošku uz primjenu metode efektivnih kamata.

U strukturi ulaganja životnih osiguranja najveći udio čine ulaganja u dužničke vrijednosne papire i druge vrijednosne papire s fiksnim prinosom, a klasificirana su u portfelj ulaganja koja se drže do dospijeca (39,9% aktive životnih osiguranja, 2012. godine) te ulaganja u dužničke vrijednosne papire i druge vrijednosne papire s fiksnim prinosom koja su klasificirana u portfelj ulaganja raspoloživih za prodaju (28,4% aktive životnih osiguranja, 2012. godine) (HANFA, 2013.). Najmanji udio investicijskog portfelja životnih osiguranja čini financijska imovina klasificirana u kategoriju financijske imovine po fer vrijednosti kroz račun dobiti ili gubitka (između 5% i 10% u promatranom razdoblju, s trendom smanjenja). U strukturi ulaganja neživotnih osiguranja najveći udio čine ulaganja klasificirana u kategoriju zajmovi i potraživanja. Podjednaki udio otpada na financijsku imovinu raspoloživu za prodaju i ulaganja koja se drže do dospijeca, dok najmanji udio čini financijska imovina po fer vrijednosti kroz račun dobiti ili gubitka.

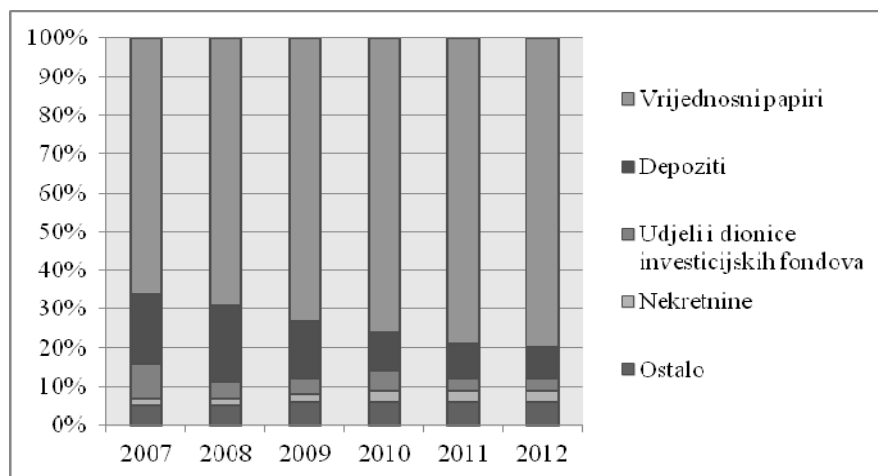
Analizom investicijskog portfelja društava za osiguranje s aspekta računovodstvenih učinaka naknadnog mjerenja financijske imovine, može se zaključiti da kod životnih i kod neživotnih osiguranja najveći dio investicijskog portfelja čine ulaganja koja se naknadno mjere po amortiziranom trošku te je evidentan porast udjela tih kategorija financijske imovine u razdoblju od 2008. godine nadalje, odnosno nakon početka globalne financijske krize. Kod životnih osiguranja 2007. godine je 53% investicijskog portfelja činila financijska imovina koja se naknadno mjeri po fer vrijednosti, a 47% je udio financijske imovine naknadno mjerene po amortiziranom trošku. Podaci za 2012. godinu pokazuju da 59% investicijskog portfelja čini financijska imovina naknadno mjerena po amortiziranom trošku, a 41% otpada na financijsku imovinu naknadno mjerenu

po fer vrijednosti. Kod neživotnih osiguranja 2007. godine udio financijske imovine naknadno mjerene po amortiziranom trošku je iznosio 57%, a udio financijske imovine naknadno mjerene po fer vrijednosti 43%. U 2012. godini udio financijske imovine naknadno mjerene po fer vrijednosti se smanjio, te iznosi 39%, dok se udio financijske imovine naknadno mjerene po amortiziranom trošku povećao na 61%.

U skladu s podacima prezentiranim u prethodnom poglavlju, HANFA, kao nadzorna institucija i regulator tržišta osiguranja, vrlo precizno regulira investicijski portfelj društava za osiguranje. Kroz regulativu se propisuju i definiraju vlastiti i tuđi izvori za ulaganja, a potom i ograničenja i dopuštenja po pojedinim investicijskim razredima. Najveći i najvažniji investicijski potencijal društva za osiguranje predstavljaju tuđi izvori, odnosno matematičke i tehničke pričuve. Nastavno, u aktivi društava za osiguranje investicijski portfelj se sastoji od imovine za pokriće matematičke pričuve i imovine za pokriće tehničke pričuve osim matematičke pričuve koje moraju odgovarati visini traženog pokrića.

Grafikon 3.

Struktura ulaganja iz sredstava matematičke pričuve za razdoblje od 2007. do 2012. godine



Izvor: HANFA (2013.). Godišnje izvješće 2012., str. 97

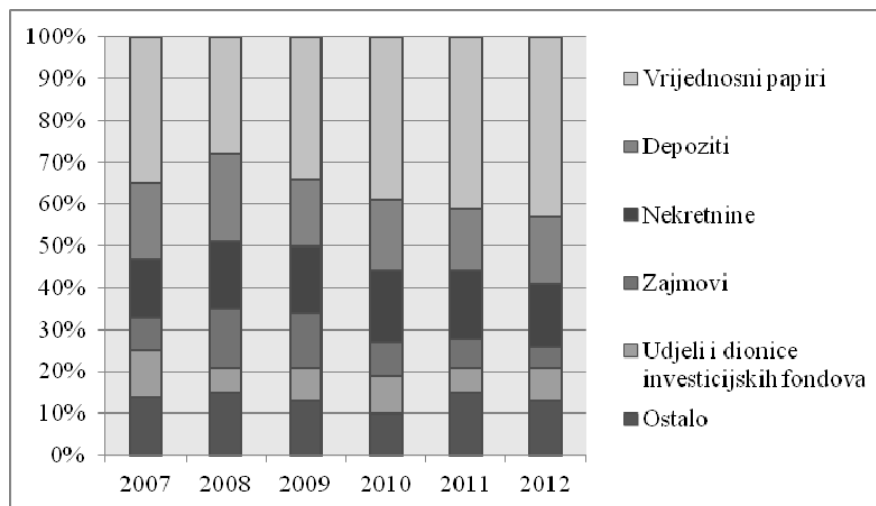
U skladu s odredbama Zakona o osiguranju (Narodne novine, 2005.), društva za osiguranje koja obavljaju poslove životnih osiguranja oblikuju matematičku pričuvu u visini sadašnje vrijednosti svih budućih obveza društva za osiguranje, izračunatu na temelju zaključenih ugovora o osiguranju te umanjenu za sadašnju procijenjenu vrijednost budućih premija koje će biti uplaćene na temelju tih osiguranja. Nadalje, ukupan iznos slobodnih novčanih sredstava

kojima raspolaže društvo za osiguranje mora biti adekvatno uložen kako bi se većom disperzijom i preciznijim definiranjem namjene ulaganja rizik ulaganja ograničio na najmanju mjeru, što se posebno odnosi na ulaganje sredstava životnih osiguranja, s obzirom na to da ta sredstva imaju karakter dugoročne štednje (HANFA, 2011., str. 82).

Kroz cijelo promatrano razdoblje, u strukturi ulaganja iz sredstava matematičke pričuve dominiraju ulaganja u vrijednosne papire koje izdaje Republika Hrvatska, Hrvatska narodna banka i Hrvatska banka za obnovu i razvitak što je u skladu s odredbama Zakona o osiguranju. Udio takvih ulaganja konstantno se povećava te je 2012. godine iznosio čak 80%. Kroz promatrano razdoblje evidentan je trend smanjenja ulaganja u depozite u bankama sa sjedištem u Republici Hrvatskoj (s 18% 2007. godine na 7,9% 2012. godine). U promatranom razdoblju značajno je smanjen udio ulaganja u udjele i dionice investicijskih fondova s 8,9% 2007. godine na 3,1% 2012. godine.

Grafikon 4.

Struktura ulaganja sredstava iz tehničke pričuve za razdoblje od 2007. do 2012. godine



Izvor: HANFA (2013.). Godišnje izvješće 2012., str. 95

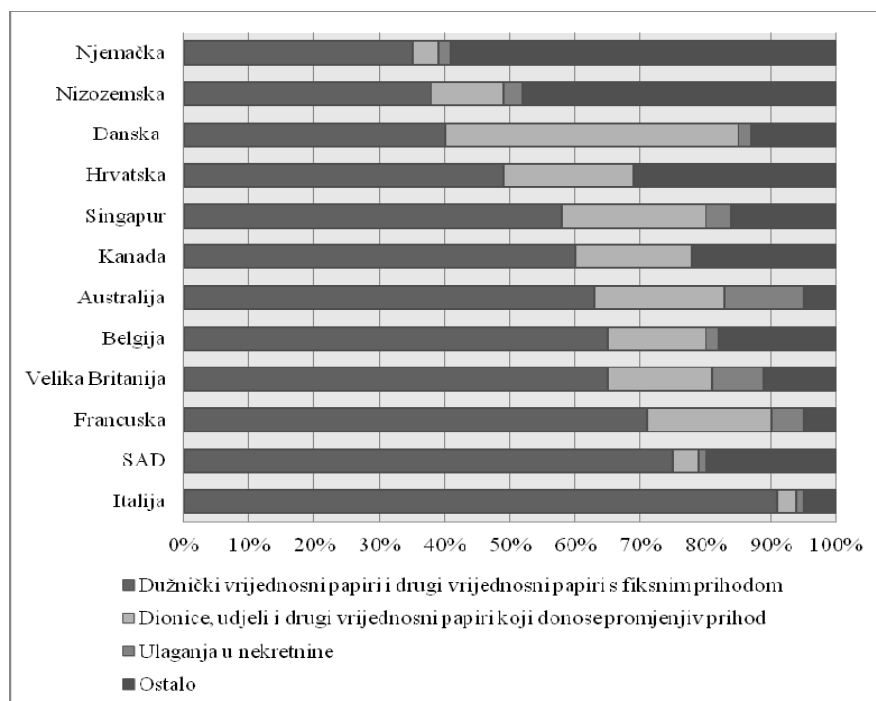
Kod ulaganja iz sredstava za pokriće tehničke pričuve u promatranom razdoblju također je primjetan trend povećanja ulaganja u vrijednosne papire kojima je izdavatelj Republika Hrvatska, Hrvatska narodna banka i Hrvatska banka za obnovu i razvitak (s 34,5% u 2007. godini na 42,5% u 2012. godini), dok su udjeli ulaganja u ostale kategorije uglavnom stabilni.

Temeljem provedene analize zaključuje se da regulator (HANFA) nameće društvima za osiguranje veća ograničenja u preuzimanju rizika kada je riječ o upravljanju imovinom za pokriće matematičke pričuve u odnosu prema upravljanju imovinom za pokriće tehničke pričuve, a razlog je činjenica da matematička pričuva po iznosu mora odgovarati dugoročnim obvezama društva za osiguranje prema vlasnicima polica životnog osiguranja.

Istraživanje obuhvaća komparativnu analizu strukture investicijskog portfelja društava za osiguranje u Hrvatskoj i razvijenih tržišta osiguranja. Rezultati provedenog istraživanja pokazuju da je struktura imovine uključene u investicijski portfelj društava za osiguranje različita u različitim zemljama ovisno o razvijenosti financijskog tržišta i tržišta osiguranja.

Grafikon 5.

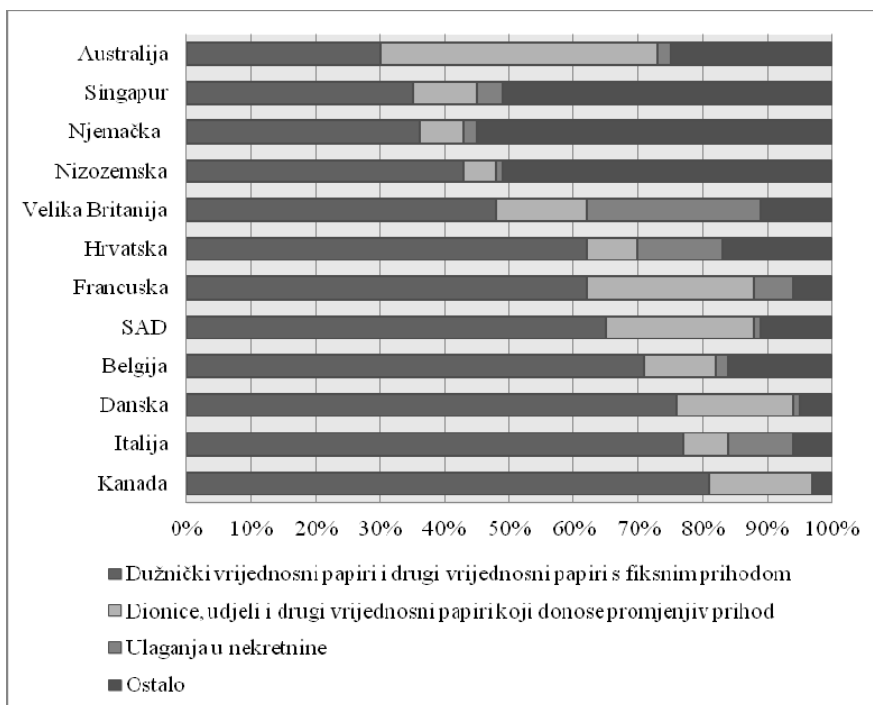
Struktura investicijskog portfelja društava za životno osiguranje po zemljama



Izvor: obrada autora prema OECD (2012.). *Global Insurance Market Trends 2012.* i HANFA (2012.). *Godišnje izvješće 2011.*

Grafikon 6.

Struktura investicijskog portfelja društava za neživotno osiguranje po zemljama



Izvor: obrada autora prema OECD (2012.). *Global Insurance Market Trends 2012.* i HANFA (2012.). *Godišnje izvješće 2011.*

U većini promatranih zemalja više od 50% investicijskog portfelja društava za osiguranje čine dužnički vrijednosni papiri i drugi vrijednosni papiri s fiksnim prinosom. Promatraju li se društva za životno osiguranje, može se primijetiti da najkonzervativniju investicijsku politiku ima Italija u čijem investicijskom portfelju s preko 90% dominiraju dužnički vrijednosni papiri i drugi vrijednosni papiri s fiksnim prinosom. Slijede SAD i Francuska s preko 70% udjela dužničkih vrijednosnih papira i drugih vrijednosnih papira s fiksnim prinosom u investicijskom portfelju. Kod neživotnih osiguranja najkonzervativniju investicijsku politiku provodi Kanada koja preko 80% ukupnih ulaganja plasira u dužničke vrijednosne papire i druge vrijednosne papire s fiksnim prinosom, a slijede ju Italija, Danska i Belgija. Ulaganja u dionice, udjele i druge vrijednosne papire koji donose promjenjiv prinos najznačajnija su stavka investicijskog portfelja životnih osiguranja u Danskoj (45%). Ulaganja društava za neživotno osiguranje u spomenutu investicijsku kategoriju najznačajnija su u Australiji gdje čine 42% ukupnih ulaganja.

Udio ulaganja u obveznice i druge dužničke vrijednosne papire s fiksnim prinosom veći je u investicijskom portfelju životnih osiguranja u odnosu prema njihovom udjelu u investicijskom portfelju neživotnih osiguranja. Kao razlog spomenutome može se istaknuti činjenica da su ugovori o životnom osiguranju sklopljeni na dulje razdoblje te se dugoročnim ulaganjima postiže njihova ročna usklađenost s dugoročnim obvezama društva za osiguranje.

Ulaganje u dionice u investicijskom portfelju životnih osiguranja zastupljeno je, u najvećem broju zemalja, s udjelom manjim od 10%. Iznimku predstavljaju Danska i Švedska u kojima je udio ulaganja u dionice oko 40% investicijskog portfelja, a u Finskoj, Francuskoj i Singapuru se udio ulaganja u dionice kreće oko 20% investicijskog portfelja (OECD, 2012., str. 17). Općenito, kod neživotnih osiguranja udio ulaganja u dionice je veći nego kod životnih osiguranja, što pokazuju rezultati istraživanja prema kojima Finska i Austrija više od 40% investicijskog portfelja ulažu u dionice, dok Francuska, Norveška, Poljska i SAD ulažu u dionice oko 20% investicijskog portfelja. Ipak, u najvećem broju promatranih zemalja, udio ulaganja u dionice čini 10% ili manje (OECD, 2012., str. 18).

U investicijskom portfelju društava za osiguranje promatranih zemalja najmanji udio imaju ulaganja u nekretnine. Taj se udio kod društava za životno osiguranje kreće u rasponu od minimalnih 1% udjela investicijskog portfelja u Kanadi do maksimalno 15% u Australiji, dok je kod društava za neživotno osiguranje udio ulaganja u nekretnine nešto veći te iznosi maksimalno 25% u Velikoj Britaniji, a minimalno 1-2% u Nizozemskoj, Danskoj i SAD-u.

Istraživanjem investicijske politike i strukture investicijskog portfelja društava za osiguranje koja djeluju u Europskoj uniji, zaključuje se da s ciljem osiguranja pokriva svojih dugoročnih obaveza proizašlih iz sklopljenih ugovora o osiguranju, struktura investicijskog portfelja europskih osiguravatelja kreira se na način da se najveći iznosi ulažu u financijske instrumente s fiksnim prinosom poput državnih obveznica, korporativnih obveznica, pokrivenih obveznica i izravne kredite malim i srednjim poduzetnicima (Insurance Europe, 2014., str. 33-34). Posljedično, evidentna je veća sklonost europskih osiguravatelja ulaganju u dužničke, naspram vlasničkih vrijednosnih papira.

5. UTJECAJ FINACIJSKE KRIZE NA STRUKTURU INVESTICIJSKOG PORTFELJA DRUŠTAVA ZA OSIGURANJE

Opstanak i razvoj financijskih tržišta, u okviru kojeg i tržišta osiguranja, nužno se mora razmatrati zajedno sa stanjem i trendovima u realnom sektoru svake pojedine zemlje i na globalnoj razini. Globalna financijska kriza koja je započela u SAD-u 2007. godine, a zatim se 2008. godine proširila i na ostale

zemlje širom svijeta, prenijela se iz sveukupnog financijskog sektora na realni sektor te dovela do brojnih gospodarskih problema, poput porasta nezaposlenosti, pada proizvodnje, pada bruto domaćeg proizvoda i drugih. Uzimajući u obzir temeljnu djelatnost društava za osiguranje koja obuhvaća pružanje ekonomske zaštite pojedincima (stanovništvu) i gospodarskim subjektima, a zauzvrat naplaćuju premije osiguranja, može se zaključiti da međusobno prelijevanje efekata financijske krize iz financijskog u realni sektor i obrnuto ima snažan utjecaj na industriju osiguranja u svijetu.

Iako društva za osiguranje nisu uzrokovala nastanak financijske krize, niti su bila čimbenik njezinog daljnjeg produblivanja i širenja, ona su izložena krizi na barem dvije razine (Jakovčević, 2011., str. 1):

1) budući da društva za osiguranje preuzimaju rizike iz realnog sektora koji je u recesiji, potražnja za osiguranjem opada i kapacitet prodaje slabi;

2) javlja se problem pokrića isplate šteta i osiguranih svota iz prikupljenih premija i financijske imovine.

Na temelju podataka prezentiranih u prethodnom poglavlju, zaključuje se da financijska kriza nije dovela do smanjenja ulaganja promatranih društava za životno osiguranje. Naprotiv, kroz cijelo promatrano razdoblje (2007. - 2012.), njihova ulaganja konstantno rastu. Struktura ulaganja društava za životno osiguranje u Republici Hrvatskoj značajno se promijenila te je moguće primijetiti trend povećanja udjela ulaganja koja se drže do dospijeaća (sa 22% u 2007. na 48% u 2012. godini), kao i trend smanjenja ulaganja po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka i ulaganja u depozite, zajmove i potraživanja.

Financijska kriza rezultirala je padom ukupnih ulaganja društava za neživotno osiguranje u 2008. godini. Oporavak, odnosno povećanje ulaganja uslijedio je već u sljedećoj godini, a pozitivan trend dalje se zadržao kroz cijelo promatrano razdoblje. Tijekom 2008. godine došlo je i do najvećih oscilacija u strukturi ulaganja društava za neživotno osiguranje. Naime, ulaganja u depozite, zajmove i potraživanja u toj su se godini povećala za 20 % u odnosu prema prethodnoj godini, dok su se ulaganja po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka u istom razdoblju smanjila za 13%. Do 2012. godine struktura ulaganja društava za neživotno osiguranje vratila se na razine iz pretkrizne 2007. godine.

Iako je u promatranom razdoblju došlo do preslagivanja investicija unutar investicijskog portfelja u smislu vrste vrijednosnih papira u koje se ulaže te značajnosti pojedine kategorije financijske imovine (prema MRS-u 39), zaključuje se da se u vrijeme krize i recesije preferencije javnosti mijenjaju u korist tradicionalnih financijskih posrednika (u koje se ubrajaju i društva za osiguranje) te dolazi do povećane potražnje za štednim depozitima i klasičnim oblicima osiguranja. Analizom udjela imovine društava za

osiguranje u ukupnoj imovini cjelokupnog financijskog sustava, zaključuje se da je udio ukupne imovine društava za osiguranje stabilan te u cijelom promatranom razdoblju iznosi oko 6%.

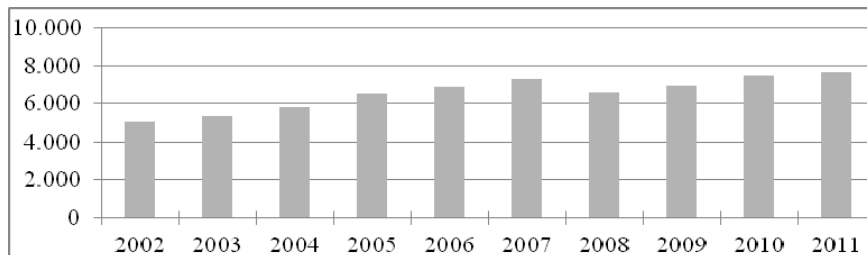
Učinci globalne financijske krize ogledaju se u promjeni strukture i vrijednosti iznosa aktive i pasive društava za osiguranje na međunarodnoj razini. Slom financijskih tržišta utjecao je na vrijednost investicijskog portfelja društava za osiguranje, a posredno i na obećana plaćanja vlasnicima polica osiguranja. Promjene u vrijednosti i prinosima investicijskog portfelja društava za osiguranje nisu posljedica drugorazrednih hipotekarnih kredita već su banke, s kojima su društva za osiguranje povezana kroz depozite i ulaganja u vrijednosne papire, osjetile snažnije učinke financijske krize što se odrazilo na tržište osiguranja. Na globalnoj razini, društva za osiguranje su u razdoblju od sredine 2008. godine do početka 2010. godine pretrpjela gubitke imovine u iznosu od 261 milijarde US \$ (OECD, 2010., str. 7). Rizične okolnosti uslijed financijske krize dovele su do pada potražnje za policama osiguranja, što je zajedno sa znatnim gubicima proizašlim iz investicijskih aktivnosti, dovelo do značajnog restrukturiranja investicijskog portfelja društava za osiguranje.

U razvijenim zemljama društva za osiguranje predstavljaju vrlo važne institucionalne investitore što pokazuje podatak o udjelu imovine društava za osiguranje u ukupnoj imovini svih institucionalnih investitora. Na europskom tržištu osiguranja 42% ukupne imovine svih institucionalnih investitora čini imovina društava za osiguranje, dok u Njemačkoj, Francuskoj, Italiji i Portugalu njihov udio prelazi 50% (EFAMA, 2009.). Životna osiguranja u razvijenim zemljama najveći dio sredstava ulažu u dugoročne obveznice kao vrijednosne papire koji osiguravaju niže prinose, ali nose i manji rizik u usporedbi s vlasničkim vrijednosnim papirima. Neživotna osiguranja u razvijenim zemljama veliki dio svojih sredstava drže u novcu ili novčanim ekvivalentima, ili ulažu u vrijednosne papire s kratkim rokom dospijeca, poput komercijalnih zapisa i/ili trezorskih zapisa. U usporedbi sa životnim osiguranjima, neživotna osiguranja više svojih sredstava ulažu u dionice, a u manjem udjelu ulažu u obveznice. Na razini zemalja OECD-a, prema podacima za 2009. godinu prosječan udio ulaganja u obveznice za životna osiguranja iznosi 69%, dok za neživotna osiguranja iznosi 61%. Istovremeno, udio ulaganja u dionice za životna osiguranja iznosi 8%, dok za neživotna osiguranja prosječno iznosi 15% (OECD, 2010., str. 11).

Analizira li se utjecaj financijske krize na razini Europe, može se primijetiti da se kriza koja je Europu pogodila u drugoj polovici 2007. godine, najjače odrazila na 2008. godinu u kojoj se investicijski portfelj društava za osiguranje smanjio za gotovo 1.000 milijardi eura.

Grafikon 7.

Investicijski portfelj društava za osiguranje u Europi (u milijardama eura)

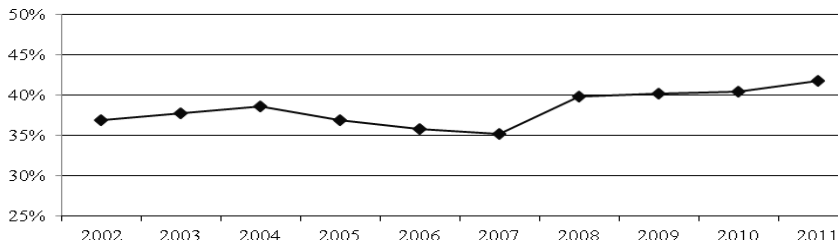


Izvor: Insurance Europe (2011.). *European insurers' investment portfolio*, str. 1.

Osim promjene u visini investicijskog portfelja, financijska kriza dovela je i do, prethodno spomenutih, promjena u njegovoj strukturi. Te promjene najizraženije su kod ulaganja u dužničke vrijednosne papire i druge vrijednosne papire s fiksnim prinosom te ulaganja u dionice i druge vrijednosne papire s promjenjivim prinosom.

Grafikon 8.

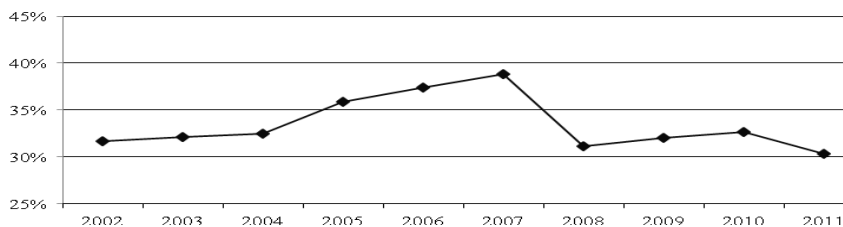
Ulaganja u dužničke vrijednosne papire i druge vrijednosne papire s fiksnim prinosom



Izvor: Insurance Europe (2011.). *European insurers' investment portfolio*, str. 7.

Grafikon 9.

Ulaganja u dionice i druge vrijednosne papire s promjenjivim prinosom



Izvor: Insurance Europe (2011.). *European insurers' investment portfolio*, str. 7.

Iz grafikona se vidi da je financijska kriza rezultirala konzervativnijom investicijskom politikom društava za osiguranje te da je u razdoblju od početka financijske krize povećan iznos ulaganja u sigurnije oblike financijske imovine. Naime, ulaganja u vrijednosne papire s fiksnim prinosom povećala su se s 35% udjela u investicijskom portfelju u 2007. godini na 42% udjela u 2011. godini, dok su ulaganja u dionice i druge vrijednosne papire s promjenjivim prinosom s gotovo 40% udjela u investicijskom portfelju 2007. godine pala na 30% u 2011. godini.

6. ZAKLJUČAK

Investicijska politika društva za osiguranje obuhvaća dva segmenta: alokaciju imovine raspoložive za investiranje unutar pojedinih imovinskih razreda te alokaciju konkretne vrijednosnice unutar pojedinog imovinskog razreda. Primarni zadatak društava za osiguranje je gospodarenje imovinom u smislu očuvanja realne vrijednosti te ispunjenje obveza iz sklopljenih ugovora o osiguranju, zbog čega su društva za osiguranje dužna konzervativno upravljati svojim investicijskim portfeljem, tj. načelo profitabilnosti podrediti načelima sigurnosti i likvidnosti.

Osnovni cilj ovoga rada bio je analizirati strukturu investicijskog portfelja društava za osiguranje u Hrvatskoj. Uočeno je da je investicijski portfelj društava za osiguranje određen, ali i ograničen, izvorima sredstava iz kojih se oblikuje (kapital, matematička pričuva i tehnička pričuva). Regulator strogo propisuje dopuštena ulaganja, kao i ograničenja istih te su sva društva za osiguranje obvezna pridržavati se istih s ciljem očuvanja stabilnosti tržišta osiguranja i cjelokupnog financijskog tržišta. Rezultati istraživanja pokazuju da društva za osiguranje koja posluju u Hrvatskoj poštuju zahtjeve regulatora.

U investicijskom portfelju životnih osiguranja veći je udio obveznica i dužničkih dugoročnih vrijednosnih papira s fiksnim prinosom u odnosu prema investicijskom portfelju neživotnih osiguranja. Slijedom spomenutog, zaključuje se da je u investicijskom portfelju neživotnih osiguranja veći udio glavnčkih instrumenata u usporedbi s njihovim udjelom u investicijskom portfelju životnih osiguranja.

Struktura imovine koja čini investicijski portfelj društava za osiguranje različita je u različitim zemljama. Ipak, najveći dio investicijskog portfelja europskih društava za osiguranje čine dužnički vrijednosni papiri i drugi vrijednosni papiri s fiksnim prinosom, dok manji udio čine dionice, udjeli u investicijskim fondovima i drugi vrijednosni papiri s promjenjivim prinosom. Struktura investicijskog portfelja društava za osiguranje u Hrvatskoj ne razlikuje se značajno od strukture investicijskog portfelja razvijenijih tržišta osiguranja, a udio prinosa i troškova od ulaganja iz pojedinog izvora sredstava koreliran je s udjelom ulaganja tog sredstva u ukupnom ulaganju društva.

S obzirom na kategoriju ulaganja u koju su ista sistematizirana u financijskim izvještajima društava za osiguranje, najveći udio otpada na ostala financijska ulaganja koja obuhvaćaju ulaganja u neku od četiri kategorije financijske imovine u skladu s MRS-om 39 Financijski instrumenti: priznavanje i mjerenje. U investicijskom portfelju životnih osiguranja najveći udio čine ulaganja koja se drže do dospeljeća i financijska imovina raspoloživa za prodaju, zatim zajmovi i potraživanja, dok najmanji udio čini financijska imovina po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka. Kod neživotnih osiguranja, u investicijskom portfelju najveći udio čine zajmovi i potraživanja, podjednak udio otpada na ulaganja koja se drže do dospeljeća i financijsku imovinu raspoloživu za prodaju, a najmanji udio čini financijska imovina po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka. U skladu s modelom naknadnog mjerenja pojedine kategorije financijske imovine, zaključuje se da se više od 50% investicijskog portfelja društava za osiguranje naknadno mjeri po amortiziranom trošku, a manji udio investicijskog portfelja se mjeri po fer vrijednosti.

Može se zaključiti da je globalna financijska kriza imala značajan utjecaj na promjenu strukture investicijskog portfelja društava za osiguranje u promatranom razdoblju te da je uzrokovala promjene u kreiranju njihove investicijske politike u razdoblju nakon nastupa globalne financijske krize. To je rezultiralo konzervativnijom investicijskom politikom životnih osiguranja, odnosno povećanjem ulaganja u sigurnije plasmane poput državnih obveznica i depozita u bankama, a smanjivanjem ulaganja u dionice i udjele u investicijskim fondovima. Najveći udio ulaganja odnosi se na ulaganja u najsigurnije investicijske kategorije koji obuhvaćaju vrijednosne papire koje izdaje Republika Hrvatska, Hrvatska narodna banka i Hrvatska banka za obnovu i razvitak te dužničke vrijednosne papire za koje je Republika Hrvatska dala jamstvo.

Također, zaključuje se da kretanja na financijskim tržištima izravno utječu na odluke osiguravatelja u kreiranju investicijske politike. Ukoliko se ulaže u vrijednosne papire s promjenjivim prinosom, zaključuje se da je volatilitet investicijskog portfelja veća što je duži prosječni rok do njegova dospeljeća.

Globalna financijska kriza narušila je stabilnost i integritet nacionalnih tržišta osiguranja širom svijeta. Ipak, analizom kretanja vrijednosti ukupne imovine kao i ukupnih ulaganja društava za osiguranje u Hrvatskoj u promatranom razdoblju primjetan je trend konstatnog porasta njihove vrijednosti. Spomenuto je zasigurno rezultat kvalitetnog menadžmenta pojedinog društva za osiguranje i snažnijih regulatornih zahtjeva i ograničenja. Također, trendovi kretanja vrijednosti ulaganja društava za osiguranja kao i kretanje ukupne imovine društava za osiguranje u ukupnoj aktivi svih financijskih institucija upućuju na zaključak da se u vrijeme krize i recesije povjerenje javnosti mijenja u korist tradicionalnih financijskih institucija i posrednika te raste potražnja za tradicionalnim financijskim proizvodima poput štednih depozita u bankama i klasičnim oblicima osiguranja, dok istovremeno dolazi do smanjenja potražnje za ulaganjem u dionice, nekretnine i udjele investicijskih fondova zbog visoke neizvjesnosti i rizika ulaganja.

U budućim istraživanjima potrebno je istražiti i analizirati primijenjenu metodu upravljanja investicijskim portfeljem u Hrvatskoj i odabranim razvijenim i tranzicijskim zemljama te analizirati utjecaj globalne financijske krize na promjene u istima. Nadalje, predlaže se analiza vrijednosti efikasnosti, odnosno prinosa od ulaganja u promatranom razdoblju. Zaključno, promatrano s aspekta utjecaja globalne financijske krize na stanje i kretanja na tržištu osiguranja, potrebno je postojeće istraživanje proširiti analizom utjecaja financijske krize na kapacitet i obujam prodaje, odnosno kretanje premijskih prihoda.

LITERATURA

Akdeniz, L., Altay-Salih, A., Aydogan, K. (2000), *Cross Section of Expected Stock Returns in ISE*, Bilkent University, Faculty of Business Administration, dostupno na: <http://aydogan.bilkent.edu.tr/CrossSection.pdf> (26.06.2014.)

Andrijašević, S. (1999), Životna osiguranja i upravljanje portfoliom životnih osiguranja. *Ekonomski pregled*, vol. 50, broj 5/6, str. 557-592.

Anđelinović, M. (2011), *Utjecaj ekonomskih ciklusa na oblikovanje investicijskog portfelja društava za osiguranje*, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Split.

Australian Independent Financial Advisers, *Modern Portfolio Theory Criticism*, dostupno na: <http://www.travismorien.com/FAQ/portfolios/mptcriticism.htm>, (4.05.2014.)

Babić, I. (2004), Upravljanje portfeljom osiguravajućih društava uz raspoložive financijske instrumente. *Osiguranje: hrvatski časopis za teoriju i praksu osiguranja*. 45, 5, str. 13-20.

Bendeković, D. (2000), Pristup procjeni rizika i povrata kod ulaganja u obične dionice. *Ekonomski pregled*, 51 (11-12), str. 1282-1312.

CEA (2007), *Solvency II, Understanding the Process*.

Direktiva 2002/83. Službeni list Europske unije, 06/10, 2002.

EC (2002), *Paper for the Solvency Subcommittee, Considerations on the design of the future prudential supervisory system*. MARKT/2535/02.

EFAMA (2009), *Asset management in Europe: fact and figures. EFAMA's Second Annual Report*. Brussels.

FINA, *Registar godišnjih financijskih izvještaja*, <http://rgfi.fina.hr/IzvjestajiRGFI.web/main/home.jsp>

French, C. W. (2003), The Treynor Capital Asset Pricing Model. *Journal of Investment Management*, Vol. 1, No. 2, str. 60-72.

Gulin, D., Perčević, H. (2013), *Financijsko računovodstvo – izabrane teme*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

HANFA (2009), *Godišnje izvješće 2008*.

HANFA (2010), *Godišnje izvješće 2009*.

HANFA (2011), *Godišnje izvješće 2010*.

HANFA (2012), *Godišnje izvješće 2011*.

HANFA (2013), *Godišnje izvješće 2012*.

Huberman, G., Wang, Z. (2005), *Arbitrage Pricing Theory*. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 216., August.

Insurance Europe (2011), *European insurers' investment portfolio*, dostupno na: <http://www.insuranceeurope.eu/facts-figures/statistical-series/investment> (27.06.2014.)

Insurance Europe (2014), *European Insurance in Figures*. February, Statistics No. 48, dostupno na: <http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/european-insurance-in-figures-2.pdf> (28.06.2014.)

Jakovčević, D. (2011), *Utjecaj krize na hrvatski osigurateljni sektor*, dostupno na: <http://web.efzg.hr/dok/fin/mmihelja/RRIF%20-utjecaj%20krize%20na%20hrvatski%20osigurateljni%20sektor.pdf> (08.07.2014.)

Jakovčević, D., Krišto, J. (ur.) (2012), *Industrija osiguranja u Hrvatskoj: promjene u okruženju, novi proizvodi, regulacija i upravljanje rizikom*, Zagreb: Grafit-Gabrijel d.o.o.

Jerončić, M., Aljinović, Z. (2011), Formiranje optimalnog portfelja pomoću Markowitzevog modela uz sektorsku podjelu kompanija. *Ekonomski pregled*, 62 (9-10), str.583-606.

Kočović, J., Rakonjac Antić, T., Jovović, M. (2011), The impact of the global financial crisis on the structure of investment portfolios of insurance companies. *Economic Annals*, Vol. LVI, No. 191 October – December, str. 143-161.

KPMG (2009), *Solvency II: A closer look at the evolving process transforming the global insurance industry*, dostupno na: <https://www.kpmg.com/US/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Document/s/solvency-II.pdf> (08.07.2014.)

Krišto, J. (2007), *Upravljanje aktivom osiguravajućih društava*, magistarski rad, Ekonomski fakultet Split.

Labudović, J. (2010), Plasmani društava za osiguranje života. *Glasnik prava*, godina I, broj 1, dostupno na: <http://www.jura.kg.ac.rs/index.php/sr/gplat-1-2010.htm> (27.06.2014.)

Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, str. 77-91.

Narodne novine (2009a), *Međunarodni standardi financijskog izvještavanja*, Narodne novine 136/2009.

Narodne novine (2009b), *Pravilnik o vrstama i obilježjima imovine za pokriće tehničkih pričuva, pravilima za disperziju i ograničenje ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva, njihovom vrednovanju, usklađenosti, pravilima za upotrebu izvedenih financijskih instrumenata te načinu i rokovima izvješćivanja*. Narodne novine 119/2009, 155/2009, 1/2012, 39/2012, 79/2013, 105/2013.

Narodne novine (2005), *Zakon o osiguranju*. Narodne novine 151/2005, 87/2008, 82/2009, 54/2013.

Njegomir, V. (2006), *Struktura financijskog sustava i pozicija osiguravajućih i reosiguravajućih društava. Osiguranje: hrvatski časopis za teoriju i praksu osiguranja*, 47 (12), str. 48-57.

Njegomir, V. (2007), *Novi režim supervizije solventnosti u EU – Solvency II. Osiguranje: hrvatski časopis za teoriju i praksu osiguranja*, 48 (3), str. 58-67.

OECD (2010), *The impact of the financial crisis on the insurance sector and policy responses*. Paris.

OECD (2012), *Global Insurance Market Trends 2012*.

Palmiter, A. R. (2003), *Critique of CAPM*, Wake Forest University, School of Law, dostupno na: <http://users.wfu.edu/palmitar/Law&Valuation/chapter%202/2-5-3.htm> (26.06.2014.)

Papanikolaou, D. (2013), *Arbitrage Pricing Theory*. Kellogg School of Management, Northwestern University, dostupno na: <http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/papanikolaou/htm/finc460/ln/lecture6.pdf>, (21.08.2013.)

Rasiah, D. (2012), *Post-modern portfolio theory supports diversification in an investment portfolio to measure investment's performance. Journal of Finance and Investment Analysis*. Vol. 1, No. 1, str. 69-91.

Ross, S. (1976), *The arbitrage theory of capital asset pricing. Journal of Economic Theory*, 13, str. 341–360.

Rubinstein, M. (2002), *Markowitz's „Portfolio Selection“: A Fifty-Year Retrospective. The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 3, str. 1041-1045.

Swisher, P., Kasten, G. W. (2005), *Post-modern portfolio theory. Journal of Financial Planning*, September Issue.

Swiss Re (2006), *Sigma No. 4/2006*.

Mirjana Hladika, Ph. D.

Senior assistant
Faculty of Economics and Business, University of Zagreb
E-mail: mhladika@efzg.hr

Marija Marić, mag. oec.

Student
Faculty of Economics and Business, University of Zagreb

**ANALYSIS OF THE INSURANCE COMPANY INVESTMENT
PORTFOLIO IN THE REPUBLIC OF CROATIA*****Abstract***

Insurance companies are very important institutional investors on the financial market. Importance of investment activities and the creation of investment portfolio arise from the core activities of insurance companies. This paper analyzes the structure of investment portfolio of insurance companies in the period from 2007 to 2012. Also, the paper analyzes the development and trends on the national and international insurance market. The research results show that in the period, marked by the global financial crisis, there was a reshuffling of investment in an investment portfolio. That followed as a result of more stringent regulatory requirements and restrictions in the creation of investment policy. The analyses showed that, in the period, investments in the safer financial instruments (government bonds and bank deposits) are increased and the investments in risky financial instruments such as stocks and shares in investment funds are reduced. In life insurance the largest part of investments is classified in the financial assets held to maturity and financial assets available for sale. Investment portfolio of non-life insurance is dominated by loans and receivables, while financial assets held to maturity and financial assets available for sale are equally represented. Finally, the conclusion is that the most of investment portfolio of the insurance companies is subsequently measured at amortized cost and the proportion of the investment portfolio, which is subsequently measured at fair value, is reduced.

Key words: theories of portfolio management, regulatory restrictions and investment portfolio, life and non-life insurance, accounting treatment of financial assets, financial crisis, Croatia

JEL classification: G11, G22