

УПРАВЉАЊЕ РИЗИЦИМА UNIT-LINKED ЖИВОТНОГ ОСИГУРАЊА

RISK MANAGEMENT OF UNIT-LINKED LIFE INSURANCE

Марија Јововић, мастер

Катедра за економску политику и развој / Катедра за статистику и математику
Економски факултет, Београд, Србија, marijajovic@ekof.bg.ac.rs

Проф. др Весна Рајић

Катедра за економску политику и развој / Катедра за статистику и математику
Економски факултет, Београд, Србија, vesnac@ekof.bg.ac.rs

Милица Кочовић, мастер

Сектор за научноистраживачки рад, Институт економских наука
Београд, Србија, milica.kocovic@ien.bg.ac.rs

Резиме: Основна карактеристика unit-linked животног осигурања огледа се у специфичности улагања средстава, које је директно везано за вредност инвестиционе јединице одређеног инвестиционог фонда. Предност unit-linked осигурања, са аспекта осигураваача, састоји се у преношењу ризика инвестирања на осигураника. Са аспекта осигураника, ово осигурање омогућује, са једне стране, слободу избора нивоа заштите, а са друге стране, слободу улагања средстава резерве, односно избор инвестиционог фонда у који ће та средства бити инвестирана, у складу са степеном аверзије према ризику. Иако unit-linked осигурање може донети веће приносе у односу на традиционалне производе животног осигурања, при неповољној инвестиционој клими могу бити остварени значајни губици. Из наведених разлога, веома је важно сагледати предности и недостатке овог вида осигурања, са аспекта политике инвестирања, посебно у условима глобалне финансијске кризе. Тема добија на актуелности изменом Закона о осигурању, којом се омогућује увођење наведеног новог производа животног осигурања у Србији. Стога је веома значајно благовремено идентификовати ризике који су повезани са овим видом осигурања, како би биле дефинисане адекватне методе управљања тим ризицима.

Кључне ријечи: unit-linked животно осигурање, инвестициони ризик, глобална финансијска криза, управљање ризицима

Abstract: The main characteristic of unit-linked life insurance is reflected in the specifics of investing of resources, which is directly related to the value of the investment units of a particular investment fund. The advantage of unit-linked insurance from insurer's aspect consists in transferring investment risks to the insured. From the aspect of policyholder, this insurance allows the freedom to choose the level of protection, on the one hand, and the freedom to invest reserve funds, ie to select the investment fund in which these funds will be invested in accordance with risk aversion level, on the other hand. Although unit-linked insurance can bring higher yields compared to traditional life insurance products, significant losses could be generated in the unfavorable investment climate. For these reasons, it is very important to consider the advantages and disadvantages of this type of insurance, in terms of investment policy, especially in the conditions of the global financial crisis. The theme becomes topical due to changes to the Insurance Act, that enable the introduction of this new life insurance product in Serbia. Therefore, it is very important to timely identify the risks that are associated with this form of insurance in order to define appropriate methods of managing these risks.

Keywords: unit-linked life insurance, investment risk, global financial crisis, risk management

I. УВОД

Термином unit-linked означавају се животно осигурања код којих осигураник преузима на себе ризик инвестирања. Део уплаћене премије

осигурања се алоцира у инвестиционе фондове, у складу са ризичним преференцијама осигураника. Висина исплате из осигурања по реализацији осигураног случаја директно зависи од вредности инвестиционих јединица у одговарајућем фонду. *Unit-linked* осигурање може бити уговорено као осигурање за случај смрти, осигурање за случај доживљења, мешовито осигурање или осигурање са гарантованим повратом премије. У случају смрти, кориснику осигурања се исплаћује већи од износа минималне осигуране суме за случај смрти или вредности удела у инвестиционом фонду, док се у случају доживљења исплаћује вредност удела у инвестиционом фонду. Уопштено, имовина фонда може бити сачињена од акција, хартија од вредности са фиксним приносом, инструмента тржишта новца, некретнина, али и финансијских деривата.

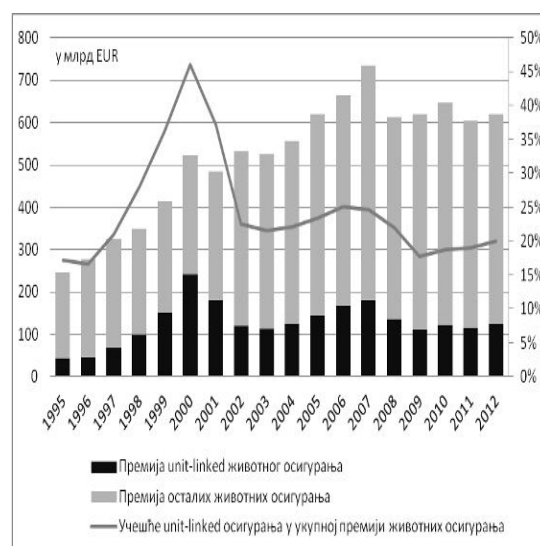
Циљ рада је да укаже на кључне ризике који су повезани са *unit-linked* животним осигурањем, како са аспекта осигураника, тако и са аспекта осигуравача, као и на могуће начине управљања тим ризицима. У раду ће, најпре, бити приказан развој *unit-linked* животног осигурања, са посебним акцентом на битно различите обрасце и динамику развоја овог сегмента тржишта осигурања у економски развијеним земљама ЕУ, са једне, и бившим транзиционим земљама Централне и Источне Европе, са друге стране. У наставку ће бити идентификовани кључни ризици *unit-linked* осигурања и предложени одговарајући методи управљања њима. Имајући у виду најновије измене регулаторног оквира, којима се омогућује увођење производа *unit-linked* осигурања у Србији, нарочита пажња ће бити посвећена перспективи њиховог развоја на домаћем тржишту осигурања.

II. РАЗВОЈ UNIT-LINKED ЖИВотног ОСИГУРАЊА

Unit-linked животно осигурање је настало средином `50-тих година XX века у Холандији. У Сједињеним Америчким Државама су први уговори у овој врсти осигурања закључени 1954. године, док се у Великој Британији они појављују од 1957. године (Møller, Steffensen, 2007, 149). Током `70-тих година започет је развој *unit-linked* сегмента тржишта животних осигурања у Немачкој, Француској и Канади, а затим, од `80-тих година, и у другим европским земљама, попут Италије, Шпаније, Белгије и Португалије (Munich Re, 2000, 8-9).

У другој половини `90-тих година, забележен је изузетан апсолутни и релативни пораст *unit-linked* осигурања у земљама Западне Европе.

Наиме, у периоду 1996-2000. године, реална годишња стопа раста премије *unit-linked* осигурања износила је чак 24%, док је премија осталих животних осигурања расла за свега 5% годишње (Swiss Re, 2003, 11). Последиčno, учешће *unit-linked* производа у укупној премији животних осигурања у земљама чланицама ЕУ-15, заједно са Швајцарском и Норвешком, је повећано са 16% у 1995. години, на преко 45% у 2000. години (видети слику 1). Интензиван развој *unit-linked* осигурања у датом периоду може бити објашњен либерализацијом и хармонизацијом тржишта осигурања (захваљујући усвајању треће ЕУ директиве за животна осигурања (ЕЕС, 1992)), увођењем евра као јединствене валуте 1999. године, падом каматних стопа и гарантованих приноса по основу конвенционалних животних осигурања, јачањем европских тржишта акција и повећањем њихове доступности широком спектру инвеститора, као и променама у структури канала дистрибуције животних осигурања.

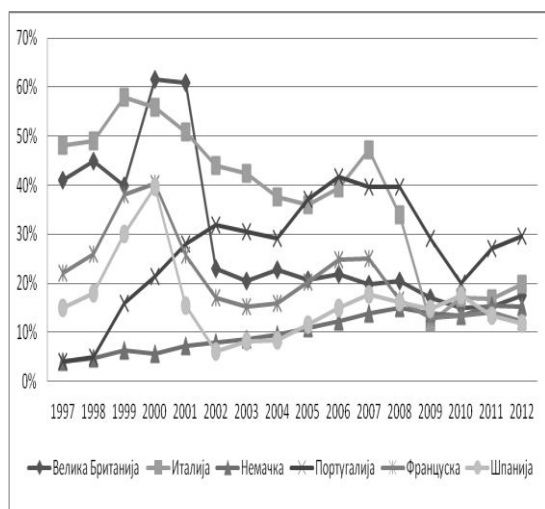


Слика 1. Збирно учешће *unit-linked* осигурања у укупној премији животних осигурања у земљама ЕУ-15, Швајцарској и Норвешкој (1995-2012)²⁹

Поред наведеног, у потрази за што већим приносима, инвеститори су перципирали *unit-linked* производе пре као инвестициону алтернативу, него као инструменте обезбеђења

²⁹ Припремљено према: Swiss Re. (2003). Unit-linked life insurance in western Europe: regaining momentum? *Sigma*, No. 3/2003, Zurich: Swiss Re, стр. 12.; Comité Européen des Assurances. (2012). The European Life Insurance Market: Data 2001-2010. *CEA Statistics*, No. 45, Brussels: CEA; Insurance Europe. (2014). The European Life Insurance Market in 2012. *Statistics*, No. 49, Brussels: Insurance Europe; <http://www.aca.lu>; <http://www.insuranceireland.eu>; <http://www.vvo.at>.

материјалне сигурности. Стога је већина *unit-linked* уговора у датом периоду била закључена са једнократном премијом, што је такође допринело исказаном порасту њиховог учешћа у укупним премијама животних осигурања. Међутим, управо из истог разлога је пад овог учешћа након 2000. године, када је дошло до суноврата цена акција на глобалном финансијском тржишту, и масовног заокрета осигураника ка традиционалним производима животних осигурања са гарантованим приносима, био утолико драстичнији. Успорени опоравак *unit-linked* сегмента тржишта животних осигурања у наставку периода је прекинут наступањем глобалне финансијске и економске кризе 2007/08 године. Почев од 2009. године, просечно учешће *unit-linked* производа у премији животних осигурања у посматраним европским земљама стагнира на нивоу од око 20%.

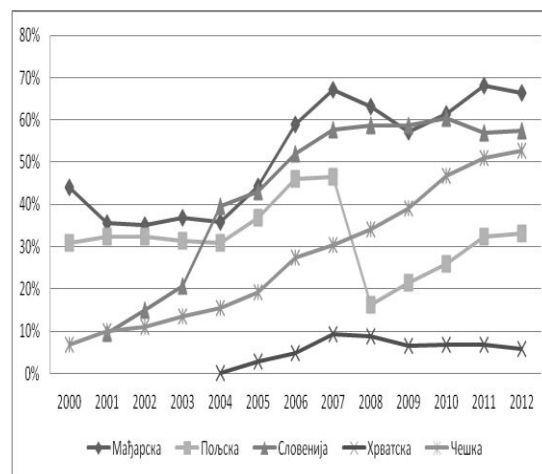


Слика 2. Учешће *unit-linked* осигурања у укупној премији животних осигурања у изабраним земљама ЕУ-15 (1997-2012)³⁰

Посматрано по појединим земљама, заступљеност *unit-linked* производа у портфељу животних осигуравања је опредељена различитим факторима. Емпиријска истраживања указују на високу позитивну корелацију између учешћа банкарског осигурања у дистрибутивним каналима у осигурању и учешћа *unit-linked* производа у премијама животних осигурања (Swiss Re,

³⁰ Припремљено према: Munich Re. (2000). *Unit-linked insurance: A general report*. München: Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft, стр. 8-9.; Comité Européen des Assurances. (2012). *The European Life Insurance Market: Data 2001-2010*. CEA Statistics, No. 45, Brussels: CEA; Insurance Europe. (2014). *The European Life Insurance Market in 2012*. Statistics, No. 49, Brussels: Insurance Europe.

2003, 16). Тиме може бити објашњен убрзани раст премија *unit-linked* осигурања у земљама које су крајем XX века предњачиле у погледу развијености *bancassurance*, попут Италије, Француске, Шпаније и Португалије (Кочовић *et al.* 2010, 456-458). Такође, доминантно учешће *unit-linked* уговора са једнократним премијама у Француској (96%), Италији (96%), Шпанији (90%) и Великој Британији (80%) у 2001. години (Swiss Re, 2003, 14) је директно допринело значајном порасту, али и значајном паду њихове заступљености са погоршањем кретања на тржишту капитала. У земљама са традиционално преовлађујућим конзервативним инвеститорима, попут Немачке, развој *unit-linked* производа био је релативно спорији, али и стабилнији током времена (видети слику 2).



Слика 3. Учешће *unit-linked* осигурања у укупној премији животних осигурања у изабраним земљама Централне и Источне Европе (2000-2012)³¹

У бившим транзиционим земљама Централне и Источне Европе, са друге стране, испољен је другачији образац развоја *unit-linked* производа. На почетку претходне декаде, сегмент *unit-linked* производа је био неразвијен у већини земаља. Међутим, од 2004. године, раст премије *unit-linked* осигурања у неким од њих је вишеструко превазилазио раст премије у осталим животним осигурањима, чак и након наступања глобалне економске кризе 2008. године (видети слику 3). На пример, просечна годишња стопа раста премије *unit-linked* осигурања током периода 2004-2012. године

³¹ Припремљено према: Comité Européen des Assurances. (2012). *The European Life Insurance Market: Data 2001-2010*. CEA Statistics, No. 45, Brussels: CEA; Insurance Europe. (2014). *The European Life Insurance Market in 2012*. Statistics, No. 49, Brussels: Insurance Europe.

износила је 31% у Чешкој, односно 18% у Мађарској, док је премија у осталим видовима животних осигурања стагнирала у истом периоду (при просечним годишњим стопама раста од 3% и -4%, респективно). У 2012. години, учешће *unit-linked* осигурања у укупној премији животних осигурања постаје доминантно у земљама попут Мађарске (66%), Словеније (57%) и Чешке (53%) (Insurance Europe, 2014, I.1.4.1). Отуда је управо сегмент *unit-linked* осигурања био кључни носилац развоја тржишта животних осигурања датих земаља током посматраног временског периода.

III. РИЗИЦИ ПОВЕЗАНИ СА UNIT-LINKED ЖИВОТНИМ ОСИГУРАЊЕМ

У поређењу са традиционалним животним осигурањем, са једне, и улагањем у инвестиционе фондове, са друге стране, *unit-linked* производи се одликују вишеструким предностима, али и ризицима за осигуранике. Њихова флексибилност произилази из могућности избора инвестиционе политике од стране осигураника (у складу са сопственом толеранцијом ризика), реалокације улагања између различитих облика активе (сходно актуелним тржишним околностима), као и преноса акумулираних средстава између различитих инвестиционих фондова. Такође су могуће додатне уплате (енгл. *top-ups*), односно делимична повлачења средстава у току трајања уговора о осигурању (Mishra, 2010, 32). *Unit-linked* производи су транспарентни, будући да осигураници имају увид у структуру премије осигурања, чије су компоненте које служе за покриће осигураног ризика смрти и/или доживљења, оперативних трошкова и за остварење инвестиционих приноса засебно исказане. Тиме је омогућено и праћење перформанси полисе, периодичним извештавањем осигураника о вредности инвестиционе јединице и износа накнада које оптерећују његов индивидуални рачун. Контролом инвестиција и вредности акумулираних средстава промовишу се власнички интереси осигураника, што може имати значајне психолошке ефекте за појединца.

Улагање у *unit-linked* животно осигурање може бити значајан извор инвестиционих приноса када је финансијско тржиште у успону. За разлику од удела у инвестиционим фондовима, *unit-linked* полисе осигурања, под одговарајућим условима, уживају привилеговани порески третман у многим земљама, што утиче на њихову релативну атрактивност. Међутим, иако *unit-linked*

осигурање може донети веће приносе у односу на традиционалне производе животног осигурања, при неповољној инвестиционој клими могу бити остварени значајни губици.

Контрола инвестиционог ризика може бити остварена усмеравањем премијских уплата у фондове очувања вредности имовине и фондове прихода (који улажу у краткорочне финансијске инструменте и обвезнице), као и балансиране фондове, који обезбеђују ефекте диверзификације ризика. Тиме се ограничава принос, али и степен изложености ризику у односу на улагање у фондове раста вредности имовине, у чијем инвестиционом портфелу преовлађују акције. За инвеститоре са већим нивоом толеранције ризика, препоручљива је стратегија дугорочног улагања у акције, уз реинвестирање дивиденди, у циљу остварења супериорних инвестиционих приноса, и истовремене заштите од инфлације. Иако је волатилност цена акција у краћим периодима висока, историјски подаци показују да су реални приноси на акције у дугом року стабилнији у поређењу са реалним приносима на обвезнице (Munich Re, 2000, 15). Полисама са виšekратним уплатама премије је својствен тзв. ефекат упросечавања трошкова (енгл. *cost average effect*), будући да се инвестирање врши на регуларној основи, уместо одједном. Уколико се премија плаћа, на пример, месечно, фиксни новчани износ ће бити уложен за куповину већег броја инвестиционих јединица у месецима у којима је њихова цена ниска, односно мањег броја јединица у месецима у којима је њихова цена висока. Тиме се нивелишу губици по основу скупе куповине и јефтине продаје јединица и постиже нижи просечан трошак инвестирања по јединици у току времена. Такође, осигураници се могу заштити од ерозије капитала закључивањем *unit-linked* уговора о осигурању са гаранцијама. На пример, сума уплаћених премија, капиталисана одређеном стопом приноса, може бити гарантована по истеку уговора.

Са аспекта осигуравања, кључна предност *unit-linked* осигурања се огледа у трансферу ризика инвестирања на осигуранике, што је посебно важно у условима пада каматних стопа, у којима је тешко обезбедити гарантоване приносе. Отуда је нижи захтевани износ резерви за испуњење преузетих обавеза и захтевани износ капитала за обезбеђење солвентности осигуравања, у поређењу са осталим сегментима његовог портфела.³² Стога

³² Према актуелном моделу фиксног коефицијента, захтевана маргина солвентности за животно осигурање се израчунава применом индекса од 4% на износ математичке резерве и 0,3% на капитал под ризиком (као разлику осигуране суме и математичке резерве).

су *unit-linked* производи нарочито погодни за младе осигуравајуће компаније, ниског техничког и финансијског капацитета, које покушавају да заузму своју позицију на тржишту осигурања. Захваљујући ефикасној употреби расположивих средстава, осигуравачи који пружају *unit-linked* осигурање имају могућност остварења релативно већих приноса на капитал. Стагнација продаје традиционалних животних осигурања и пораст улагања у инвестиционе фондове се сматрају релативно поузданим индикаторима потенцијалног успеха *unit-linked* производа на одређеном тржишту (Munich Re, 2000, 13). Њиховим укључивањем у сопствену понуду у таквим условима, осигуравачи привлаче нове осигуранике, који би вишкове средстава иначе пласирали у друге инвестиционе алтернативе.

Упркос наведеним користима, *unit-linked* производи имплицирају и одговарајуће финансијске, оперативне и регулаторне ризике за осигураваче. Очекивања инвеститора у савременим условима наглашене финансијске нестабилности и растућа тржишна конкуренција су принудили осигураваче да инкорпорирају различите видове гаранција и опција у *unit-linked* производе (Ciumas *et al.* 2012, 443). По основу таквих, хибридни производа животних осигурања, ризик инвестирања само делимично бива трансферисан на осигураника. Финансијски ризик за осигураваче произилази из отежаног вредновања гаранција и опција, имајући у виду дужину временског хоризонта на који се оне односе, као и непредвидивост понашања осигураника. Полазне претпоставке у погледу извршења опција се могу испоставити погрешним, или неважећим у измењеним околностима, услед чега ће и издвојени износ техничких резерви бити неадекватан, а финансијски положај осигуравача угрожен. Потенцијални губици за осигуравача по основу *unit-linked* производа са гаранцијама могу бити неутралисани стратегијом хеџинга, кроз употребу финансијских деривата.

Профитабилност у пословима *unit-linked* осигурања је високо осетљива на кретања на финансијском тржишту, и самим тим, променљива у току времена. Берзански крах доводи до пада премијских прихода (који ће бити утолико израженији што је веће учешће полиса са једнократном премијом осигурања) по основу мањег интересовања за *unit-linked* производе, али и учесталог коришћења опције откупа постојећих полиса. Осим тога,

осигуравач се суочава са оперативним ризиком услед чињенице да је главни извор профита по основу *unit-linked* осигурања накнада за управљање, која се исказује процентуално у односу на вредност имовине фонда на годишњем нивоу. Стога, свака флукуација вредности инвестиционе јединице доприноси волатилности укупних прихода, и самим тим, резултата пословања животних осигуравача, који не могу утицати на обим и структуру својих расхода у кратком року. Степен изложености оперативном ризику може бити умањен кроз диверзификацију пословања између различитих врста животних, али и неживотних осигурања.

Регулаторни амбијент може бити подстицајни, али и ограничавајући фактор за успешну реализацију *unit-linked* производа. Променама пореског третмана, лимитирањем висине накнада и увођењем обавезних гаранција се додатно нарушава стабилност резултата пословања осигуравача.

На пример, драстичан пад укупних премија *unit-linked* осигурања у Шпанији у 2001. години се управо доводи у везу са укидањем претходних пореских ослобођења приноса по основу ових производа (Swiss Re, 2003, 27). Регулаторни ризик је утолико израженији у земљама са реформисаним системом пензијског осигурања, будући да индивидуални пензијски планови, који могу функционисати као *unit-linked* осигурања, подлежу стриктним законским прописима, у циљу заштите интереса осигураника.

IV. МОГУЋНОСТИ РАЗВОЈА UNIT-LINKED ЖИВОТНОГ ОСИГУРАЊА У СРБИЈИ

У општем случају, атрактивност *unit-linked* животних осигурања је одређена регулаторним амбијентом, кретањима на финансијском тржишту и могућностима улагања у друге облике штедње. Нови Закон о осигурању (који је усвојен у децембру 2014. године, са почетком примене након истека шест месеци од дана ступања на снагу) омогућује увођење животних осигурања која су везана за јединице инвестиционих фондова у Србији (Закон о осигурању, 2014, чл. 8). Тиме је успостављен регулаторни основ за даљи развој домаћег тржишта животних осигурања који би био финансиран растом премијских прихода по основу *unit-linked* производа, аналогно бившим транзиционим земљама Централне и Источне Европе.

Полазиште разматрања реалних могућности развоја *unit-linked* осигурања у Србији су

Међутим, у случају *unit-linked* осигурања, математичка резерва се пондерише индексом од свега 1% (ЕС, 2002, чл. 19).

степен развијености финансијског тржишта и сектора животних осигурања, као критичних фактора успеха овог тржишног сегмента. Финансијско тржиште у Србији одликује се сиромашном понудом финансијских инструмената и ниским нивоом инвестиционе активности, услед недовољности слободних новчаних средстава.

С обзиром на релативну оскудицу дугорочних државних обвезница и обвезница органа локалне управе и практично непостојање корпоративних обвезница, инвеститори се сусрећу са прилично ограниченим могућностима у погледу оплодне расположивих средстава и диверзификације преузетих ризика (Kosovic *et al.* 2011, 153).

Истовремено је број акција којима се дневно тргује мали, ликвидност редовног промета ниска, а волатилност цена и трошкови трговине високи.

ТАБЕЛА I. ПРОМЕТ И ТРЖИШНА КАПИТАЛИЗАЦИЈА НА БЕРЗАМА ИЗАБРАНИХ ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ И ИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ³³

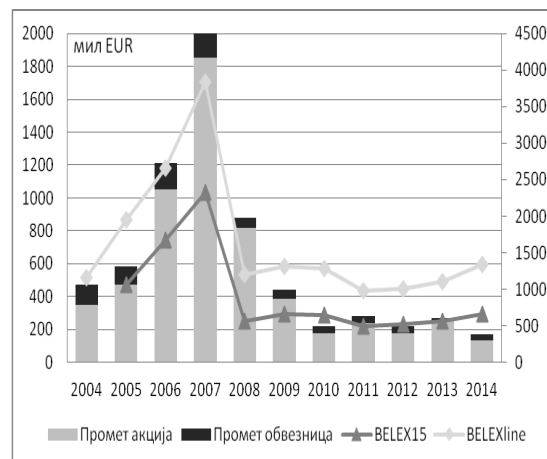
Држ.	Промет у 2014. години (мил EUR)	Трж.капита. 31.12.2014. (млрд EUR)	Трж. капитал . /БДП
Мађарска	6.193	62,4	64,9 %
Пољска	55.845	137,3	34,7 %
Словенија	686	23,7	64,4 %
Србија	173	6,6	21,6 %
Хрватска	508	26,4	62,6 %
Чешка	5.830	37,5	25,9 %

Обим промета који је остварен на Београдској берзи у 2014. години (од 173,5 мил EUR) је значајно мањи у поређењу са прометом на Загребачкој (508,8 мил EUR) и Љубљанској (686,3 мил EUR) берзи, и симболичан у поређењу са берзама других посматраних земаља (видети табелу I).

Одступања су утолико израженија када се посматра тржишна капитализација, која је крајем 2014. године достигала свега 6,6 млрд EUR на српском тржишту капитала.

Ниско учешће капитализације у БДП (нарочито у поређењу са другим земљама) сведочи о периферној улози берзе у домаћој економији

(Прокопијевић, 2006, 6). Пад промета и стагнација вредности берзанских индекса од 2008. године (видети слику 4) могу бити објашњени нестабилним макроекономским амбијентом након наступања глобалне финансијске кризе, при чему су домети развоја овог тржишта ограничени и изабраним моделом приватизације и временском динамиком њеног спровођења.



Слика 4. Преглед кретања промета и индекса на Београдској берзи (2004-2014)³⁴

Висина премије животних осигурања по становнику (од 15,7 EUR) и учешћа премије животних осигурања у домаћем бруто производу (од 0,4%) у 2013. години упућују на низак степен развијености сектора животних осигурања у Србији. Током претходне декаде остварен је значајан напредак у погледу вредности датих показатеља развијености (будући да је у 2004. години премија животних осигурања *per capita* износила мање од 3 EUR, а њено учешће у БДП-у било 0,1%).

Такође је забележен пораст учешћа животних осигурања у укупном осигуравајућем портфељу са 6,7% на 22,0% у истом периоду (<http://www.nbs.rs>). Ипак, према оствареним резултатима, сектор животних осигурања у Србији значајно заостаје за секторима других посматраних земаља Централне и Источне Европе.

Посебно забрињава чињеница да Србија, у погледу развијености животних осигурања, још увек није достигла ни онај ниво на коме су се ове земље налазиле 2004. године, од када започиње интензиван развој *unit-linked* осигурања у њима (видети табелу II).

³³ Припремљено на основу података са: <http://bse.hu>; http://gpw.pl/root_en; <http://www.ljse.si>; <http://www.belex.rs>; <http://zse.hr>; <https://www.pse.cz>; <http://www.imf.org>.

³⁴ Припремљено према подацима са: <http://www.belex.rs>.

ТАБЕЛА II. ПОКАЗАТЕЉИ РАЗВИЈЕНОСТИ СЕКТОРА ЖИВОТНИХ ОСИГУРАЊА У ИЗАБРАНИМ ЗЕМЉАМА ЦЕНТРАЛНЕ И ИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ³⁵

Држава	Премија животних осигурања <i>per capita</i> (EUR)		Премија животних осигурања / БДП		Учешће животних осигурања у укупној премији осигурања	
	2004	2013	2004	2013	2004	2013
Мађарска	95,7	142,1	1,2%	1,4%	40,6 %	53,4 %
Пољска	72,9	157,0	1,4%	1,6%	45,6 %	54,6 %
Словенија	214,9	258,9	1,6%	1,5%	29,4 %	27,6 %
Србија	2,8	15,7	0,1%	0,4%	6,7 %	22,0 %
Хрватска	48,5	75,5	0,6%	0,8%	23,7 %	27,9 %
Чешка	119,6	252,4	1,3%	1,7%	36,6%	45,6 %

Развојни донети сектора животних осигурања одређени су деловањем економских, социјалних и регулаторних фактора. Низак степен развијености овог сектора у Србији може бити објашњен ниским животним стандардом потенцијалних осигураника, њиховом необавештеношћу о значају осигурања живота, преовлађујућим културолошким миљеом, али и неповерењем у целокупан финансијски сектор, по основу монетарне нестабилности у прошлом периоду (Кочовић, Шулетић, и Ракоњац-Антић, 2010, 282). У условима неразвијеног тржишта капитала, лимитиране су могућности пласмана дугорочних средстава осигурања и остварења задовољавајућих приноса за осигуранике. Додатни ограничавајући фактор за развој сектора произилази из непостојања повољног пореског третмана премија по полисама животног осигурања.

На крају 2014. године, сектор животних осигурања у Србији је обухватао 1,05 милиона осигураника (<http://www.nbs.rs>). Имајући у виду популацију од преко 7 милиона, свакако да постоји потенцијал за његов даљи развој у будућности. У којој ће мери он бити заиста искоришћен, зависи првенствено од кретања релевантних макроекономских индикатора (укључујући ниво БДП по становнику, стопу инфлације, стопу незапослености и просечан ниво зарада). Одобравање пореских олакшица и промоција животног осигурања, као вида штедње, могу додатно стимулирати тражњу за овом врстом осигурања. Међутим, није реално очекивати да увођење *unit-linked* производа послужи као значајан замајак развоја овог сектора, имајући у виду битно различиту

констелацију околности у којима се они појављују у Србији у односу на земље Централне и Источне Европе. Наиме, развој производа *unit-linked* животних у земљама које предњаче у погледу њихове заступљености је започет у време узлазних кретања на тржиштима капитала, пре наступања глобалне економске кризе, и при повољнијим вредностима показатеља развијености сектора осигурања живота него што су они у Србији данас. Будући да домаће тржиште животних осигурања није засићено, већ бележи постепени раст, *unit-linked* производи могу на њему бити комплементарни конвенционалним животним осигурањима, али свакако не могу бити њихови супститути.

V. ЗАКЉУЧАК

Спроведена анализа показује да је током претходне декаде дошло до значајне промене улога међу европским земљама у погледу развијености *unit-linked* животних осигурања. Земље са развијеним тржиштем осигурања, које су дале кључни допринос настанку и јачању датог тржишног сегмента на почетку посматраног периода, данас су маргинализоване у поређењу са земљама чија су тржишта осигурања у развоју. У бившим транзиционим земљама Централне и Источне Европе су управо *unit-linked* производи били главни генератор раста сектора животних осигурања у истом периоду, будући да су њихове премије расле вишеструко брже од премија класичних животних осигурања.

Као својеврсна комбинација осигурања живота и штедње у инвестиционим фондовима, *unit-linked* производи представљају извор погодности, али и ризика за осигуранике. Атрактивност *unit-linked* осигурања произилази из њихове флексибилности, транспарентности, могућности остварења значајних инвестиционих приноса, као и пореских олакшица у многим земљама. Истовремено, осигуранници се излажу инвестиционом ризику, који постаје утолико израженији у условима осцилаторних кретања на савременом финансијском тржишту. Контрола инвестиционог ризика може бити остварена усвајањем дугорочног инвестиционог хоризонта, диверзификацијом улагања и закључивањем уговора са виšekратним, уместо једнократне уплате премије осигурања. Осигуравачи су такође изложени ризицима по основу *unit-linked* животних осигурања, који могу бити финансијске, оперативне и регулаторне природе. Као одговарајуће стратегије управљања тим ризицима предлажу се хедџинг кроз употребу финансијских

³⁵ Припремљено према: <http://www.nbs.rs>, Insurance Europe. (2015). European Insurance in Figures dataset. *Statistics*, No. 50, Brussels: Insurance Europe.

деривата и диверзификација пословања између различитих врста осигурања.

Имајући у виду достигнути степен развијености финансијског тржишта и сектора животних осигурања, није реално очекивати да *unit-linked* производи преузму улогу покретача даљег развоја животних осигурања у Србији. У поређењу са земљама Централне и Источне Европе, ови производи се на домаће тржиште осигурања уводе знатно касније, и у другачијем макроекономском амбијенту. Стога, они могу бити посматрани као могући допунски облик штедње, али не као замена за конвенционалне производе животних осигурања.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Comité Européen des Assurances. (2012). The European Life Insurance Market: Data 2001-2010. *CEA Statistics*, No. 45, Brussels: CEA.
- [2] Ciomas, C., Chis, D.-M., Botos, H.M. (2012). Global Financial Crisis and Unit-Linked Insurance Markets Efficiency: Empirical Evidence From Central And Eastern European Countries. *Annals of Faculty of Economics, I(2)*, University of Oradea, 443-448.
- [3] EEC. (1992). Council Directive 92/49/EEC of 18 June 1992 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC. *Official Journal of the European Communities*, 92/49/EEC.
- [4] EC (2002). Directive 2002/13/EC of the European Parliament and of the Council of March 5 amending Council Directive 73/239/EEC as regards the solvency margin requirements for non-life insurance undertakings. *Official Journal of the European Communities*, 2002/13/EC
- [5] Insurance Europe. (2014). The European Life Insurance Market in 2012. *Statistics*, No. 49, Brussels: Insurance Europe.
- [6] Insurance Europe. (2015). European Insurance in Figures dataset. *Statistics*, No. 50, Brussels: Insurance Europe.
- [7] Kocovic, J., Rakonjac-Antic, T., Jovovic, M. (2011). The impact of the global financial crisis on the structure of investment portfolios of insurance companies. *Economic Annals, LVI(191)*, 143-161.
- [8] Кочовић, Ј., Шулејић, П., Ракоњац-Антић, Т. (2010). *Осигурање*. Београд, Економски факултет, Центар за издавачку делатност.
- [9] Mishra, K. (2010). *Fundamentals of Life Insurance: Theories and Applications*. New Delhi: PHI Learning Private Limited.
- [10] Møller, T., Steffensen, M. (2007). *Market-Valuation Methods in Life and Pension Insurance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- [11] Munich Re. (2000). *Unit-linked insurance: A general report*. München: Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft.
- [12] Прокопијевић, М. (2006). Тржиште капитала у Србији. *Билтен Београдске берзе, 11(123/2006)*, 6-9.
- [13] Swiss Re. (2003). Unit-linked life insurance in western Europe: regaining momentum? *Sigma*, No. 3/2003, Zurich: Swiss Re.
- [14] Закон о осигурању. *Службени гласник РС*, бр. 139/14.
- [15] <http://www.aca.lu> - Association des Compagnies d'Assurances et de Réassurances du Grand-Duché de Luxembourg (26.03.2015.)
- [16] <http://bse.hu> - Budapest Stock Exchange (31.03.2015.)
- [17] http://gpw.pl/root_en - Warsaw Stock Exchange (31.03.2015.)
- [18] <http://www.belex.rs> - Београдска берза (30.03.2015.)
- [19] <http://www.imf.org> - International Monetary Fund (31.03.2015.)
- [20] <http://www.insuranceireland.eu> - Insurance Ireland (25.03.2015.)
- [21] <http://www.ljse.si> - Ljubljana Stock Exchange (01.04.2015.)
- [22] <http://www.vvo.at> - Versicherungsverband Österreich (25.03.2015.)
- [23] <http://www.nbs.rs> - Народна банка Србије (01.04.2015.)
- [24] <http://zse.hr> - Zagrebačka burza (30.03.2015.)
- [25] <https://www.pse.cz> - Prague Stock Exchange (31.03.2015.)