

Stručni rad

# ■ Odabrani kontraintuitivni aspekti ulaganja u vlasničke instrumente (na primjeru investicijskog portfolia europskih osiguravatelja)

Emil Mihalina<sup>1</sup>

**Sažetak:** Alternativne investicije u smislu komponente investicijskog portfolia europskih osiguravatelja karakterizira rastući značaj. Stoga, preglednim radom su obuhvaćeni izdvojeni nalazi dvaju relevantnih istraživanja profitno-rizičnih obilježja vlasničkih ulaganja i to (i) jednog segmenta alternativnih investicija - neuvrštenih investicija rizičnog kapitala, Venture capital te (ii) najsigurnijih, Blue chip dionica uvrštenih na razvijenim tržištima kapitala (SAD). Povijesna distribucija prinosa promatranog razdoblja za vlasnička ulaganja u Blue Chip dionice može se u određenoj mjeri označiti usporedivom sa Venture capital investicijama rizičnog kapitala, što je sa aspekta cjenovnog rizika na određen način kontraintuitivno. S druge strane, očigledna razlika u profitno-rizičnom profilu je vrijeme: dokazi sugeriraju kako bi se moglo ustvrditi da investicije rizičnog kapitala sadrže više cjenovnog rizika po jedinici vremena obzirom je potrebno kraće vrijeme za otkrivanje cijene od investicija u javna dionička društva.

**Gljučne riječi:** ulaganja osiguravatelja, distribucija prinosa, uvrštene dionice, investicije rizičnog kapitala

## 1. UVODNO

Osiguravajuća društva kao potporu svoje osnovne djelatnosti osiguranja obrtimice u svome poslovanju obavljaju i investitorsku djelatnost. Te su dvije djelatnosti međusobno povezane i potpuno neodvojive, zbog čega se osiguravajuća društva označavaju institucionalnim investitorima. Na taj je način u srži osiguravateljske industrije djelatnost financijskih analitičara u smislu vrednovanja i upravljanja vrijednošću. Vrednovanje i upravljanje vrijednošću ostvaruje se kroz međuovisnost imovine i obveza svakog konkretnog osiguravatelja.

<sup>1</sup> Doc. dr. sc. Emil Mihalina, Koncern Agram, Zagreb, e mail [emil.mihalina@koncern-agram.hr](mailto:emil.mihalina@koncern-agram.hr)

Konkretna osiguravateljska djelatnost određuje strukturu imovine potrebnu za njezino obavljanje, a prema strukturi te imovine treba oblikovati strukturu kapitala i ukupnih obveza osiguravatelja. [Orsag, Mihalina] U okruženju nultih odnosno negativnih referentnih kamatnih stopa povrat na investicije europskih osiguravatelja kontinuirano se sažima. Investicijski prinosi na četiri dominantne investicijske klase koje čine približno 2/3 investicijskih portfelja osiguravatelja – državne i korporacijske obveznice, uvrštene (listane) dionice i investicijski fondovi – korigirali su se sa medijalnog prinosa od 2,83% u 2016. na samo 0,31% u 2018. Stoga, osiguravatelji se u većoj mjeri izlažu niže likvidnim tzv. *alternativnim investicijama* poput neuvrštenih dionica, fondova rizičnog kapitala, vlasničkih udjela u društvima specifičnih namjena, hipoteka, zajmova, infrastrukturnih instrumenata, dohodovnoj fiksnoj imovini i dr. Krajem 2019. osiguravatelji iz sektora životnih osiguranja držali su dominantni dio investicijskog po u obveznicama, državnim (41%) i korporacijskim (29,7%), nakon čega po značaju slijede vlasnički udjeli u neuvrštenim dionicama (7,1%) i uvrštenim dionicama (5,1%). Osiguravatelji iz sektora neživotnih osiguranja držali su dvije trećine investicijskog portfolia u obveznicama (podjednakog udjela državnih i korporacijskih), te 5,3% u uvrštenim dionicama i 4,1% u neuvrštenim. S druge strane, mješovita, kompozitna društva za osiguranje držala su čak 14,2% investicijskog portfolia u neuvrštenim vlasničkim instrumentima, a reosiguravatelji su u neuvrštenim vlasničkim instrumentima držali osobito visokih 52,6% investicijskog portfolia. [EIOPA] Te se investicije označavaju alternativnima. Stoga, ovim se radom prikazuju određeni empirijski aspekti obzirom na profil rizičnosti i to (i) ulaganja u vlasničke uvrštene instrumente VS (ii) alternativne, neuvrštenne vlasničke instrumente i to konkretno one koji se označavaju najrizičnijima, investicijama u rizični kapital tj. *Venture capital* investicijama na primjeru SAD-a.

## 2. LOVCI NA KITOVE

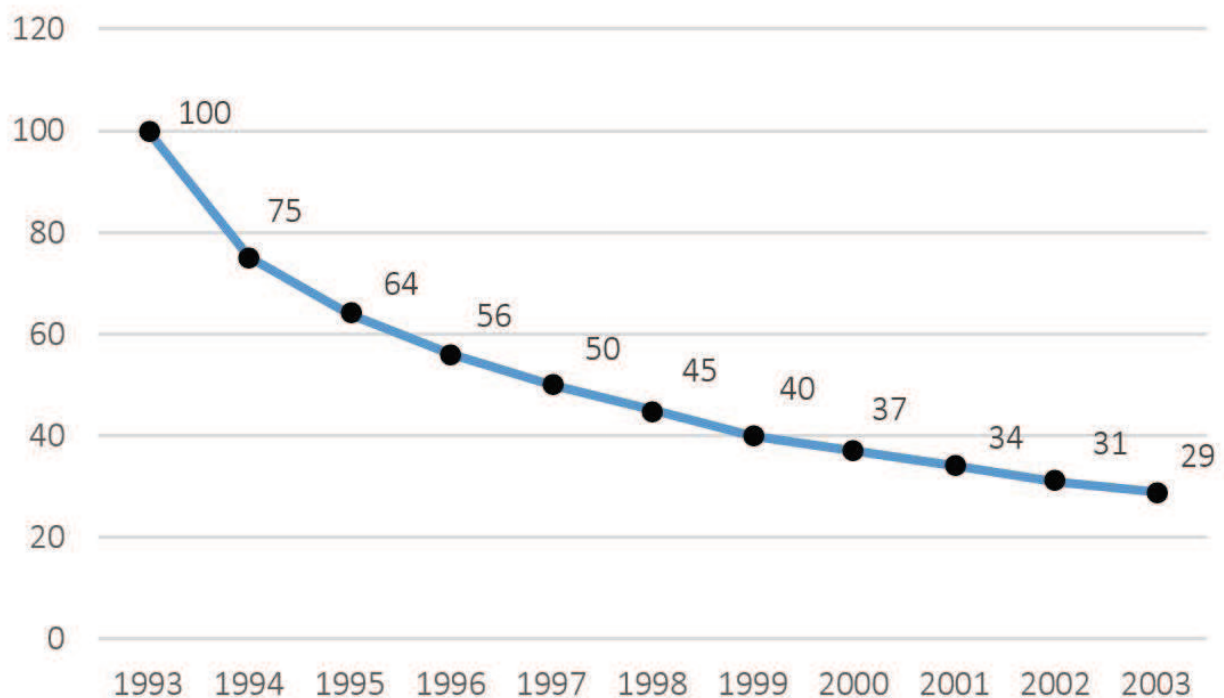
Davno prije današnjih poslovnih začetaka u tehnološkom sektoru pojavila su se prva neformalna tržišta za ulaganja u visoko rizične poslovne začetke. Konkretno, radilo se o financiranju visoko rizičnih putovanja lovaca na kitove. *New Bedford* u 19. st. nije bio jedina luka lovaca na kitove u SAD-u, niti su Amerikanci bili jedina nacija lovaca na kitove. Usprkos, od procijenjene flote toga vremena (1850.) od 900-ak aktivnih brodova-lovaca čak njih 700-ak procjenjuje se da su bili američki, a od tog broja čak je 70% dolazilo iz malog ribarskog mjesta *New Bedford*. [Pease] Oni *nisu* izmislili novu vrstu broda ili tehnologije lova na kitove, njihova praćenja i pronalaženja, no lovci na kitove iz *New Bedford*-a dominirali su industrijom lovaca na kitove i ostvarivali su superiorne povrate na angažiran kapital. Sve to zahvaljujući inovativnoj tehnologiji financiranja rizičnih poslovnih začetaka koja se održala do danas, a označava se investicijama rizičnog kapitala tj. *Venture capital* investicijama. Drugim riječima, opisani uspjeh ne objašnjava se pojavom revolucionarne tehnologije ili sredstva za lov na kitove, već uspostavom novog poslovnog modela financiranja visoko rizičnih poduhvata (lova na kitove). Taj novi način organiziranja investicija u rizične poduhvate pokazao se ekstremno učinkovitim u prikupljanju i alokaciji kapitala prema vještim *lovcima* usprkos immanentnim rizicima kojima su bila izložena njihova putovanja. Poslovni začeci u

svojoj inovacijskoj fazi financiraju se predominantno fondovima rizičnog kapitala.

### 3. (NE)VJEROJATNOST PREŽIVLJAVANJA POSLOVNOG ZAČETKA

Iskustveno, preko 70% poslovnih začetaka ne uspije preživjeti prvih deset godina. Poslovno preživljavanje pada na samo 10% u 25 godina od poslovnog začetka. [Shane] Spomenute stope preživljavanja poslovnih začetaka prilično su stabilne u dugom roku, pa je tako za svoje vrijeme Keynes ustvrdio *da bi bilo teško očekivati da će bilo tko, znajući da su šanse da preživi 10% u dugom roku, hladnokrvno prihvatiti rizik poslovnog začetka*. Druga pak istraživanja ukazuju da preko polovice (51,2%) poslovnih poduhvata ne preživi prvih pet godina poslovanja. [Leach/Melicher, U.S. Census data]

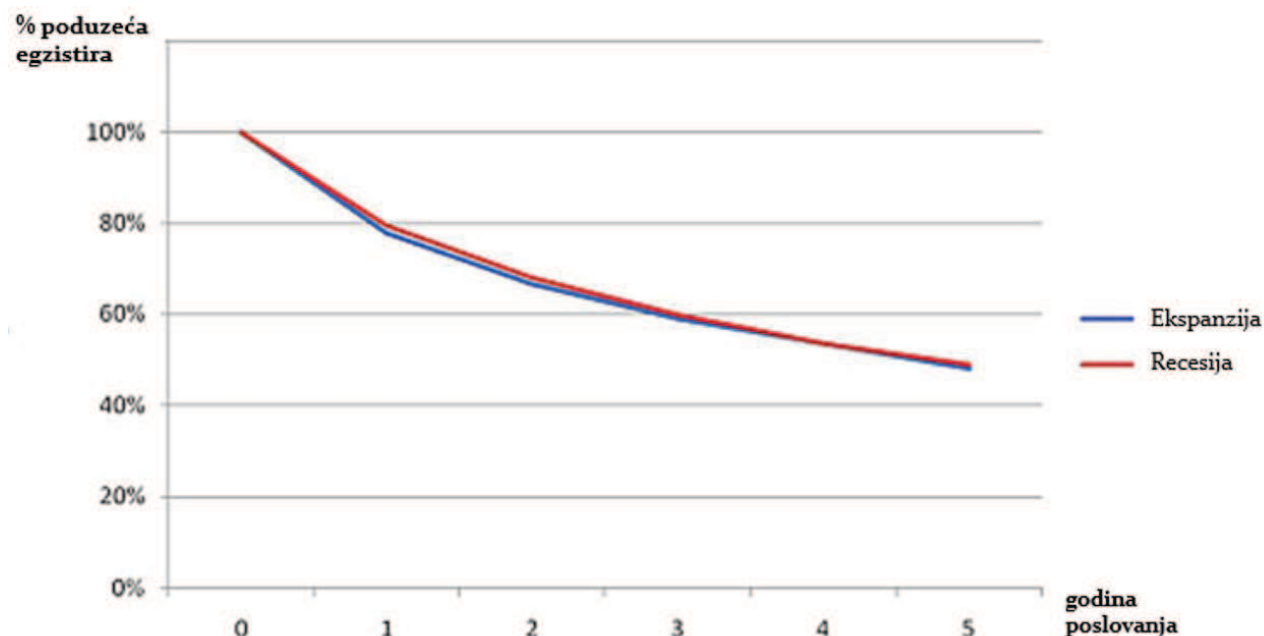
**Graf 1:** Udjel egzistirajućih poduzeća u novoosnovanima 1993. – 2003.



Izvor: S.A Shane

Stopa preživljavanja u velikoj je mjeri neelastična u odnosu na izolirano promatrano povijesno razdoblje, poslovno okruženje i općenito razlikovne poslovne činitelje koji su karakteristični za pojedino razdoblje. Dodatno, dokazi sugeriraju da trenutak zasnivanja poslovnog poduhvata, u smislu početka u recesiji ili ekspanziji ekonomske aktivnosti, ne utječe bitno na stopu poslovnog preživljavanja. [Shane]

**Graf 2:** Preživljavanje novoosnovanih poduzeća u svezi sa točkom poslovnog ciklusa



Izvor: S.A Shane

Ako su šanse toliko male, koji je *ratio* – stavljajući po strani poopćeni rezon „ja sam taj koji će uspjeti“ – koji motivira poduzetnike na nove poduhvate odnosno (profesionalne) investitore na ta ulaganja? Sa stajališta profesionalnih investitora možebitno se radi rezoniranju o poslovnim začecima kroz paradigmu opcija. Sastavljači opcija dominantno ostvaruju male primitke (premije) sa vrlo niskom vjerojatnošću da će, ukoliko opcija bude u novcu, izgubiti mnogo. Kupci opcija, tj. investitori u poslovne začetke su pak spremni veći dio vremena (odnosno na većem broju pojedinačnih investicija) gubiti malo tj. ograničeno (premiju) sa niskom vjerojatnošću ostvarivanja vrlo velikih zarada ako opcija bude u novcu. Isto vrijedi za osiguravateljnu djelatnost. Ovo poprima svoj puni smisao iz portfolio perspektive, zauzimajući lepezu investicija istodobno formirajući tako dobro diversificirani investicijski portfolio, periodičkim obnavljanjem izloženosti za ona ulaganja koja nisu preživjela.

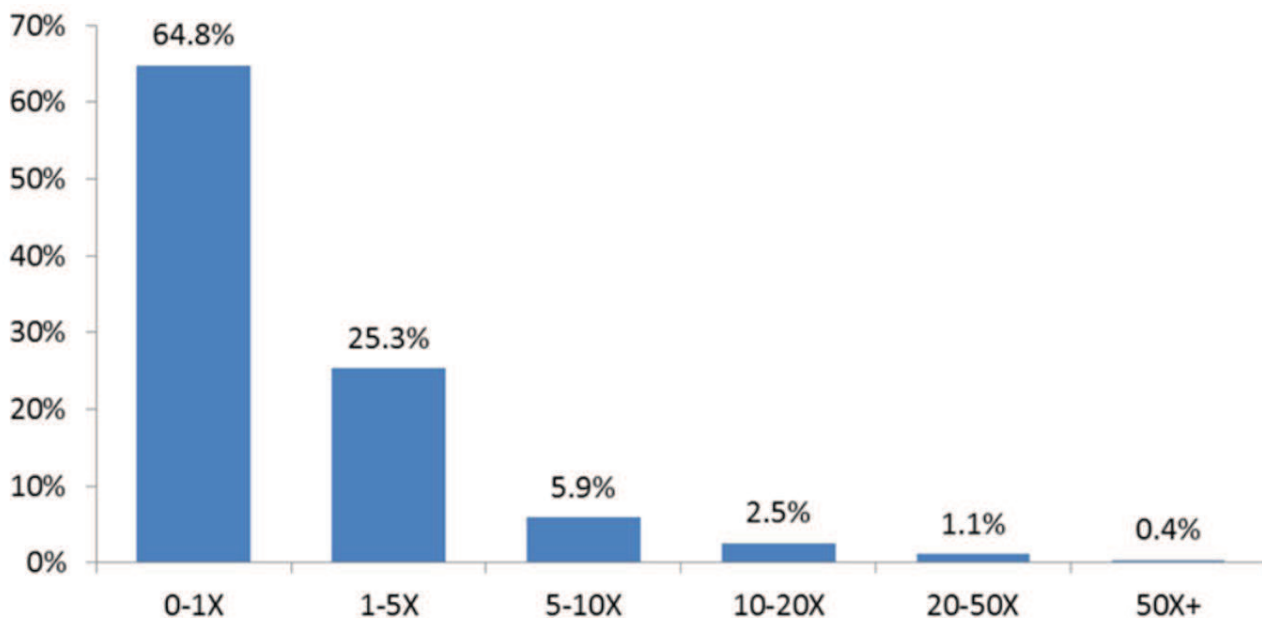
#### 4. KONTRA-INTUITIVNO: SLIČNOSTI DISTRIBUCIJE PRINOSA NA (NEUVRŠTENE) VLASNIČKE INVESTICIJE RIZIČNOG KAPITALA SA ONOM NA UREĐENIM TRŽIŠTIMA KAPITALA

Općenito, dionice tzv. „plavi žetoni“ – žetoni najviše vrijednosti u pokeru – tj. *Blue chip* dionice, vodećih i najznačajnijih poduzeća uvrštenih na javna, organizirana i uređena tržišta a ujedno sastavnice vodećih dioničkih tržišnih indeksa smatraju se manje *rizičnima* od investicija rizičnog kapitala. Pod *rizičnošću* predmnijeva se u prvom redu na cjenovnu komponentu ukupnog rizika. Drugim riječima, smatra se kako ove dvije klase investicija označava bitno različit *profil rizičnosti*. *Blue chip* dionice mogu se označiti standardnim sastavnicama konzervativnih investicijskih

portfelja, podesnima i za portfelje umirovljenika, dok se investicije rizičnog kapitala smatraju karakterističnim sastavnicama portfelja za to specijaliziranih riziku sklonih investitora, institucija specifičnog, agresivnijeg rizičnog profila ili pojedinaca visoke neto vrijednosti odnosno neprimjerenima za tzv. *tradicionalni* portfolio. No, je li tome baš tako?

Kako je prikazano u prethodnom dijelu, većina poslovnih začetaka će propasti, manjina preživjeti, određen će ih broj biti preuzet ili pripojen a samo će neke doživjeti uvrštenja na javna, uređena tržišta kapitala. Prema istraživanju *Correlation Ventures-a* koje je obuhvatilo 21.640 financiranja investicija rizičnog kapitala u razdoblju od 2004.-2013. približno 2/3 će izaći iz posla, 1/4 odbaciti povrate od 1-5 puta, približno 6% će odbaciti povrate od 5-10 puta, oko 1% od 10-20 puta a njih samo 0,4% će odbaciti prinose više od 50 puta (na izvorni iznos investicije):

**Graf 3:** Distribucija prinosa prema udjelu u ukupnom broju financiranja



Izvor: *Correlation Ventures*

Ova distribucija vjerojatnim je razlogom da se investicije rizičnog kapitala uopćeno smatraju visoko rizičnima. Stopa uspješnosti – poduzeća koja prežive i odbace višestruke povrate – je vrlo niska, odnosno doslovno će nekolicina poduzeća poslovnih začetaka postati naširoko poznatim poduzećima uvrštenima na uređena tržišta kapitala. Prinose na ovu klasu investicija gotovo u potpunosti opisuje vrlo mali broj iznimno uspješnih investicija čime je distribucija snažno zakrivljena u desno.

S druge pak strane, prema istraživanju *J.P. Morgan-a* distribucija prinosa za *Blue chip* poduzeća čije su dionice uvrštene u *Russel 3.000* indeks šireg tržišta za razdoblje od 1980.-2014. pokazuje da je 40% svih sastavnica indeksa pretrpjelo tzv. „katastrofalne gubitke“, odnosno pad tržišne cijene dionice za više od 70% koja se nikada nije oporavila. *Katastrofalni gubici* tako označavaju permanentni

pad vrijednosti a ne privremene gubitke tržišne kapitalizacije uslijed pucanja cjenovnih balona poput onih u *Dot.com* cjenovnom balonu (2000.) ili financijskoj krizi (2008.). Valja primijetiti da je distribucija tzv. *katastrofalnih gubitnika* nije ograničena na pojedini sektor, odnosno ovaj se fenomen ne objašnjava disruptivnim promjenama u poslovnom okruženju koje bi označile gubitke karakteristične za jedan ili nekolicinu sektora. Sektore informacijske tehnologije, telekoma i energetike karakterizira najviši udjel katastrofalnih gubitaka. No isključite li se navedeni sektori medijalni prinosi i dalje ostaju slično distribuirani u smislu da približno dvije trećine dionica odbacuje ispodprosječne prinose u odnosu na tržišni indeks a ekstremni dobitnici su na razinama od 7% [Cembalest]:

**Tablica 1:** Udjel dionica koje su pretrpjele katastrofalne gubitke u pojedinom sektoru Russell 3000 indeksa šireg tržišta za razdoblje 1980.-2014.

Sektor	postotak "katastrofalnih gubitnika"
SVI	40%
Trajna potrošna roba	43%
Roba široke potrošnje	26%
Energetski	47%
Materijali	34%
Industrija	35%
Zdravstveni	42%
Financijski	25%
Informacijska tehnologija	57%
Telekomunikacije	51%
Komunalni	13%

Izvor: J.P. Morgan

Prinos u odnosu na tržišni indeks za dvije trećine dionica bio je negativan pri čemu je njih 40% odbacilo negativne apsolutne prinose. Medijalni „*ukupan povijesni prinos*“ – prinos od izlaska u javnost do delistiranja iz bilo kojeg razloga -na dionice svih sektora podbacio je u odnosu na tržišni indeks za čak -54%, dok su efektivno gotovo svi prinosi indeksa objašnjeni sa približno 7% „*ekstremnih dobitnika*“, tj. dionica poduzeća koje su odbacile prinose više od dvije standardne devijacije u odnosu na prosjek prinosa indeksa (uz izuzetak sektora robe široke potrošnje i komunalnog sektora):



**Tablica 2:** Medijalni sektorski prinosi uz udjele dionica relativnih i apsolutnih gubitnika te ekstremnih dobitnika u Russell 3000 indeksu šireg tržišta za razdoblje 1980.-2014.

Sektor	medijalni prinos povrh Russell 3000 indeksa	udjel dionica sa negativnim prinosom u odnosu na tržišni indeks	postotak dionica sa negativnim apsolutnim prinosom	postotak "ekstremnih dobitnika"
SVI	-54%	65%	40%	7%
Trajna potrošna roba	-62%	65%	44%	7%
Roba široke potrošnje	-3%	51%	26%	15%
Energetski	-93%	72%	48%	6%
Materijali	-73%	66%	34%	8%
Industrija	-58%	64%	37%	7%
Zdravstveni	-39%	60%	42%	8%
Financijski	-21%	58%	30%	6%
Informacijska tehnologija	-63%	71%	53%	6%
Telekomunikacije	-57%	68%	54%	6%
Komunalni	-141%	85%	14%	0%

Izvor: J.P. Morgan

Premda udjel katastrofalnih gubitnika raste u razdobljima kontrakcije ekonomske aktivnosti i obratno, stabilna dinamika gubitaka evidentirana je i tijekom ekspanzija ekonomske aktivnosti. Navedeno posebno naglašava važnost (disciplinirane) portfolio diversifikacije, kako u slučaju dionica uvrštenih na organizirana tržišta tako i za investicije rizičnog kapitala u poslovne začetke i kasnije runde financiranja preživjelih poduzeća.

## 5. ZAKLJUČNO

Sumarno, što se cjenovne komponente rizika tiče, na implicirano sigurnijim – *Blue chip* - investicijama u uvrštene vlasničke instrumente sastavnice tržišnog indeksa, promatrano kroz prizmu apsolutnih prinosa, gubi se na približno 40% svih investicija, a relativno – u odnosu na tržišni indeks - na dvije trećine pojedinačnih izloženosti. U slučaju investicija rizičnog kapitala približno dvije trećine ostvaruje povrat od 0-1x na uloženo. Od *Blue chip* dionica približno 7% su ekstremni dobitnici dok je u slučaju *Venture capital* investicija rizičnog kapitala udjel ekstremnih dobitnika, koji ostvaruju povrate od 10 do preko 50 puta na uloženo na razinama od 5%, a onih koji ostvaruju povrat od 10 do 20x na uloženo približno 6%. Za obje investicijske klase, ukupan prinos dominantno je funkcija prinosa ekstremnih dobitnika koji imaju stabilne udjele u ukupnom dobro diversificiranom portfelju kroz vrijeme. Tako bi se ovi rizični profili mogli označiti i ne tako različitima sa aspekta cjenovnog rizika. Jedina, očigledna razlika je vrijeme: da bi se prinosi

koje agregatno odbacuju dionice – po sektorima i pojedinačnim poduzećima – sastavnica indeksa sa uređenih tržišta kapitala izjednačili onima sa investicijama rizičnog kapitala potrebno je okvirno 5 puta dulje vrijeme. Označavanje investicija rizičnog kapitala „rizičnima“ na taj način promatrano znači da je potrebno kraće vrijeme za otkrivanje cijene, tj. za identifikaciju „katastrofalnog gubitnika“ odnosno „ekstremnog dobitnika“, no ne i za raspon varijacije očekivanih prinosa, udjel dobitnika ili gubitnika, ili pak magnitude pomaka – pozitivnih ili negativnih prinosa u dobro diverzificiranom portfelju investicija rizičnog kapitala VS poduzeća uvrštenih na uređena i organizirana javna tržišta. Iskustva iz SAD-a stoga sugeriraju kako bi se moglo ustvrditi da investicije rizičnog kapitala sadrže više cjenovnog rizika po jedinici vremena od investicija u javna dionička društva, no ne i da su u smislu investicijske klase „značajno rizičnije“ promatrano kroz distribucije ukupnih povijesno ostvarenih prinosa. [Housel] Ovaj zaključak odnosi se isključivo na cjenovni rizik. Ne obuhvaća dakle druge komponente rizika poput primjerice rizika likvidnosti i kvalitete korporacijskog upravljanja, koji bi po definiciji trebali biti manje naglašeni u slučaju *Blue chip* dionica. Valja naglasiti kako neuvršteni vlasnički instrumenti reosiguravatelja moguće obuhvaćaju udjele u projektnim društvima (SPV) za potrebe emisije obveznica koje pokrivaju rizike prirodnih i drugih katastrofa (terorizam), vlasničke instrumente u projektnim društvima koja služe za dugoročne financiranja infrastrukturnih projekata i dr., a ne samo direktne investicije rizičnog kapitala ili one putem za to specijaliziranih fondova. Budući da je jedna od odrednica rizičnog profila društva za osiguranje sama struktura ulaganja investicijskog portfolia društva tj. njegove imovine, proizlazi da reosiguravatelji u EU – uz pretpostavku usporedive distribucije prinosa za neuvrštene vlasničke instrumente rizičnog kapitala kao za prikazanu u SAD-u i zadovoljavajuću razinu diversifikacije- nisu nužno rizičnijeg profila obzirom na dominaciju njihovih ulaganja u neuvrštene vlasničke instrumente od onog kojeg bi ostvarili ukoliko bi dominantno ulagali u uvrštene vlasničke instrumente.

**Summary:** *Alternative investments characterises increasing importance as an EU Insurance companies portfolio component. Paper observes findings from two relevant studies comparing overall risk reward profile of listed Blue chip index component equities VS unlisted alternative Venture capital investments, on aggregate. Findings are in a way counterintuitive from the price risk perspective since these two asset classes' reveals proximate comparable historical return distributions. Key risk profile difference is time whereas Venture capital investments achieve price discovery much more rapidly than listed equities, on aggregate. So, one could state that Venture capital investments obtain more price risk in unit of time relative to Blue chip equities but should not a priori be considered as overall riskier.*

**Keywords:** *investments of insurance companies, historical return distributions, Blue chip stocks, Venture capital investments*



## Navedeni izvori i korištena literatura

Cembalest M., [Eye on the Market] *The Agony and the Ecstasy: The Risks and Rewards of a Concentrated Stock Position*, JPMorgan Chase & Co, 2014.

Coats d., *Venture Capital — No, We're Not Normal*, Correlation Ventures, 2019.

*Financial Stability Report* EIOPA, December 2019.

Housel M., *Risk is How Much Time You Need*, Collaborative Fund, 2017.

Keynes J.M., *The General Theory: Volume 2 Overview, Extensions, Method and New Developments*, edited by G. C. Harcourt, P. A. Riach, Routledge, London & New York, 2005.

Leach, C. J., Melicher R. W., *Entrepreneurial Finance*, 5<sup>th</sup> Edition, Cengage learning, 2014.

Levine S., *Venture Outcomes are Even More Skewed Than You Think*, <https://www.sethlevine.com>, 2014.

Orsag S., Mihalina E. „Međuovisnost vrednovanja investicijskih instrumenata i investicijske aktivnosti osiguravatelja u poziciji institucionalnih investitora“, zbornik radova „Dani hrvatskog osiguranja“, Opatija, 2014.

S.A. Shane, *the Illusions of Entrepreneurship: The Costly Myths That Entrepreneurs, Investors, and Policy Makers Live By*, Yale University, 2008.

Zephaniah W. Pease, *History of New Bedford*, Volume III, The Lewis Historical Publishing Company New York, 1918.